

Stiftelsen Fritt Näringsliv bedriver idéutveckling och opinionsbildning kring marknadsekonomi, fri företagsamhet och hög tillväxt och syftar till att långsiktigt främja idéutveckling och opinionsbildning kring marknadsekonomin och den fria företagsamhetens betydelse för ekonomisk tillväxt och välfärd. Stiftelsen bedriver främst sin verksamhet i Timbros namn.

© Författarna, 2025

Utgiven av Stiftelsen Fritt Näringsliv, 2025

Omslag: Erik Johnsson & Mikael Eisen

Sättning: Tina Selander

Tryck: ADverts (Lettland), 2025

Första upplagan, första tryckningen

ISBN: 978-91-7703-585-5

info@timbro.se

www.timbro.se/forlag

Innehåll

Förord	5
1. Dags för euron?	7
<i>Lars Calmfors</i>	
2. Hur påverkas handel och produktivitet av euron?	119
<i>Rikard Forslid</i>	
3. Hur synkroniserad är konjunkturen i Sverige med den i euroområdet?	151
<i>Jesper Hansson</i>	
4. Hur mycket bättre är Riksbankens penningpolitik för Sverige än ECB:s?	185
<i>Karl Walentin</i>	
5. Kronan och konjunkturen	209
<i>Martin Flodén</i>	
6. Finanspolitik, interndevalveringar och finanspolitiska transfereringar som ersättning för egen penningpolitik vid ett euromedlemskap	253
<i>Lars Calmfors</i>	
7. Kommer Sverige att få betala för euroländernas höga offentliga skuldsättning vid ett euromedlemskap?	295
<i>Fredrik N G Andersson och Lars Jonung</i>	

8. Euron, det finansiella systemet och bankunionen	331
<i>Peter Englund och Pehr Wissén</i>	
9. European Political Integration and the Politics of Monetary Union	371
<i>Erik Jones</i>	
10. Euron som integrationsmotor	403
<i>Magnus Lundgren och Jonas Tallberg</i>	
11. Påverkar ett medlemskap i valutaunionen Sveriges inflytande i EU?	437
<i>Magnus Lundgren</i>	
12. Ett nytt beslut om euron	475
<i>Johannes Lindvall</i>	
13. Om att ansluta sig till euron	503
<i>Stefan Ingves</i>	
Författarna	541

Förord

Normalläget för ett europeiskt land är att vara med i Nato och ha euron som valuta. För några länder österut hänger de båda institutionerna distinkt ihop. Fram tills nyligen stod Sverige utanför båda men anslöt sig hastigt till militäralliansen efter att Ryssland inlett ett fullskaligt anfall på Ukraina i februari 2022. Nato har i dag starkt stöd i svenskt samhällsliv.

Den svenska eurodebatten är trevande. Senaste gången Sverige hade en bred debatt var inför folkomröstningen om euromedlemskap 2003. Det enskilt viktigaste intellektuella bidraget till eurofrågan var Lars Calmfors statliga utredning ”Sverige och EMU” som kom 1996. Med hänvisning till 1990-talskrisens höga arbetslöshet och statsskuldproblematisering rekommenderade utredningen då en försiktig linje och att vänta med anslutning. Det är 30 år sedan.

I augusti 2024 tillsatte Stiftelsen Fritt Näringsliv en ny utredning om Sverige och euron med Lars Calmfors som ansvarig. Tanken var att förutsättningarna skulle vara identiska med den förra Calmfors-utredningen. Utredaren har haft full frihet att rekrytera experter och arbetet har bedrivits helt oberoende. Resultatet är denna rapport. En rad ekonomer och statsvetare belyser olika argument och sakförhållanden om euron som valuta.

Det är stiftelsens förhoppning att rapporten ska bidra till en sakkunnig debatt om en fråga som är central för hela Europa. Valutaunionen är EU:s viktigaste projekt och ur den föds och förnyas politik som berör alla och som sträcker sig över många områden. Bankunionen kan sägas vara ett sådant utflöde och fler kommer.

Världsekonomin utveckling under de senaste decennierna har gått mot längre och alltmer komplexa värdekedjor i en process som sammanfattats med ordet globalisering. Nu verkar vi vara på väg mot något

FÖRORD

som mer liknar en regionalisering, men det är inte givet. Dynamiken mellan USA, EU och Kina är svår att förutsäga, för att inte tala om det amerikanska ledarskapet. Det är min tro att euron kommer att bli allt viktigare som ram och bas och att Sverige aktivt måste förhålla sig till den. God läsning!

PM Nilsson

Vd Stiftelsen Fritt Näringsliv

KAPITEL 1

Dags för euron?

Lars Calmfors

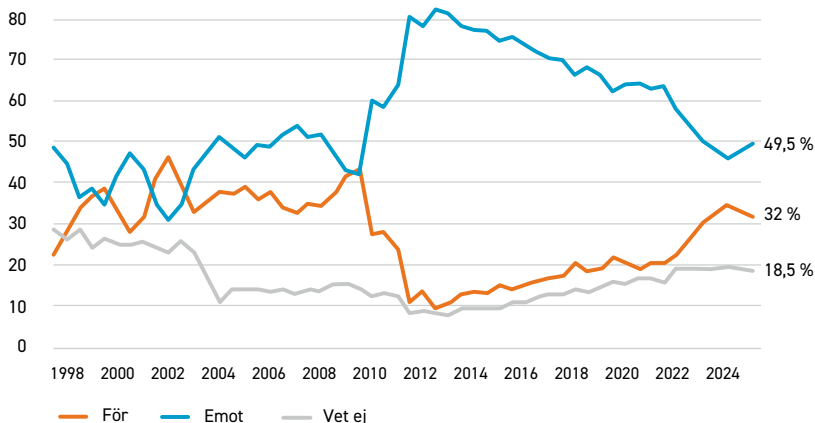
1 Inledning

År 1999 bildade elva EU-länder en valutaunion och ersatte därmed sina nationella valutor med euron. Sverige valde att ställa sig utanför och behålla kronan som valuta. I folkomröstningen 2003 röstade 55,9 procent emot ett inträde i valutaunionen. Därmed tog debatten om ett svenskt euromedlemskap i stort sett slut. Viss diskussion förekom visserligen 2009–10, men dog ut när eurokrisen under det senare året bröt ut. Ny diskussion startade inte förrän i slutet av 2022. Den trigades av den svaga kronan och i viss mån även av att många mot bakgrund av Rysslands storskaliga anfallskrig mot Ukraina såg ett större värde i en fördjupad svensk integration i Europa.¹ De senaste årens eurodiskussion har dock snarare ”pyst under ytan” än varit en central politisk fråga.

Eurodebattens intensitet har varit nära relaterad till opinionssvängningarna. Figur 1 visar andelen svarspersoner i SCB:s partisympatiundersökningar som anger olika röstningsalternativ i en folkomröstning om att införa euron. Andelen emot var högre än andelen för under åren efter folkomröstningen 2003, men efter den globala finanskrisen utjämnades skillnaden 2010. Därefter föll stödet för euron kraftigt under eurokrisen. Från 2014 minskade sedan skillnaden mellan andelarna emot och för igen till och med 2024. I undersökningen våren 2025 ökade den lite igen.

1 Se till exempel TT (2022), Pehrson (2023), Calmfors (2023a) och Svenskt Näringsliv (2024).

Figur 1 Svenskarnas inställning till euron, 1998–2024, procent



Anm.: Kurvorna anger hur stor andel av svarspersonerna som i en folkomröstning skulle rösta ja till att införa euron, rösta nej eller som inte vet hur de skulle rösta. Siffrorna före 2004 är inte helt jämförbara med dem efter 2006.

Källa: SCB:s partisympatiundersökningar.

1.1 EMU-utredningen

Inför valutaunionens start utreddes konsekvenserna av en svensk anslutning av den statliga EMU-utredningen (1996) – med mig som ordförande. Utredningen menade att ett deltagande skulle ge kontinuerliga och säkra, men små, samhällsekonomiska effektivitetsvinster därför att transaktionskostnader och valutaosäkerhet vid internationella betalningar skulle minska. Samtidigt framhölls den stabiliseringspolitiska risken med en anslutning, eftersom en avvikande konjunkturutveckling i Sverige inte längre skulle kunna motverkas av en egen penningpolitik. Slutligen fäste EMU-utredningen stor vikt vid att Sveriges politiska inflytande i EU kunde väntas bli avsevärt mindre om vi inte skulle tillhöra kärnan av länder som ingick i valutaunionen.

EMU-utredningens sammanvägda bedömning var att ”de faktorer som talar emot ett svenskt deltagande redan i första omgången 1999 är starkare än de faktorer som talar för” (sid. 434). Slutsatsen grundades i hög grad på att den svenska ekonomin då fortfarande led av sviterna

från den djupa krisen i början av 1990-talet. Arbetslösheten var hög. Eventuella nya landspecifika makroekonomiska störningar som inte längre kunde motverkas av en egen penningpolitik riskerade därför att leda till en farlig ytterligare arbetslöshetsuppgång. Möjligheterna att motverka detta genom en expansiv finanspolitik var små eftersom det, efter den tidigare stora statsskuldökningen, var nödvändigt att konso-lidera de offentliga finanserna.

EMU-utredningens ställningstagande uppfattades av många som en strategi för ”att vänta och se” hur valutaunionen skulle fungera. Det var en felaktig karakteristik. Utredningen framhöll tydligt att ”tvärtom bör inriktningen vara att inträda vid en senare tidpunkt” (sid. 435). Betydelsen av en förbättrad sysselsättningssituation och sanerade statsfinanser betonades särskilt. En rimligare beskrivning av utredningens synsätt var ”vänta och gör” i betydelsen att genom en lämplig ekonomisk politik skapa förutsättningar för ett framtida inträde.²

1.2 Förändringar sedan EMU-utredningen och folkomröstningen

Det har nu gått nästan tre decennier sedan EMU-utredningen och mer än två decennier sedan folkomröstningen. Mycket har förändrats sedan dess. Vi har nu erfarenheter av både hur valutaunionen fungerat och hur Sverige klarat sig utanför den. Omfattande ny forskning har tillkommit.

De viktigaste förändringarna inom euroområdet och EU är följande:

- Eurokrisen 2010–12 innebar att den så kallade icke-undsättningsklausulen, enligt vilken varken EU-institutioner eller andra medlemsländer får ta över ansvaret för ett enskilt EU-lands skuldförpliktelser, i praktiken har satts ur spel. En permanent gemensam räddningsfond, ESM, har etablerats samtidigt som Europeiska centralbanken, ECB, påtagit sig ett ansvar att i krislägen stödköpa enskilda euroländers statspapper.

2 Formuleringen ”vänta och gör” var dåvarande ekonomiskpolitiske talespersonen för Moderaterna, Lars Tobissons, karakteristik av utredningens slutsatser (se Calmfors 2021, sid. 160–61).

- De finanspolitiska reglerna har ändrats vid flera tillfällen. Det har varit fråga om både uppmjukningar och skärpningar. Samtidigt har euroländernas offentliga skuldsättning trendmässigt ökat.
- Den globala finanskrisen och eurokrisen ledde till upprättandet av en bankunion, som alla euroländer måste ingå i. Den innebär gemensam finansiell tillsyn och gemensamma regler för att hantera banker i kris.
- Under pandemin genomfördes gemensam EU-upplåning i syfte att finansiera tillfälliga utgifter. Ytterligare gemensam upplåning, nu för att finansiera försvarsutgifter, har beslutats.

Sveriges ekonomiska situation är idag också en helt annan än vid millennieskiftet:

- Riksbanken har gjorts mer oberoende av det politiska systemet och trovärdighet för målet om låg inflation har etablerats.
- De offentliga finanserna har konsoliderats och Sverige har nu bland de lägsta statsskulden i EU.
- Sveriges utrikeshandel utgör idag en större andel av BNP och ekonomin har blivit finansiellt mer integrerad med både euroområdet och resten av världen.
- Den finansiella sektorns tillgångar har växt i förhållande till BNP i såväl euroområdet som Sverige, men ökningen har varit större i Sverige.

Samtidigt har det geopolitiska läget förändrats i grunden. Rysslands storskaliga anfallskrig mot Ukraina och försvagningen av den transatlantiska axeln till följd av Trumpadministrationens politik skapar ett behov av fördjupat europeiskt samarbete.

1.3 Rapportens innehåll

De beskrivna förändringarna motiverar en ny analys av konsekvenserna av en svensk euroanslutning. Det är utgångspunkten för den här rapporten. Den består, förutom av detta sammanfattningskapitel, av tolv bidrag som belyser olika aspekter av frågan. Åtta kapitel har skrivits av ekonomer, fyra av statsvetare.

Det första kapitlet av *Rikard Forslid* sammanfattar dagens kunskap om eurons effekt på handel och utländska direktinvesteringar samt på produktivitet och tillväxt.

Därefter följer fyra kapitel om de stabiliseringspolitiska konsekvenserna av ett euromedlemskap. *Jesper Hansson* analyserar hur synkroniserad den svenska konjunkturen är med euroområdet. *Karl Walentin* diskuterar hur mycket Riksbankens penningpolitik vid ett fortsatt utanförskap kan avvika från ECB:s och hur väl den senares penningpolitik skulle passa oss vid ett medlemskap om det uppstår gemensamma makroekonomiska störningar. *Martin Flodén* fokuserar på hur kronans växelkursrörelser påverkat den svenska konjunkturen. *Mitt* eget bidrag behandlar möjligheterna att vid ett euromedlemskap motverka en avvikande konjunkturutveckling i Sverige genom finanspolitiken eller lönebildningen.

De beskrivna frågorna var relevanta redan i EMU-utredningen (1996) och inför folkomröstningen 2003. De följande två kapitlen behandlar frågor som aktualiserats först senare. *Fredrik N G Andersson och Lars Jonung* analyserar hur risken att Sverige kan få bära kostnader för den höga skuldsättningen i euroländerna påverkas av en euroanslutning. *Peter Englund och Pehr Wissén* behandlar följderna för Sveriges finansiella integration med euroländerna av ett inträde i valutaunionen och vad ett deltagande i bankunionen skulle betyda för finansiell tillsyn och krishantering.

De rent politiska konsekvenserna av ett euromedlemskap är ämnet i tre bidrag av statsvetare. *Erik Jones* beskriver med breda penseldrag hur samspelet mellan valutaunionen och den politiska integrationen i EU utvecklats. Hans översikt kompletteras av en mer empiriskt inriktad analys av samma fråga av *Magnus Lundgren och Jonas Tallberg*. Slutligen sammanfattar *Magnus Lundgren* forskningen om hur politiskt inflytande i EU påverkas av ett euromedlemskap.

De avslutande två kapitlen handlar om hur ett eventuellt svenskt eurointräde skulle kunna gå till. Statsvetaren *Johannes Lindvall* diskuterar om en ny folkomröstning bör hållas. *Stefan Ingves* behandlar de olika stegen i en anslutning efter ett beslut om en sådan och hur anslutningskursen för kronan kan bestämmas.

Under arbetets gång har författarna utbytt synpunkter på varandras bidrag. Men bidragsgivarna ansvarar ensamma för sina analyser. Vi har inte försökt enas om gemensamma slutsatser. Givet antalet deltagare och deras bredd hade detta förmodligen varit omöjligt. Det viktiga i rapporten är själva analyserna och att olika aspekter blir belysta på ett rättvisande sätt.

Det här kapitlet sammanfattar de olika analyserna. På grundval av dem drar jag också mina egna slutsatser. Dessa behöver inte delas av övriga författare. I detta kapitel fungerar jag därför ungefär som en statlig enmansutredare, som bygger på beställda expertunderlag men gör sin egen syntes.

Avsnitt 2 ger en kort bakgrundsöversikt av den ekonomiska utvecklingen i Sverige, euroområdet och andra avancerade ekonomier under de senaste decennierna. Avsnitten 3–7 redogör sedan för de olika bidragsgivarnas analyser av olika aspekter i ungefär samma ordning som de olika bidragen redovisats ovan, men följer inte dessa slaviskt eftersom det finns en del överlappningar mellan dem. Avsnitt 8 redovisar *min* syn på olika konsekvenser av ett eurointräde, hur dessa har förändrats över tid samt hur olika aspekter bör vägas mot varandra. Avsnitt 9 ger mina synpunkter på hur ett eventuellt eurointräde bör gå till.

2 Tidigare ekonomisk utveckling i Sverige, euroområdet och andra avancerade ekonomier

Detta avsnitt ger en kort översikt av den tidigare ekonomiska utvecklingen i Sverige, euroområdet och några andra avancerade ekonomier som en bakgrund till efterföljande analyser. Tabell 1 redovisar BNP-tillväxten per capita och dess variabilitet såväl före som efter valutaunionens start 1999.

Tabell 1 BNP-tillväxt per capita i Sverige, euroområdet och andra avancerade ekonomier

	Real årlig BNP-tillväxt per capita, procent			Absolut medelavvikelse, procentenheter		
	1972–1998	1998–2024	Förändring	1972–1998	1998–2024	Förändring
Belgien	2,2	1,1	-1,2	1,5	1,4	-0,1
Finland	2,6	1,0	-1,6	2,2	2,1	-0,1
Frankrike	2,1	0,9	-1,2	1,2	1,4	0,2
Irland	4,0	3,7	-0,3	2,4	4,2	1,7
Italien	2,5	0,4	-2,1	1,5	2,0	0,5
Nederländerna	2,1	1,1	-1,0	1,2	1,7	0,5
Portugal	3,0	0,9	-2,1	2,8	2,1	-0,7
Spanien	2,4	1,0	-1,4	1,7	2,3	0,6
Tyskland	2,2	1,0	-1,3	1,4	1,6	0,2
Österrike	2,5	0,8	-1,6	1,4	1,7	0,3
<i>Euroområdet</i>	<i>2,6 (2,3)</i>	<i>1,2 (0,9)</i>	<i>-1,4 (-1,4)</i>	<i>1,7 (1,7)</i>	<i>2,0 (1,8)</i>	<i>0,3 (0,1)</i>
Sverige	1,6	1,3	-0,3	1,4	1,8	0,4
Danmark	2,0	1,0	-1,1	1,7	1,5	-0,2
Kanada	1,8	0,8	-1,0	1,7	1,6	-0,1
Norge	3,2	0,8	-2,4	1,3	1,2	-0,2
Schweiz	0,9	1,0	0,1	1,6	1,4	-0,2
Storbritannien	2,3	1,0	-1,3	1,8	1,9	0,1
USA	2,2	1,4	-0,7	1,7	1,2	-0,5

Anm.: Siffrorna för euroområdet är det aritmetiska medelvärdet för de euroländer som visas i tabellen. Värdena utan parentes inkluderar alla tio länderna, värdena inom parentes är exklusive Irland. Den absoluta medelavvikelsen är ett statistiskt mått på hur mycket data i en datamängd avviker från sitt medelvärde, oavsett om avvikelsen är positiv eller negativ.

Källor: OECD och egna beräkningar.

Under 1972–98 hade Sverige en jämförelsevis låg tillväxt i BNP per capita, 1 procentenhet under det aritmetiska medelvärdet för de tio euroländerna i tabellen. BNP-tillväxten per capita var 1998–2024 lägre än 1972–98 i alla tabellens länder utom Schweiz. Fallet var dock mindre i Sverige än i nästan alla de andra länderna. Det innebär att per-capitatillväxten i BNP 1998–2024 var högre i Sverige än det aritmetiska medelvärdet för euroområdet (särskilt om Irland, som till följd av stora utländska direktinvesteringar hade en mycket högre tillväxt i BNP än i BNI, räknas bort), nästan i paritet med USA.

BNP-tillväxten per capita i Sverige var lite mer variabel efter 1998 än före. Detsamma gäller de flesta euroländerna, medan utvecklingen var den motsatta i alla de andra visade icke-euroländerna utom Storbritannien.

Tabell 2 visar på en likartad utveckling för inflationen i olika länder. Den föll mellan 1972–98 och 1998–2024. Fallet var lika stort, fem procentenheter, i Sverige, Finland och euroområdet. Under den senare perioden var den svenska inflationen något lägre än euroområdets genomsnitt. Inflationens variabilitet har också minskat överallt. Skillnaden mellan Sverige och euroländerna var liten under perioden 1998–2024.

Tabell 2 Inflation i Sverige, euroområdet och andra avancerade ekonomier

	Årlig inflation, procent			Absolut medelavvikelse, procentenheter		
	1972–1998	1998–2024	Förändring	1972–1998	1998–2024	Förändring
Belgien	4,9	2,3	-2,5	2,8	1,1	-1,6
Finland	6,9	1,9	-5,0	3,8	1,1	-2,7
Frankrike	6,3	1,9	-4,4	3,9	0,9	-3,0
Irland	7,3	2,0	-5,3	5,4	1,8	-3,6
Italien	9,8	2,1	-7,7	5,2	1,2	-4,0
Nederländerna	4,1	2,4	-1,7	2,5	1,3	-1,2
Portugal	14,5	2,2	-12,3	6,7	1,4	-5,3
Spanien	10,1	2,4	-7,7	5,1	1,3	-3,7
Tyskland	3,4	2,0	-1,4	1,7	1,1	-0,7
Österrike	4,2	2,4	-1,8	2,0	1,1	-0,9
<i>Euroområdet</i>	<i>7,1</i>	<i>2,2</i>	<i>-5,0</i>	<i>3,9</i>	<i>1,3</i>	<i>-2,7</i>
Sverige	6,9	1,9	-5,0	3,0	1,0	-2,0
Danmark	6,2	1,9	-4,3	3,5	1,1	-2,4
Kanada	5,7	2,2	-3,5	2,9	0,8	-2,2
Norge	6,3	2,4	-3,9	3,0	1,0	-2,0
Schweiz	3,5	0,6	-2,9	2,1	0,7	-1,4
Storbritannien	8,0	2,5	-5,5	4,6	1,2	-3,4
USA	5,3	2,4	-2,9	2,5	1,3	-1,2

Anm.: Se tabell 1. För flertalet länder avser inflationen det harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP) från och med 1996. När sådana data saknas, har KPI använts.

Källor: OECD och egna beräkningar.

Tabell 3 visar utrikeshandelsandelen, definierad som medelvärde av export och import som andel av BNP, gentemot alla länder för varor och tjänster i panel a och gentemot euroländer för varor i panel b.³ För euroländerna i tabellen anges medelvärden för alla tio länderna (EA10) respektive för sju av dem (EA7), exkluderande Belgien, Irland och Nederländerna. De senare tre länderna är speciella så till vida att en stor del av Belgiens och Nederländernas import reexporteras, medan Irland har omfattande import till och export från de multinationella företag som lokaliserat verksamhet till landet till följd av förmånlig företagsbeskattning.

Det framgår att Sverige har en förhållandevis hög andel för handel i varor och tjänster med övriga världen. 1980–98 ökade andelen i paritet med genomsnittet för EA10 och snabbare än genomsnittet för EA7. 1998–2024, alltså efter eurostarten, var ökningen fortfarande större än för EA7 men lägre än för EA10. Om man i stället ser på andelen för varuhandel med euroländerna, var den såväl 1980 som 1998 högre än för både EA7 och EA10. År 2024 var den svenska andelen för varuhandel med euroländer fortfarande högre än genomsnittet för EA7, men lägre än genomsnittet för EA10. En intressant skillnad mellan perioderna 1980–98 och 1998–2024 är att svensk varuhandel med euroområdet ökade mer än genomsnittet för både EU7 och EU10 under den förra perioden men mindre under den senare perioden. Det kan ha hängt samman med att euron införts.

3 Skälet till att endast utrikeshandeln med varor visas gentemot euroländerna är ofullständig statistik för tjänstehandeln.

Tabell 3 Utrikeshandelns andel av BNP, procent av BNP

(a) Utrikeshandel med alla länder, varor och tjänster

	1980	1998	Förändring 1980–1998	2024	Förändring 1998–2024
Belgien	24,4	45,0	20,6	92,5	47,5
Finland	12,8	21,8	8,9	40,6	18,9
Frankrike	9,2	15,0	5,7	28,3	13,3
Irland	16,2	41,5	25,3	111,3	69,8
Italien	5,7	11,2	5,5	26,3	15,1
Nederländerna	18,8	32,4	13,6	96,9	64,6
Portugal	4,5	12,1	7,6	33,3	21,2
Spanien	4,1	11,6	7,5	27,5	15,8
Tyskland	8,8	16,2	7,4	40,5	24,3
Österrike	11,1	22,5	11,3	53,8	31,3
<i>Euroområdet</i>	<i>11,6 (8,0)</i>	<i>22,9 (15,7)</i>	<i>11,3 (7,7)</i>	<i>55,1 (35,7)</i>	<i>32,2 (20,0)</i>
Sverige	14,7	25,7	11,0	48,9	23,2
Danmark	12,2	23,0	10,8	61,8	38,9
Kanada	9,6	20,4	10,8	34,7	14,3
Norge	17,4	21,0	3,6	48,9	27,9
Schweiz	11,9	23,1	11,1	86,5	63,5
Storbritannien	9,6	16,4	6,7	32,0	15,6
USA	3,7	7,6	3,9	15,1	7,5

(b) Utrikeshandel med euroländer, varor

	1980	1998	Förändring 1980–1998	2024	Förändring 1998–2024
Belgien	12,4	22,6	10,3	29,6	6,9
Finland	2,9	6,8	3,9	9,7	2,9
Frankrike	3,3	5,9	2,6	8,5	2,7
Irland	3,8	11,1	7,3	11,1	0,0
Italien	2,2	4,5	2,3	9,4	5,0
Nederländerna	8,2	10,3	2,1	26,8	16,4
Portugal	1,4	6,3	4,9	15,1	8,7
Spanien	1,1	5,2	4,1	8,7	3,5
Tyskland	3,3	6,0	2,7	11,0	5,0
Österrike	4,7	10,7	6,0	19,1	8,4
<i>Euroområdet</i>	<i>4,3 (2,7)</i>	<i>8,9 (6,5)</i>	<i>4,6 (3,8)</i>	<i>14,9 (11,6)</i>	<i>5,9 (5,2)</i>
Sverige	5,0	9,9	4,9	13,9	3,9
Danmark	4,1	8,0	3,9	12,5	4,5
Kanada	0,6	0,9	0,3	1,7	0,9
Norge	3,6	6,3	2,6	14,1	7,9
Schweiz	5,9	11,3	5,4	24,8	13,5
Storbritannien	3,3	6,2	2,9	6,0	-0,3
USA		0,9		1,8	0,9

Anm.: Utrikeshandelsandelen definieras som medelvärde av export och import i procent av landets BNP. Siffrorna utan parentes för euroområdet är det aritmetiska medelvärdet för de tio euroländerna i tabellen (EA10), siffrorna inom parentes det aritmetiska medelvärdet för samma länder exklusive Belgien, Irland och Nederländerna (EA7). Data för Belgien till och med 1998 inkluderar Luxemburg. Handeln med euroländer i panel b inkluderar alla dagens 20 euroländer. Källa: UN Comtrade.

Den sammanfattande bakgrundsbilden när det gäller BNP-tillväxt per capita, inflation och utrikeshandel om man jämför åren efter valutaunionens start 1999 med de närmast föregående åren, är att utvecklingen varit relativt likartad i Sverige och de ursprungliga euroländerna. En rimlig preliminär slutsats är att euromedlemskap inte gjort så stor skillnad att det dominerat över allt annat.

3 Samhällsekonomisk effektivitet

Ett centralt argument för euron har från början varit att den skulle ge samhällsekonomiska effektivitetsvinster, främst genom att handel och direktinvesteringar mellan länderna i valutaunionen stimuleras.⁴ Osäkerheten om lönsamheten i sådana affärer som valutakursrörelser innebär och transaktionskostnaderna som är förenade med växling mellan olika valutor kan ses som handelshinder vilka elimineras av den gemensamma valutan.

3.1 Tidigare forskning

EMU-utredningens (1996) bedömde ”att det inte går att underbygga att ett deltagande i EU:s valutaunion kommer att leda till några betydande samhällsekonomiska vinster till följd av ökad handel och ökade investeringar”.⁵ Slutsatsen grundades på då tillgänglig empirisk forskning. Den avsåg inte situationer med en gemensam valuta utan med minskad valutakursvolatilitet. Enligt den tidens studier föreföll utrikeshandeln att ”påverkas mycket litet eller inte alls av valutakursfluktuationer”.⁶ Utredningen menade emellertid också ”att en övergång till gemensam valuta – som helt eliminerar växelkursförändringar mellan de länder som omfattas – kan ha andra och starkare effekter på utrikeshandel och investeringar än minskade kursfluktuationer i ett system med olika valutor”, även om det (då) inte fanns ”några belägg för denna förmodan i den empiriska forskningen”.⁷

Några år senare förändrades forskningsbilden radikalt. En uppmärksam studie av Rose (2000) bekräftade att mindre växelkursvolatilitet hade små effekter på handeln, men fann mycket stora effekter av en gemensam valuta. Storleksordningen var en tredubbling av utrikeshandeln. Roses studie fick dock kritik på flera punkter. En var att de länder (områden) som haft en gemensam valuta utgjorde en mycket liten del av observationerna i datamaterialet, en annan att studien förmodligen inte lyckats kontrollera för alla andra faktorer än en gemensam valuta

4 Se till exempel Commission of the European Communities (1990).

5 Sid. 406.

6 EMU-utredningen (1996), sid. 77.

7 Sid. 405.

som kan påverka handelns omfattning. Det påpekades särskilt att många av länderna med gemensam valuta i Roses studie inte kunde ses som representativa för euroländerna: Det var fråga om fattiga kolonier som använt moderlandets valuta eller lilleputtländer som Monaco och Vatikanstaten, vilka använder det närmaste stora grannlandets valuta.⁸

3.2 Nyare forskning

Sedan millennieskiftet har ett stort antal empiriska studier tillkommit. Flertalet studerar vad som faktiskt hänt med handeln mellan euroländerna. Denna forskning sammanfattas i *kapitel 2* av *Rikard Forslid*. Huvudslutsatserna från dessa studier är enligt honom följande:

- Effekterna på handeln av andra valutaunioner än euroområdet är mycket stora, men inte så stora som enligt Rose (2000).
- Effekterna på den bilaterala handeln är mycket mindre för länder med euron som valuta än för länder med en annan gemensam valuta, men ändå betydande. Skattningarna varierar mellan olika studier, men baserat på den senaste forskningen – med bäst metodik – kan övergången till euro ha ökat handeln mellan länderna som delar denna valuta med 10–15 procent.
- Eurons införande har också ökat handeln mellan länder med denna valuta och icke-euroländer. Effekten är kanske hälften av den på handeln mellan euroländer.

Den beskrivna nya forskningen talar för att EMU-utredningen (1996) underskattade handelseffekterna av att ingå i valutaunionen. Forslids bedömning är att ett svenskt euromedlemskap skulle öka handeln med dagens euroländer med 5–7,5 procent – den handelsökning som tredje land fått till följd av eurons införande har då dragits från den uppskattade handelsökningen mellan euroländer. Samtidigt kan ett eurointräde antas öka Sveriges handel med icke-euroländer med lika mycket till följd av den tredjeländseffekt i förhållande till dessa som skulle uppstå.

Forslid sammanfattar också forskningen om eurons effekter på direktinvesteringarna mellan länderna i valutaunionen. Enligt teorin

8 Se till exempel Calmfors (2003).

är det inte uppenbart hur dessa investeringar påverkas. *Horisontella* direktinvesteringar innebär att ett företag etablerar produktion på en marknad som är svår att nå genom export. Sådana direktinvesteringar kan antas falla om handelshinder sänks. Däremot bör *vertikala* direktinvesteringar, alltså sådana där företag etablerar internationella värdekedjor med olika delar av produktionen i olika länder, öka.

Forskningen tyder på att euron haft större effekter på direktinvesteringarna än på handeln. Det beror förmodligen på att lönsamheten av utländska direktinvesteringar – som utgör långsiktiga åtaganden – är mycket känslig för varaktiga valutakurssvägningar, som det är svårt att terminssäkra sig emot. Forslids slutsats är att euron ökat direktinvesteringarna mellan euroländer med cirka 20 procent.

Produktivitet och tillväxt

Det som i slutändan spelar roll för effekterna av ett euromedlemskap på samhällsekonomisk effektivitet och välfärd är hur produktivitet och inkomster påverkas. Generellt betyder mer handel och direktinvesteringar till följd av en gemensam valuta att resurserna i ekonomin används mer effektivt. Både komparativa fördelar och stordriftsfördelar kan utnyttjas bättre.

Forslid beskriver hur forskningen visat att exportföretag tenderar att vara mer effektiva än hemmamarknadsföretag. Lägre handelskostnader leder därför till högre produktivitet i ekonomin eftersom exportföretagen gynnas och då kommer att vinna marknadsandelar både utomlands och hemma. Dessutom kan exportföretagen själva bli mer effektiva genom både att exportera (*learning by exporting*) och större möjligheter att bygga värdekedjor med billigare import av insatsvaror.

En svår fråga är om effektivitetsvinsterna av en övergång till euron kan antas leda till en engångshöjning av inkomstnivån eller en permanent höjning av inkomstillväxten. Enligt den neoklassiska tillväxtmodellen (Solowmodellen) ökar tillväxten endast under viss tid – som dock kan vara så lång som flera decennier – innan effekten ebbar ut. Det beror på att den långsiktiga tillväxten i denna modell bestäms av en given teknisk framstegstakt. Men i så kallade endogena tillväxtmodeller kan tillväxten öka permanent, till exempel därför att mer han-

del leder till högre vinster och därmed större investeringar i forskning och utveckling, vilket resulterar i snabbare tekniskt framåtskridande.⁹ Då blir inkomst- och välfärdseffekterna mycket större än enligt den neoklassiska tillväxtmodellen. Forslid vågar sig dock inte på några slutsatser om vare sig karaktären eller storleken på eurons inkomsteffekter.

3.3 Transaktionskostnader

De stora samhällsekonomiska effektivitetsvinsterna av en euroanslutning kan antas komma från mer handel och mer gränsöverskridande direktinvesteringar samt kapitalplaceringar och de inkomstökningar som följer därav. Men även utan sådana effekter skulle lägre transaktionskostnader för valutaväxling ge vinster i form av minskad resursåtgång.

Forslid beräknar de svenska kostnaderna för valutaväxling i anslutning till utrikeshandeln med euroländerna utifrån uppskattningar av bankernas *spreadar* (skillnader) mellan köp- och säljkurser för euro. Spreadarna utgör bankernas intäkter från valutaväxling. Hälften av kostnaden antas falla på svenska exportörer och importörer. Kalkylerna utgår också från ett antagande om att merparten av handelstransaktionerna terminssäkras. Enligt Forslid ligger de årliga växlingskostnaderna för handeln med euroländerna i spannet 4–11 miljarder kronor. Till detta ska sedan läggas kostnaderna för svenska aktörers terminssäkring av tillgångar och lån i euro. På tillgångssidan är det främst fråga om pensionsbolagens och AP-fondernas placeringar i olika värdepapper och i viss mån om hushållens fondinnehav. På skuldsidan har såväl banker som icke-finansiella företag betydande obligationslån i euro.

Peter Englund och Pehr Wissén beräknar i kapitel 8 kostnaderna för terminssäkring av placeringar och lån i euro till endast cirka 380 miljoner kronor per år. Följaktligen avser växlingskostnaderna mot euron i huvudsak utrikeshandeln och är de som Forslid beräknat.¹⁰ De motsvarar 0,1–0,2 procent av BNP. Det är ungefär samma uppskattning som

9 De två modelltyperna beskrivs i läroböcker i makroteori, till exempel Blanchard med flera (2024).

10 De låga växlingskostnaderna för placeringar och lån i euro beror på att transaktionerna görs av banker och andra finansiella aktörer som är nära integrerade med terminsmarknaden. Dessutom är transaktionerna få och stora. Motsatsen gäller för varuhandeln.

EMU-utredningen (1996) gjorde utifrån bankernas vinster från valuta-handel. EMU-utredningens slutsats att de lägre transaktionskostnaderna till följd av ett inträde i valutaunionen visserligen är en entydig vinst, men samtidigt alltför små för att tillmätas någon avgörande betydelse, gäller därför fortfarande.

4 Stabiliseringspolitiska aspekter

Den ekonomiska nackdel med ett euromedlemskap som brukar framhållas är risken för att ECB:s penningpolitik inte ska passa Sverige. Det vedertagna argumentet är att landspecifika (asymmetriska) makroekonomiska störningar kan medföra en annan konjunkturutveckling än den i resten av euroområdet. Det är därför viktigt att bedöma hur synkroniserad den svenska konjunkturen är med den i dagens euroländer. En annan fråga avser Riksbankens möjligheter att i en avvikande konjunktursituation föra en annan penningpolitik än ECB när Sverige som nu står utanför valutaunionen. Ett näraliggande problem gäller om, och i så fall i vilken grad som, kronans växelkursrörelser i nuvarande penningpolitiska regim bidrar till att stabilisera den svenska konjunkturen. Ett euromedlemskap kan också skapa stabiliseringspolitiska problem vid gemensamma (symmetriska) makroekonomiska störningar. Ett skäl är att ECB:s penningpolitiska reaktioner kan bli kraftigare än som passar Sverige därför att vår ekonomi sannolikt är mer räntekänslig än euroområdets.

Givet att Riksbanken verkligen, om så bedöms önskvärt, kan föra en annan penningpolitik än ECB utanför valutaunionen och att kronans växelkurssvängningar då (för det mesta) verkar stabiliserande, blir en central fråga i vilken grad finanspolitiken vid ett euromedlemskap kan ersätta en inhemsk penningpolitik.

Samtliga de beskrivna stabiliseringspolitiska frågorna behandlas nedan.

4.1 Hur synkroniserade är konjunkturerna i Sverige och euroområdet?

Jesper Hansson diskuterar i *kapitel 3* risken för en annan konjunktur-utveckling i Sverige än i euroområdet, vilket skulle motivera en annan penningpolitik och/eller växelkursförändringar mellan Sverige och euroländerna. Han fokuserar på två frågor:

- Hur lik är ekonomins branschstruktur i Sverige den i euroområdet? Detta har betydelse om det uppkommer *branschspecifika* störningar. Ifall till exempel efterfrågan på vissa branschers produkter minskar eller kostnaderna för viktiga insatsvaror till dem ökar, kan konjunkturreffekterna i olika länder antas bli likartade om branscherna svarar för ungefär lika stor del av produktion och sysselsättning.
- Hur ser den tidigare samvariationen mellan konjunkturen i Sverige och den i euroområdet ut och hur har den utvecklats över tid?

Branschstrukturen

Hansson granskar olika branschers andelar av sysselsättningen. Han beräknar för olika EU-länder ett ofta använt *specialiseringsindex* som summerar skillnaderna i sysselsättningsandelar för olika branscher mellan respektive land och euroområdet som helhet (egentligen EA10, vilka tillsammans svarar för nästan hela BNP i euroområdet; se avsnitt 2). Han drar följande slutsatser:

- För *hela ekonomin* framstår branschstrukturen i Sverige som avvikande från den i euroområdet som helhet. Bara Grekland och Luxemburg avviker mer. Den främsta skillnaden mellan Sverige och euroområdet är att utbildning samt vård, omsorg och sociala tjänster, alltså i huvudsak offentligt finansierade verksamheter, är mer betydande hos oss och övriga branscher följaktligen mindre betydande.
- Bilden blir en annan om man enbart ser till *marknadssektorn* (näringslivet). Där är skillnaden i branschstruktur mellan Sverige och euroområdet liten. Sverige avviker faktiskt mindre från euroområdets genomsnitt än de flesta studerade euroländer.

- Inom *tillverkningsindustrin* avviker sammansättningen i Sverige mer från den i euroområdet som helhet än i hela marknadssektorn. De konjunktur känsliga motorfordons- och trävaruindustrierna står för en större andel av industrisysselsättningen i Sverige. Sysselsättningen i dessa industrier är dock bara tre procent av den totala sysselsättningen i landet.

Enligt Hansson bör störst vikt fästas vid att skillnaden i branschstruktur mellan Sverige och euroområdet är liten inom marknadssektorn, eftersom det är där som branschspecifika störningar kan antas uppkomma. Han ser därför risken för att de ska ge upphov till asymmetrisk konjunkturstörningar som liten.

Tidigare samvariation av konjunkturerna

Hansson analyserar ingående hur konjunkturerna i Sverige och euroområdet tidigare samvarierat. Han undersöker först hur BNP-gapen (skillnaderna mellan faktisk och potentiell BNP) förhållit sig till varandra.¹¹ Figur 2 visar en mycket starkare samvariation med euroländerna (EA10) efter millennieskiftet än före. Det gäller särskilt nedgångarna i samband med IT-kraschen efter millennieskiftet, den globala finanskrisen tio år senare och pandemin 2020 samt de efterföljande återhämtningarna. Det är uppenbart att de senaste decennierna dominerats av dessa gemensamma makroekonomiska störningar.

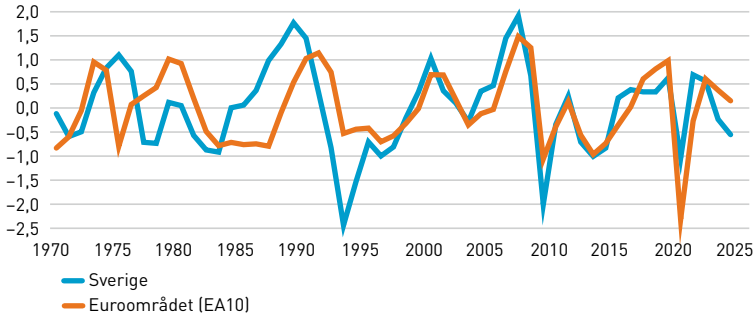
Hansson beräknar också korrelationskoefficienter för BNP-gapen mellan olika länder och euroområdet som helhet under de lika långa perioderna 1970–95 och 1999–2024. Resultaten visas i figur 3. Det framgår att Sveriges korrelation ökat kraftigt. Den är visserligen även under den senare perioden mindre än för de flesta euroländerna, men skillnaden framstår som liten.

En synkroniserad konjunktur mellan två områden kräver både att konjunktursvängningarna är positivt korrelerade och att de är av samma storlek. För att fånga båda dessa aspekter kan absolutvärdet av skillnaden mellan BNP-gapen i enskilda länder och euroområdet beräknas. Hansson finner då bara en liten skillnad för Sverige 2000–19 men en större under 2020-talet. Det senare beror på en mindre ekono-

11 Potentiell BNP definieras som BNP i ett normalt konjunkturläge.

misk nedgång i Sverige under pandemin 2020–21 och sedan en större när inflationen bekämpades med höga räntor 2023–24.

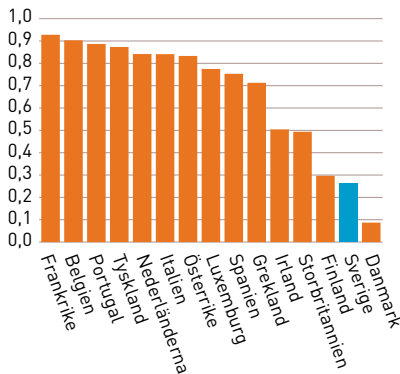
Figur 2 BNP-gap i Sverige och euroområdet, 1970–2024, procent av potentiell BNP



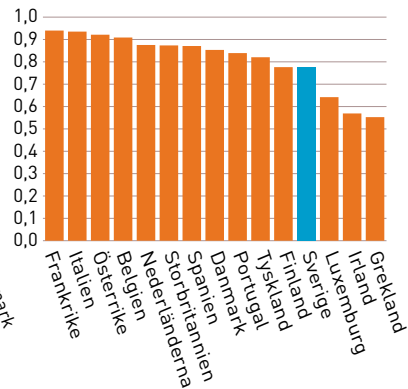
Källa: Kapitel 3 av Hansson.

Figur 3 Korrelation med BNP-gap i euroområdet (EA10)

(a) 1970–95



(b) 1999–2024



Källa: Kapitel 3 av Hansson.

Hansson gör också en kompletterande analys där konjunkturläget i stället mäts av sysselsättningsgapet (skillnaden mellan faktisk och potentiell sysselsättning). Med detta mått var konjunktursvängning-

arna betydligt större i Sverige än i euroområdet fram till ungefär 2005. Därefter är skillnaderna betydligt mindre. Sedan början av finanskrisen 2007 har arbetsmarknadsläget liknat det i euroområdet som helhet mer i Sverige än i de flesta euroländerna. Slutligen visar Hansson att den svenska inflationen sedan 1999 samvarierat väl med inflationen i euroområdet. Han pekar också på en stark samvariation i inflation mellan euroländerna.

Hanssons slutsatser

Hanssons ”övergripande slutsats är att konjunkturen i Sverige har blivit mer synkroniserad med den i euroområdet och att det mesta talar för att utvecklingen inte reverseras framöver”. Han menar vidare att risken för att Sverige ska drabbas av en asymmetrisk konjunkturstörning inte är större än motsvarande risk för de nuvarande euroländerna, utan snarare mindre.

4.2 Kan Riksbanken föra en annan politik än ECB utanför valutaunionen?

Ett euromedlemskap innebär att penningpolitiken bidrar till mindre stabilisering av den svenska konjunkturen bara om Riksbanken utanför valutaunionen skulle föra en annan politik än ECB i en situation med asymmetriska makrostörningar. Det har ibland ifrågasatts om detta är möjligt.¹² Detta är en av de frågor som *Karl Walentin* analyserar i *kapitel 4*.

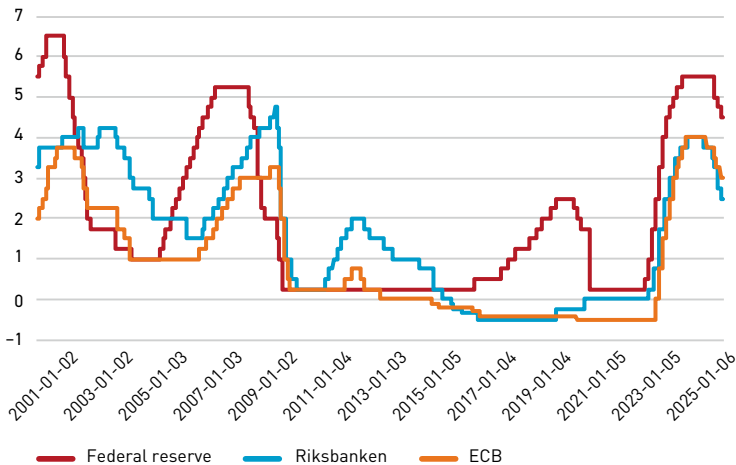
Han konstaterar att det enligt vedertagen makroteori är fullt möjligt för en centralbank att föra sin egen penningpolitik utan att begränsas av hur räntan sätts i andra länder när växelkursen är rörlig. Styrränteförändringar påverkar visserligen – allt annat lika – växelkursen men normalt förstärks bara effekterna på resursutnyttjande och inflation. Till exempel kan en räntesänkning i en lågkonjunktur inte bara antas öka inhemsk efterfrågan och inhemska priser utan också leda till en depreciering av valutan som ökar nettoexport och importpriser. Walentin diskuterar risken att ränteförändringar i förhållande till omvärlden

¹² Se till exempel Flam och Persson (2024b).

kan ge upphov till motverkande kapitalflöden men ser inte detta som relevant för Sverige.

Sedan valutaunionens start 1999 har Riksbankens styrränta för det mesta legat nära ECB:s (figur 4). Enligt Walentin beror detta på att de makroekonomiska störningarna varit gemensamma. Han konstaterar samtidigt att penningpolitiska beslutsfattare har en tendens att inte vilja avvika alltför mycket från de stora centralbankernas styrräntor och att sådana överväganden kan ha påverkat Riksbanken, som enligt hans bedömning förefaller ”ha varit onödigt försiktig vad gäller att låta styrräntan avvika från ECB:s”.

Figur 4 Styrräntor, 2000–25, procent



Anm.: För Federal Reserve visas den övre gränsen för intervallet för *federal funds rate*, för ECB refinansräntan fram till 9 oktober 2008 och därefter inlåningsräntan.

Källa: Kapitel 4 av Walentin.

4.3 Hur skulle ECB:s penningpolitik passa Sverige vid gemensamma konjunkturstörningar?

Karl Walentin diskuterar också i *kapitel 4* att ECB:s penningpolitik under vissa förutsättningar kan passa Sverige dåligt även vid gemensamma störningar. Ett skäl är om ekonomiernas räntekänslighet skil-

jer sig åt, alltså om efterfrågan och inflation påverkas olika mycket av ränteförändringar. En annan möjlighet är att finanspolitiska hänsyn i euroområdet får ECB att välja en politik som är mindre lämplig för Sveriges del.

Olika räntekänslighet

Det har ofta framhållits i den makroekonomiska debatten att efterfrågan i Sverige är särskilt känslig för ränteförändringar.¹³ Walentin analyserar denna hypotes genom att dels diskutera hur olika faktorer som kan antas påverka räntekänsligheten skiljer sig åt mellan Sverige och euroområdet, dels sammanfatta studier som direkt försökt mäta räntekänsligheten.

Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst är betydligt högre i Sverige än i euroområdet: 158 mot 84 procent 2023. Dessutom är räntebindningstiden mycket kortare (i genomsnitt två år mot cirka tio i Belgien och Tyskland). Det tenderar att göra hushållens konsumtion mer känslig för variationer i styrräntan i Sverige.¹⁴ Också icke-finansiella företags räntekänslighet kan antas vara större i Sverige eftersom deras skuldsättning som andel av BNP är bland de högsta i EU. En faktor som tenderar att minska räntekänsligheten i Sverige i förhållande till euroområdet är dock att andelen likviditetsbegränsade hushåll, som är särskilt känsliga för ränteförändringar, är lägre. Även den lägre offentliga skuldsättningen i Sverige bidrar rimligen till lägre räntekänslighet i ekonomin eftersom budgetutrymmet för skattesänkningar och öknings av andra offentliga utgifter än räntebetalningar påverkas mindre av ränteförändringar. Walentins sammanfattande slutsats är emellertid att de faktorer som talar för en högre räntekän-

13 Se till exempel Dagel (2023).

14 En högre skuldsättning för ett hushåll innebär att dess konsumtion är mer känslig för ränteförändringar. Det gäller alla hushåll oberoende av om de är likviditetsbegränsade eller inte. Ett icke likviditetsbegränsat hushåll möter inga begränsningar för hur mycket det kan låna. En högre ränta minskar konsumtionen genom både en substitutionseffekt (sparande blir mer lönsamt) och en inkomsteffekt (lägre inkomster kvar för konsumtion sedan skuldräntorna betalats). Inkomsteffekten är starkare, ju större skuldsättningen är. För likviditetsbegränsade hushåll, vars konsumtion begränsas av deras inkomster, eftersom de inte har möjlighet att låna mer, uppstår en kassaflödeseffekt: Konsumtionen måste reduceras med lika mycket som ränteutgifterna ökar, det vill säga den marginella konsumtionsbenägenheten är 1 (se Calmfors med flera 2022).

lighet än i euroområdet dominerar. Han kan inte heller se några skäl till att skuldsättningsgrad och räntebindningstid i Sverige vid ett euro-medlemskap skulle konvergera mot euroområdets genomsnitt.

Ett annat sätt att jämföra räntekänsligheten i Sverige och euroområdet är att se på empiriska skattningar av den. Det är emellertid inte uppenbart hur detta ska göras. En räntesänkning i euroområdet innebär att räntan inte bara sjunker i ett enskilt land utan också i alla andra euroländer. Det ökar efterfrågan även där, vilket också spiller över på det enskilda landet. Skattningar av räntekänsligheten i euroområdet tenderar därför att överskatta denna i förhållande till skattningar av räntekänsligheten i Sverige (eftersom svenska ränteförändringar bara har en marginell effekt på efterfrågan i dagens euroländer). I motsatt riktning verkar att en svensk räntesänkning kan antas depreciera kronan, vilket leder till en exportökning i tillägg till inhemska stimulanseffekter. Det är svårt att veta vilken av de beskrivna effekterna som är starkast, men Walentins bedömning är att den första dominerar. Därför kan det faktum att skattningar av räntekänsligheten är ungefär desamma för euroområdet och Sverige ändå vara förenligt med en högre räntekänslighet hos oss vid ett euromedlemskap.

Olämplig penningpolitik för svensk del till följd av finanspolitiska hänsyn

Ett annat skäl till att ECB:s penningpolitik kan vara mindre lämplig för Sverige vid ett euromedlemskap har att göra med finanspolitiken. Eftersom den offentliga skuldsättningen är mycket högre i nästan alla euroländer än i Sverige (se avsnitt 4.5), kan enligt Walentin finanspolitiken i gemensamma lågkonjunkturer komma att användas mindre aktivt för att stimulera ekonomin i euroländerna än i Sverige. Om finanspolitikens prioritering är att konsolidera statsfinanserna, riskerar den då att bli procyklisk och förstärka konjunkturedgången i lågkonjunkturer. Det kan få ECB att föra en mer expansiv penningpolitik än vad som är motiverat för svensk del. Det är särskilt problematiskt om räntekänsligheten är större i Sverige.

Walentin diskuterar också hur euroländernas statsfinansiella situation kan påverka ECB:s penningpolitik i högkonjunkturer. ECB kan då

vara obenäget att strama åt politiken alltför mycket, eftersom räntehöjningar kan leda till kraftigt ökade ränteutgifter i länder med höga statsskulder. Följden skulle kunna bli en otillräckligt kontraktiv penningpolitik för svensk del om vi befinner oss i ett liknande konjunkturläge. Enligt Walentin är dock detta är ett mindre problem än den ovan beskrivna penningpolitiken i en lågkonjunktur, eftersom en räntehöjning av ECB till följd av vår högre räntekänslighet kan antas dämpa efterfrågan mer i Sverige än i euroländerna.

4.4 Är kronans växelkursrörelser stabiliserande eller destabiliserande?

En fördel med en egen valuta som brukar framhållas är att nominella växelkursförändringar kan hjälpa till att stabilisera ekonomin vid obalanser. Med en flytande valuta där centralbanken inte agerar för att uppnå något mål för växelkursen bestäms den visserligen av marknadskrafterna, men man brukar ändå tänka sig att den vanligtvis rör sig på ett stabiliserande sätt. Samtidigt vet vi att valutakurser fluktuerar kraftigt på ett ofta svårförklarligt sätt.¹⁵ Kursrörelserna kan därför också orsaka makroekonomiska störningar.

Martin Flodén diskuterar i *kapitel 5* hur kronans kursrörelser påverkat Riksbankens möjligheter att uppnå sina mål för inflation och aktivitetsnivå.

Kronkursens utveckling

I den offentliga debatten har det ofta hävdats att kronan skulle vara särskilt volatil. Carl Bildts formulering om kronan som en ”skvalpvaluta” har blivit klassisk.¹⁶ Men, som Flodén visar, stämmer inte detta. Sedan valutaunionens start 1999 har den kortsiktiga volatiliteten varit större för flera andra flytande valutor. Det gäller till exempel den nyzeeländska dollarn, den kanadensiska dollarn, den norska kronan och det brittiska pundet. Kronan är också den valuta av dem som Flodén studerar som uppvisar störst positiv korrelation mellan förändringen av BNP-

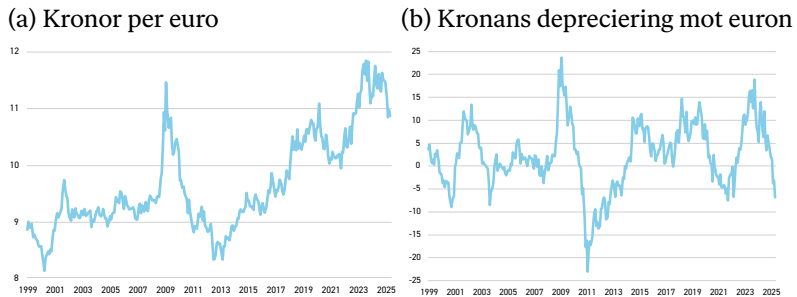
¹⁵ Se Flam och Persson (2024a).

¹⁶ Eriksson (1998).

gapet och förändringen av växelkursen (mätt som enheter utländsk valuta per krona). Ett mer positivt (negativt) BNP-gap har alltså normalt samvarierat med en starkare (svagare) kronkurs. Detta betyder att växelkursförändringarna för det mesta hjälpt till att stabilisera konjunkturen i Sverige.

Samtidigt försvagades kronan trendmässigt mellan 2013 och 2023 på ett sätt som varit svårt att förklara (figur 5). Faktorer som lyfts fram av olika bedömare är en mer expansiv penningpolitik i Sverige än i euroområdet, Riksbankens kommunikation när inflationen låg under inflationsmålet om att en svag krona var önskvärd, stora flöden av svenskt pensionssparande till utlandet och trendföljande beteende på valutamarknaden. Men kronfallets storlek framstår ändå som en gåta.

Figur 5 Kronans växelkurs mot euron, 1999–2024



Anm.: Månadsdata, där sista observation är maj 2025. Den högra panelen visar hur kronan har deprecierat (positiva värden) eller apprecierat (negativa värden) under en tvåårsperiod.

Källa: Kapitel 5 av Flodén.

Kronkursen under olika ekonomiska episoder

Flodén analyserar också i mer detalj hur kronkursens förändringar påverkat förutsättningarna för stabiliseringspolitiken under olika ekonomiska episoder sedan valutaunionens start 1999. I inget fall har det varit fråga om någon Sverigespecifik konjunkturstörning, utan det har i stället rört sig om störningar som varit gemensamma med såväl euroområdet som andra avancerade ekonomier.

En första episod avser *IT-bubblan* och den efterföljande *IT-kraschen* vid millennieskiftet. Under uppbyggnaden av bubblan med stor börs-

uppgång, från början av 1999 till tidig vår 2000, stärktes kronan kraftigt mot euron. Men när bubblan sedan sprack och börsen rasade, föll kronan igen. Dessa kursrörelser verkade stabiliserande på konjunkturen.

Under *den globala finanskrisen* 2008–09 blev det ett stort kronfall. Det motverkade enligt Flodén den ekonomiska nedgången i Sverige och kan ha bidragit till en mindre konjunkturedgång än i eurolandet Finland. Den största effekten ser Flodén på inflationen, som i Sverige under 2009 höll sig vid inflationsmålet på två procent, medan den föll rejält under målet i euroområdet. Den kraftiga kronförstärkning 2010–13 bidrog däremot till att den svenska inflationen då föll under den i euroområdet.

Den gradvisa försvagningen av kronan från och med 2013 bedöms av Flodén ha bidragit till att inflationen under åren före pandemin hamnade vid inflationsmålet i Sverige, eller i varje fall närmare det än i euroområdet.

Under *inflationskrisen* 2022–23 hjälpte den svaga kronan till att hålla uppe svensk efterfrågan. Men såväl därigenom som genom att importprisökningarna späddes på, försvårades Riksbankens försök att dämpa inflationen. Riksbanken höjde därför sannolikt räntan mer än som annars varit nödvändigt. Det förstärkte minskningen av både konsumtion och investeringar.

Flodéns slutsatser om kronkursen

Flodén drar slutsatsen att stabiliseringspolitiken i Sverige utanför valutaunionen kan både gynnas och missgynnas av kronkursens svängningar. De senaste decenniernas erfarenheter visar att den ”inte alltid rör sig åt ’rätt’ håll” från ett stabiliseringspolitiskt perspektiv”. Därför har kronrörelserna ”bidragit till makroekonomisk stabilitet i vissa episoder men ställt till problem i andra”.

Enligt Flodén har Sverige sedan valutaunionens start 1999 inte utsatts för några (betydande) landspecifika makroekonomiska störningar. Störningarna har i stället huvudsakligen varit *gemensamma* med euroområdet. Oftast har det varit fråga om negativa efterfrågestörningar. En fallande krona har då hjälpt till att stabilisera både

den ekonomiska aktiviteten och inflationen. Men dessa fördelar har uppnåtts på bekostnad av euroländerna: När en deprecierande krona bidragit till en bättre konjunktur och högre inflation (närmare målet) i Sverige, har effekten varit (något) sämre konjunktur och lägre inflation (längre från målet) i euroländerna.

Under den negativa utbudsstörningen, i form av högre energi- och livsmedelspriser, som ekonomin utsattes för 2022–23, var det en nackdel för våra möjligheter att stabilisera inflationen – vilket då var det prioriterade ekonomiskpolitiska målet – med en egen valuta som föll i värde. (Men inflationsbekämpningen i euroländerna underlättades – något – av att euron steg i värde mot kronan).

Flodéns förmodan är att gemensamma (globala) störningar kommer att dominera över landspecifika också i framtiden, eftersom ekonomierna blivit allt mer sammanflätade genom handel och kapitalrörelser. I så fall är det rimligt att lägga stor vikt just vid vilken roll variationer i kronkursen kan spela vid gemensamma störningar om Sverige fortsatt står utanför valutaunionen. Samtidigt utesluter inte Flodén att tillfälligheter kan ligga bakom att de stora störningarna under senare år varit gemensamma och inte landspecifika. Hans sammanfattande slutsats är dock att det är långt ifrån självklart att kronan vid ”kriser – oavsett om de är inhemska eller har sitt ursprung utomlands – kommer att röra sig på ett sätt som underlättar den svenska krishanteringen”.

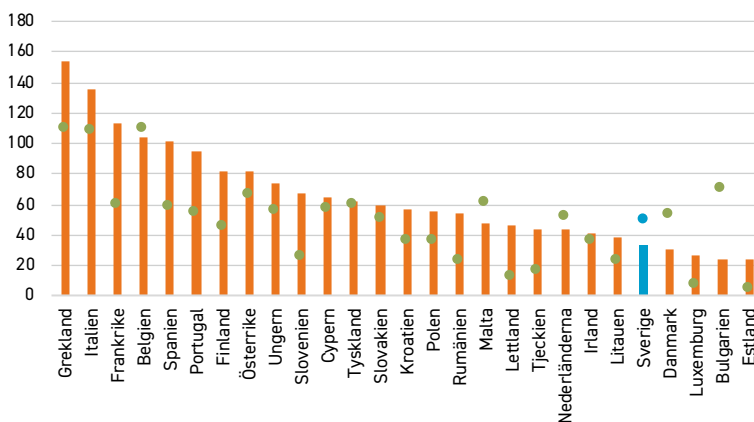
4.5 Finanspolitikens – och lönebildningens – möjligheter att stabilisera konjunkturen

Ifall konjunkturutvecklingen vid ett euromedlemskap trots allt skulle bli en helt annan i Sverige än i övriga euroområdet, är det viktigt att analysera möjligheterna att använda andra medel än egen penningpolitik för att stabilisera konjunkturen. Det görs i *kapitel 6* med *mig* som författare. Det behandlar tre alternativa anpassningsmekanismer: (i) efterfrågepåverkande finanspolitik; (ii) interndevalveringar; och (iii) finanspolitiska transfereringar från andra länder.

Finanspolitikens möjligheter

EMU-utredningen (1996) lade stor vikt vid att manöverutrymmet för finanspolitiska stimulanser i en lågkonjunktur vid den tiden var starkt begränsat. Finanspolitikens överordnade mål var efter den stora offentliga skulduppbyggnaden under krisen i början av 1990-talet att konsolidera de offentliga finanserna. Nu är läget ett helt annat sedan den offentliga skulden som andel av BNP fallit kraftigt. Det är inte bara ett fall i *absoluta* termer – från drygt 70 procent av BNP i mitten av 1990-talet till 33,5 procent 2024 – utan också *relativt* euroområdet, eftersom euroländernas skuldsättning ökat samtidigt som Sveriges minskat. Utvecklingen illustreras i figur 6. Det finns idag helt andra möjligheter att i en asymmetrisk svensk konjunkturedgång stimulera ekonomin genom finanspolitiken än vid valutaunionens start.

Figur 6 Maastrichtskuld, 2000 och 2024, procent av BNP



Anm.: Maastrichtskulden är den konsoliderade offentliga sektorns (förvaltningens) bruttoskuld, det vill säga skulden sedan interna fordringar och skulder avräknats mot varandra. Staplarna avser 2024, cirkelarna 2000.

Källa: Kapitel 6 av Calmfors.

Det är också osannolikt att EU:s finanspolitiska regler under övergående framtid skulle hindra Sverige från att vid ett euromedlemskap föra en expansiv finanspolitik i en lågkonjunktur. Risken för att EU:s skuldtak på 60 procent av BNP ska passeras är liten. Sannolikheten

är större för att EU:s tak för budgetunderskott på tre procent av BNP överskrids.¹⁷ Men i ett krisläge skulle förmodligen stabilitetspaktens nationella undantagsklausul aktiveras för vår del. Om så inte sker, är risken för böter ändå liten eftersom sådana aldrig har utdömts. Eventuella bötesbelopp är dessutom så låga att de knappast utgör någon bindande restriktion.

Överslagsberäkningar i mitt kapitel tyder på att mer användning av finanspolitiska åtgärder vid ett euromedlemskap delvis kan kompensera för förlusten av penningpolitisk autonomi när det gäller att stabilisera efterfrågan i en situation med en annan konjunkturutveckling än i övriga euroländer.

Finanspolitikens användning

Stabilisering av avvikande konjunkturstörningar vid ett euromedlemskap kräver inte bara att finanspolitiken har *potential* att ersätta Riksbankens penningpolitik, den måste också *användas* effektivt på ett kontryckligt sätt.

Existensen av *automatiska stabilisatorer*, alltså det faktum att skatteintäkter och vissa offentliga utgifter (såsom arbetslöshetsersättningar) förändras när konjunkturen svänger, betyder att finanspolitiken vid ett euromedlemskap automatiskt tar över en del av den stabiliseringsroll som den nationella penningpolitiken idag spelar om den svenska konjunkturen avviker från euroområdet. Det kommunala balanskravet innebär dock att de automatiska stabilisatorerna i en konjunkturedgång är svagare än enligt konventionella beräkningar, eftersom kommunerna kan tvingas till utgiftsnedskärningar när deras skatteunderlag minskar.

Enligt flera studier har den totala finanspolitiken, innefattande både automatiska stabilisatorer och aktiva beslut, dämpat konjunktursvängningarna i Sverige. Det offentliga finansiella sparandet, alltså skillnaden mellan intäkter och utgifter, har ökat i högkonjunkturer och minskat i lågkonjunkturer. Det mesta talar för att även den aktiva finanspoliti-

17 Under de närmaste åren skulle risken för det vid ett euromedlemskap vara större än tidigare eftersom både ökade försvarsutgifter och Ukrainastöd ska lånefinansieras. Den därav följande skuldökningen innebär däremot ingen påtaglig risk för att EU:s skuldtak ska brytas igenom. Se till exempel Finanspolitiska rådet (2025).

ken oftast varit kontracyklisk: Det strukturella sparandet, det vill säga det beräknade finansiella sparandet i en normalkonjunktur, har i regel ökat i goda tider och minskat i dåliga. Men det finns också exempel då finanspolitiken varit dåligt anpassad till konjunkturutvecklingen.

Euroländernas finanspolitik har ofta varit procyklisk och således förstärkt konjunktursvängningarna. Sverige uppfyller emellertid flera av de kriterier som enligt forskningen främjar en kontracyklisk finanspolitik: låg offentlig skuldkvot, en tradition av att respektera finanspolitiska regler och en effektiv offentlig förvaltning.

Sammantaget finns skäl tro att en mer kontracyklisk finanspolitik för det mesta kommer att föras i Sverige vid ett euromedlemskap än tidigare när vår konjunktur avviker från den i övriga euroländer. Samtidigt finns behov av reformer som kan öka sannolikheten för detta. Mitt kapitel diskuterar fyra möjligheter:

- Förstärkning av de *automatiska stabilisatorerna*, till exempel genom ett regelsystem som låter statsbidragen till kommunerna variera kontracykliskt.
- Större användning av *halvautomatiska stabilisatorer*, alltså paket av förberedda åtgärder som snabbt kan aktiveras i ett akut konjunkturläge.
- Att låta en mer eller mindre explicit *handlingsregel* styra finanspolitiken genom att ange hur den normalt bör reagera på olika konjunkturstörningar.
- En komplettering av *Finanspolitiska rådets* nuvarande uppdrag att i efterhand granska den finanspolitiken med uppgiften att också ge framåtsyftande rekommendationer om lämplig konjunkturpolitik.

Det är lättare att få acceptans för stimulanser i lågkonjunkturer än för åtstramningar i högkonjunkturer. Det finns därför en risk för att en vidgad användning av finanspolitiken i lägen med en avvikande konjunktur i Sverige leder till högre offentlig skuldsättning. Förslagen ovan syftar till att minska denna fara.

Interndealveringar

En annan anpassningsmekanism vid en negativ landspecifik konjunkturstörning i ett euroland kan vara en interndealvering: att depreciera

den reala växelkursen, alltså sänka relativa lönekostnader och priser gentemot övriga euroländer genom lägre lönekostnadsökningar eller rentav lönekostnadssänkningar. Tanken är det ska öka nettoexporten och på så sätt dra igång den inhemska konjunkturen. Åtgärden är främst aktuell när en tidigare överhettning medfört högre pris- och lönekostnadsökningar än i resten av valutaunionen, så att följden blivit en real appreciering och bytesbalansunderskott som måste reduceras.

Stora interndevalveringar via *lägre löneökningar* eller *lönėsänkningar* skedde i de baltiska länderna och euroområdet krisländer under den globala finanskrisen och den efterföljande eurokrisen. Metoden förutsätter antagligen hög arbetslöshet och verkar långsamt. En mer ansvarsfull lönebildning i Sverige sedan Industriavtalets tillkomst 1997 har ökat sannolikheten för en sådan interndevalvering i en kris. De institutionella förutsättningarna har emellertid varit helt andra i de länder som genomfört stora sådana interndevalveringar: en tradition av statlig inblandning i lönebildningen eller svaga fackföreningar och låg kollektivavtalsstäckning. Interndevalvering genom lönebildningen skulle dock kunna ge ett mindre bidrag till konjunkturstabiliseringen i en isolerad djup svensk lågkonjunktur.

Finanspolitiska transfereringar mellan EU-länderna

Finanspolitiska transfereringar från andra EU-länder är ett potentiellt kraftfullt verktyg för att motverka en djup lågkonjunktur i ett enskilt euroland. Genom åren har många förslag om ett europeiskt transfereringssystem för att hantera sådana situationer lagts fram. Men den politiska aptiten på system för sådana konjunkturbetingade inkomstöverföringar har varit liten. Det finns en rädsla för att sådana arrangemang ska betyda permanenta transfereringar till vissa länder.

Samtidigt har det under de senaste femton åren gjorts en rad insatser för att stödja enskilda EU-länder.¹⁸ Under eurokrisen fick flera av euroområdets periferiländer finansiellt stöd via de räddningsfonder som skapades. En permanent institutionell förändring var inrättandet av den europeiska stabilitetsmekanismen, ESM, som även fortsättningsvis kan bevilja lån till euroländer i akut statsskuldskris. Men det är

¹⁸ Se också avsnitt 5.1.

då fråga om krisstöd förbundna med strikta villkor om finanspolitiska konsolideringsåtgärder, inte stöd för att motverka konjunkturstörningar.

Pandemikrisen 2020–21 innebar EU-stöd med stabiliseringspolitiska inslag i form av SURE-programmet med lån till nationella stödssystem för korttidsarbete samt både bidrag och lån inom ramen för NGEU (*NextGenerationEU*) för att stödja återhämtningen. Även om stöden omfattade alla EU-länder betydde de mest för de euroländer som drabbades hårdast av pandemichocken. Dessa stödprogram kan tolkas som del i en långsam utveckling mot mer av finanspolitiska transfereringar till länder som drabbas av kraftiga lågkonjunkturer. Detta skulle också kunna hjälpa Sverige något att vid ett euromedlemskap motverka en isolerad djup lågkonjunktur.

Slutsatserna i mitt kapitel

Möjligheterna att vid ett euromedlemskap delvis ersätta nationell penningpolitik med efterfrågepåverkande nationell finanspolitik är goda – mycket bättre än runt millennieskiftet. En interndevalvering kan ge ett visst bidrag till konjunkturstabilisering efter en period av höga pris- och löneökningar. I en djup kris har chansen att Sverige ska få hjälp genom finanspolitiska transfereringar från andra EU-länder ökat, men betydelsen är förmodligen begränsad. Totalt sett är möjligheterna att vid ett euromedlemskap motverka en annan konjunkturutveckling än den i andra euroländer betydligt större idag än runt millennieskiftet.

5 Andra ekonomiska aspekter

Sedan EMU-utredningen 1996 och folkomröstningen 2003 har det tillkommit åtminstone två ytterligare centrala ekonomiska aspekter. Den ena är risken att Sverige vid ett deltagande i valutaunionen får kostnader för andra medlemmars höga statsskulder, den andra hur Sverige skulle påverkas av det medlemskap i bankunionen som är obligatoriskt för euroländer.

5.1 Risken att Sverige får betala för de höga statsskulderna i vissa euroländer

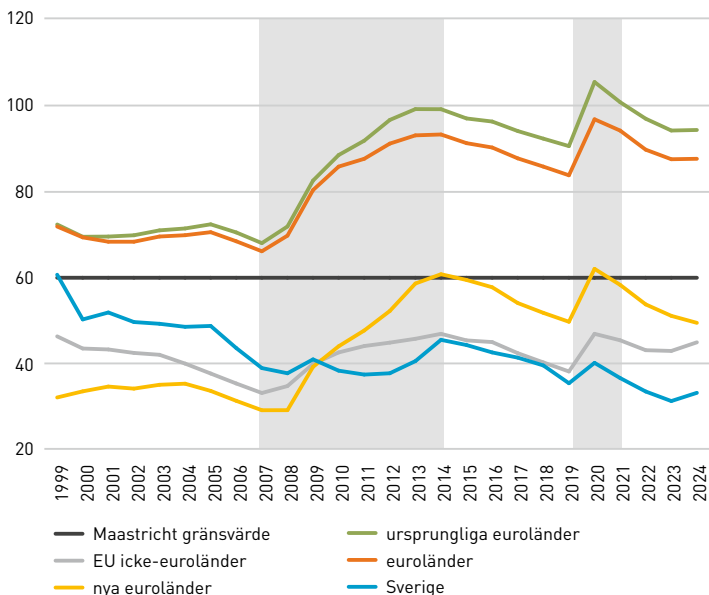
Inför valutaunionens start fanns en oro, särskilt i Tyskland, för att man skulle få betala för den höga offentliga skuldsättningen i länder som Italien och Portugal om dessa blev medlemmar i valutaunionen. Det var motivet bakom Maastrichtfördragets finanspolitiska regler 1992, vilka sedan operationaliserades i stabilitetspakten 1997. Men i EMU-utredningen (1996), STEMU-utredningen (2002) om finanspolitiken vid ett euromedlemskap och diskussionen inför folkomröstningen 2003 låg fokus i stället helt på hur EU:s regelsystem skulle kunna begränsa den svenska finanspolitiken. Överväganden om att Sverige vid ett medlemskap i valutaunionen kunde få kostnader för andra medlemmars statsskulder spelade däremot knappast någon roll.

Idag måste en annan bedömning göras. Ett skäl är att de flesta euroländers offentliga skuldsättning ökat kraftigt sedan millennieskiftet, medan Sveriges i stället minskat. Ett annat skäl är de ovan diskuterade prejudikat som etablerades under både eurokrisen 2010–12 och pandemikrisen 2020–21 då gemensamma stödinsatser på euroområdes- respektive EU-nivå gjordes. *Fredrik N G Andersson och Lars Jonung* behandlar dessa frågor i *kapitel 7*.

Risken för nya statsskuldkriser i euroområdet

En första fråga avser risken för nya statsskuldkriser i euroområdet. Figur 6 visar att Maastrichtskulden 2024 uppgick till 153 procent av BNP i Grekland och 135 procent i Italien. I Frankrike var skuldkvoten 113 procent, medan Belgien, Spanien och Portugal alla låg i närheten av 100 procent. Som framgår av figur 7 har skuldökningarna skett under två krisperioder: 2008–14 under den globala finanskrisen och efterföljande eurokris samt 2020–21 under pandemin. Skuldminskningarna under övriga perioder har varit för små för att kompensera för skuldökningarna under kriserna.

Figur 7 Offentlig skuldsättning inom EU, 1999–2024, procent av BNP



Anm.: Skuldkvoten för euroländerna samt de ursprungliga euroländerna är ett vägt genomsnitt där varje lands vikt motsvarar dess andel av total BNP. För nya euroländer och icke-euroländer används i stället ett ovägt genomsnitt, eftersom officiella vikter inte finns tillgängliga för hela perioden.

Källa: Kapitel 7 av Anderssons och Jonung.

Förutom kriserna identifierar Andersson och Jonung två andra orsaker till att den offentliga skuldsättningen i euroområdet växt: bristande efterlevnad av de finanspolitiska reglerna och låg tillväxt. De flesta euroländerna har inte följt reglerna om budgetunderskott på högst tre procent av BNP, strukturellt budgetsaldo nära noll och minskning av skuldkvoter över 60 procent av BNP. De kortsiktiga överväganden som ofta styr finanspolitiken har trumfat reglerna. Lägre tillväxt ökar kvoten mellan skuld och BNP, eftersom nämnaren då växer långsammare i förhållande till täljaren.

Andersson och Jonung pekar på en ”inbyggd politisk konflikt mellan valutaunionens intresse av stabila offentliga finanser och enskilda medlemsstaters önskan att driva en mer expansiv finanspolitik”. Enligt

analysen har pendeln svängt fram och tillbaka mellan dessa båda perspektiv när de finanspolitiska reglerna reformerats. Skribenterna tror inte att reformerna av det finanspolitiska regelsystemet 2024 kommer att innebära bättre efterlevnad. Reformerna syftade till att stärka reglernas legitimitet genom att större hänsyn ska tas till det enskilda landets situation, men de öppnar därmed också för mer av politiska överväganden om regeltillämpningen.

Andersson och Jonung lyfter dessutom fram flera faktorer som talar för en otillräcklig politisk vilja i många euroländer att vidta de åtgärder som krävs för att undvika nya statsskuldkriser:

- *Ökat väljarstöd för både vänster- och högerpopulistiska partier.* Dessa har i regel en kritisk inställning till EU som kan antas försvaga viljan till regelefterlevnad. Dessutom innebär populism traditionellt kort-siktig ekonomisk politik, vilket sannolikt ökar motståndet mot tillväxtfrämjande reformer.
- *Krav på offentliga utgiftsökningar för att stärka den militära kapaciteten och genomföra den gröna omställningen.* Ekofinrådet (EU:s finans- och ekonomiministrar) beslutade i juli 2025 att aktivera de nationella undantagsklausulerna i stabilitetspakten för de EU-länder som ansökt om det, så att ökade ofinansierade försvarsutgifter på upp till 1,5 procent av BNP ska tillåtas under fyra år.
- *Åldrande befolkningar som innebär såväl stigande kostnader för pensioner samt hälso- och sjukvård som långsammare växande skattebaser.*

Andersson och Jonung ser en stor risk för framtida statsskuldkriser i euroländerna.

Risken för svenska kostnader om det uppkommer statsskuldkriser

Nästa fråga gäller risken för att Sverige får betala för andra EU-länders skulder ifall det blir nya statsskuldkriser och hur den beror på om vi deltar i valutaunionen eller inte.

En viktig skillnad mot tidigare är att EU:s så kallade icke-undsättningsklausul i praktiken har upphävts. Enligt den får varken andra medlemsstater eller EU-institutioner ta över betalningsansvaret för en enskild medlemsstats skulder. I formell mening har detta inte skett.

Men under eurokrisen gavs stödlån till krisländerna. Europeiska stabilitetsmekanismen, ESM, kan även i framtiden ta upp lån på de internationella finansmarknaderna för vidareutlåning till euroländer i akut skuldkris. ESM-lån till valutaunionens medlemmar ska amorteras. Men de innebär kostnader för övriga euroländer, som står som borgenärer, om detta inte sker eller om utlåningsräntorna är lägre än upplåningsräntorna. Så ett svenskt euromedlemskap kan betyda att vi får kostnader för räddningslån om nya statsskuldkriser uppstår.

Andra slags kostnader kan uppkomma för Sverige om den gemensamma penningpolitiken anpassas för att hantera statsskuldkriser. Förluster kan uppstå om eurosyste­met (ECB och de nationella centralbankerna i euroområdet) köper krisländernas statsobligationer för att hålla nere statsskuldräntorna där. Det kan antingen vara fråga om realisationsförluster på de inköpta obligationerna eller, om dessa behålls under hela löptiden, ränteförluster om intäktsräntorna på dem blir lägre än inlåningsräntorna på bankernas konton i eurosyste­met där likviden för obligationsköpen hamnar. Om förluster uppstår, faller vid ett svenskt euromedlemskap en del av dessa på Riksbanken, antingen därför att den har genomfört köpen på ECB:s uppdrag eller därför att den skulle vara en av ECB:s ägare. I slutändan drabbar sådana förluster den svenska statskassan.

En annan möjlig kostnad är att ECB, av rädsla för att högt skuldsatta euroländer inte ska klara ränteutgifterna för statsskulden, skulle kunna tillåta inflationen i euroområdet att stiga. Detta utgör en form av beskattning av nominella tillgångar i alla valutaunionens medlemsländer. Ett sådant agerande skulle dock strida mot ECB:s uppgift att upprätthålla prisstabilitet.

Som diskuterades i avsnitt 4.5 sjösattes under pandemin två EU-gemensamma finanspolitiska program: SURE och NGEU (*Next Generation EU*). Programmen finansierades genom att EU-kommissionen tog upp lån. Inom SURE vidareutlånades dessa (cirka 100 miljarder euro) till medlemsstaterna. Inom NGEU används cirka hälften (360 miljarder euro) till sådan vidareutlåning och hälften (390 miljarder euro) till bidrag. Inom båda programmen har medlen fördelats så att några av de högst skuldsatta länderna (Grekland, Italien, Spanien och Portugal) gynnats.

Som Andersson och Jonung konstaterar har synen på både krisstöd och gemensam finanspolitik blivit mer positiv inom EU. Ett ytterligare exempel är den nyligen beslutade gemensamma upplåningen för vidareutlåning till medlemsstaterna i syfte att finansiera återuppbyggnaden av det europeiska försvaret.¹⁹ Det finns därför en uppenbar risk att Sverige i framtiden kan få vara med och betala för andra EU-länders skulder. Faran är större vid ett deltagande i valutaunionen, då vi med stor sannolikhet måste delta i akuta räddningsinsatser vid eventuella nya statsskuldkriser, än vid ett fortsatt utanförskap. Men risken för svenska kostnader finns också i det senare fallet, eftersom utvecklingen tycks gå i riktning mot gemensamma finanspolitiska insatser på EU-nivå, snarare än insatser begränsade till valutaunionen.

Andersson och Jonungs slutsatser

Enligt Andersson och Jonung är det "troligt att nya skuldkriser av något slag kommer att uppstå inom euroområdet". Hur Sverige påverkas beror i hög grad på om vi deltar i valutaunionen eller inte. Utanför valutaunionen har vi större frihet att hantera störningar från en finanspolitisk kris där. Samtidigt kan Sverige inte heller då isolera sig från följdverkningarna av en sådan kris eftersom de kommer att spridas via finansmarknader och utrikeshandel. Men om Sverige ingår i valutaunionen, måste vi i större utsträckning dela kostnaderna vid en skuld-kris. Givet att Sverige behåller sina starka offentliga finanser är det mer sannolikt att vi blir nettobetalare än nettomottagare av stöd.

5.2 För- och nackdelar med att ingå i bankunionen

Ett medlemskap i bankunionen är numera ett krav för inträde i valutaunionen. Bankunionen utgörs av ett antal regler och beslutsmekanismer för finansiell tillsyn och krishantering. Dessa beskrivs av *Peter Englund och Pehr Wissén* i kapitel 8.

¹⁹ Ministerrådet beslutade i maj 2025 om gemensam upplåning på 150 miljarder euro för vidareutlåning till medlemsstaterna för anskaffning av försvarsmateriel inom ramen för programmet *Security Action for Europe*, SAFE (European Commission 2025c).

Bankunionens delar

Bankunionens två centrala delar är den gemensamma tillsynsmekanismen (*Single Supervisory Mechanism*, SSM) och den gemensamma resolutionsmekanismen (*Single Resolution Mechanism*, SRM).

Vid ett medlemskap i bankunionen skulle den gemensamma tillsynsnämnden (*Single Supervisory Board*, SSB) inom ECB ta över ansvaret för tillsynen av systemviktiga svenska banker (åtminstone Handelsbanken, SEB och Swedbank) från Finansinspektionen.²⁰ Den skulle dock behålla tillsynen över icke systemviktiga banker, även om den gemensamma tillsynsmyndigheten kan agera också mot dessa.

Resolution är den process som ska ske när en bank fallerar. Den ska då rekonstrueras eller avvecklas på ett sätt som minimerar skadorna för kunderna, den finansiella stabiliteten och samhällsekonomin. Tanken är att varken insättare eller skattebetalare ska behöva stå för några kostnader. Dessa ska i stället falla på aktieägare, vars aktiekapital kan gå helt eller delvis förlorat, och oprioriterade långivare, som kan få sina lån nedskrivna eller konverterade till aktier. Sverige omfattas redan idag av EU-lagstiftningen om resolution. Vid ett medlemskap i bankunionen skulle emellertid beslut om resolution flyttas från Riksgälden till den gemensamma resolutionsnämnden (*Single Resolution Board*, SRB).

En central tredje del i bankunionen som diskuterats sedan länge är en gemensam insättningsgaranti. Idag finns EU-regler om insättningsgarantier men dessa är fortfarande nationella. En gemensam insättningsgaranti, eller ett gemensamt återförsäkringssystem för de nationella garantierna, ses av en del ekonomer som nödvändigt för att fullborda bankunionen, men det är högst osäkert om, och i så fall när, en sådan mekanism kan komma till stånd.²¹

20 Redan idag omfattas Nordea av den gemensamma tillsynsmekanismen eftersom banken har huvudkontor i Helsingfors. Dessutom omfattas SEB:s och Swedbanks baltiska dotterbolag.

21 De fem ordförandenas rapport (Juncker med flera 2015) argumenterade för en europeisk insättningsgaranti (*European Deposit Insurance Scheme*, EDIS) i syfte att tillhandahålla tillräckliga medel i händelse av en nationell bankkras. Tanken var att skapa ett europeiskt återförsäkringssystem för de nationella insättningsgarantierna som skulle träda in om den nationella garantins resurser inte räcker till. Se till exempel Forssbäck (2024) och Véron (2024) för aktuella bedömningar av vad som kan hända.

Konsekvenser av en anslutning till bankunionen

Englund och Wissén analyserar för- och nackdelar med en anslutning till bankunionen. De konstaterar att "förutsättningarna att ta hänsyn till *gränsöverskridande effekter* (min kursivering) på den finansiella stabiliteten" ökar. Författarna menar också att den finansiella tillsynen kan bli av *högre kvalitet* om den överförs till ECB, eftersom det kan finnas "stordriftsfördelar för metodutveckling och ökade möjligheter att göra jämförelser med banker av motsvarande typ". Vidare skulle risken för *vänskapskorruption* till följd av alltför nära kopplingar mellan reglerare och reglerade kunna minska. Å andra sidan finns en risk att *lokala särdrag* inte beaktas tillräckligt. Englund och Wissén hänvisar också till forskning som tyder på att bankunionen ökat "*transparensen* (min kursivering) om den finansiella ställningen för enskilda banker" och lett till lägre *risktagande* i de banker som omfattas.

En annan konsekvens av ett medlemskap i bankunionen gäller dess roll som *försäkringssystem*. Idag skulle vår egen resolutionsfond få täcka förluster vid en resolution av en svensk bank om aktiekapital och oprioriterade fordringar inte räcker till. Ifall vi deltar i bankunionen, skulle i stället den gemensamma resolutionsfonden (*Single Resolution Fund*, SRF) göra det.²² Eftersom den är mycket större än den svenska fonden, innebär det ett bättre försäkringsskydd i en svensk bankkris. Kostnaderna för den skulle då täckas av de avgifter som utländska banker betalat till den gemensamma resolutionsfonden. Den andra sidan av det är emellertid att svenska bankers avgifter dit kan gå till att täcka förluster vid en bankkris i andra medlemsländer i bankunionen.

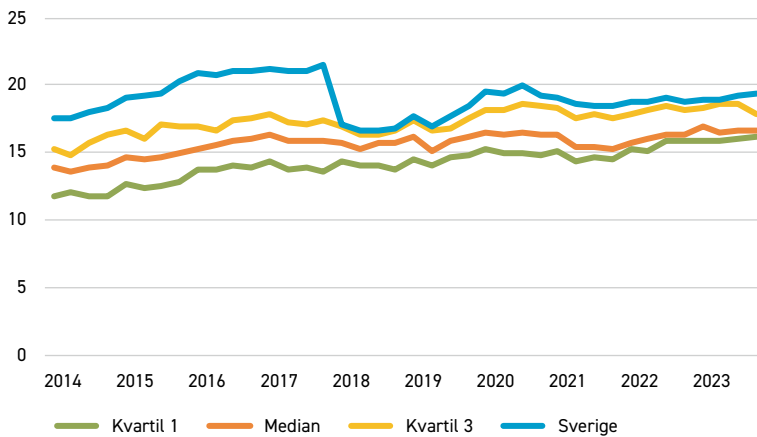
Kapitaltäckningsgraden i euroländernas banker har ökat och deras kreditförluster minskat under de senaste tio åren.²³ Men de svenska bankernas situation är fortfarande betydligt bättre i dessa avseenden (se figurerna 8 och 9). Risken för en bankkris är därför lägre i Sverige än i euroländerna. Vid ett svenskt deltagande i bankunionen ska detta i princip avspeglas i lägre riskbaserade avgifter till den gemensamma resolutionsfonden för våra banker. Englund och Wissén tvivlar emellertid på att de mindre riskerna för en svensk bankkris fullt

22 Vid ett inträde i bankunionen skulle en del av den svenska resolutionsfonden överföras dit.

23 Kapitaltäckningsgraden beräknas som kvoten mellan eget kapital och riskvägda tillgångar.

ut skulle motsvaras av lägre avgifter. Det beror främst på att bankerna i flera euroländer, särskilt i Sydeuropa, har stora innehav av de egna ländernas statspapper, vilket mot bakgrund av de höga statsskulderna betyder stora risker som inte beaktas när de riskbaserade avgifterna bestäms: Inhemska statspapper åsätts nämligen riskvikten noll när kapitaltäckningsgraden beräknas, oberoende av hur stor medlemsstatens statsskuld är.

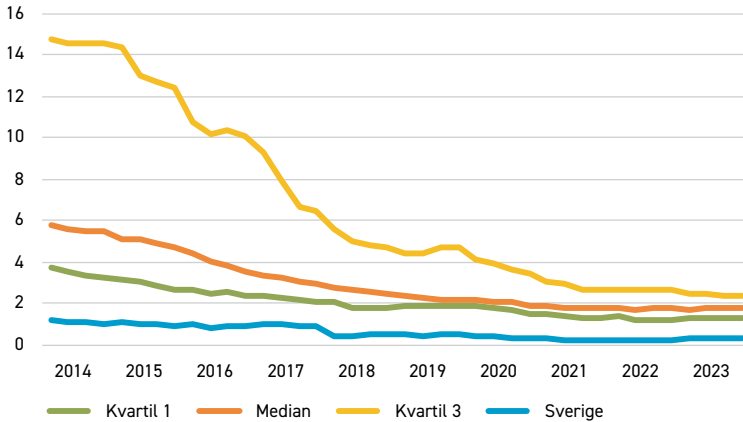
Figur 8 Kapitaltäckningsgrad i EU och Sverige, 2014–23, procent



Anm.: Kapitaltäckningsgraden (CET1-kvot) är kvoten mellan eget kapital och riskvägda tillgångar. De aggregerade siffrorna avser de tio största euroländerna samt Danmark, Polen och Sverige.

Källa: Kapitel 8 av Englund och Wissén.

Figur 9 Andel nödlidande lån i EU och Sverige, 2014–23, procent



Anm: De aggregerade siffrorna avser de tio största euroländerna samt Danmark, Polen och Sverige.

Källa: Kapitel 8 av Englund och Wissén.

Vid allvarliga bankkriser i euroländerna, finns en risk att den gemensamma resolutionsfonden inte räcker till. I så fall är det troligt att Europeiska stabilitetsmekanismen, ESM, skulle tvingas gå in med stöd.²⁴ Vid ett svenskt euromedlemskap skulle Sverige då få vara med och dela kostnaderna för det. Men det är enligt Englund och Wissén osannolikt att Sverige vid en djup bankkras i eurozonen skulle kunna stå utanför stödprogram, till exempel via IMF, även om vi inte deltar i valutaunionen.

Englund och Wisséns huvudslutsats är att ett inträde i bankunionen, även om det sannolikt vore positivt för Sverige, skulle få små effekter: De ska inte "överdrivas eftersom såväl tillsyn av banker som resolution av banker i kris redan idag styrs av lagstiftning som är gemensam för alla EU-länder vare sig de är med i bankunionen eller ej".

²⁴ Se avsnitten 4.5 och 5.1 angående ESM.

6 Politiska aspekter

Euron är inte bara ett ekonomiskt projekt. Många har också från första början sett valutaunionen som ett projekt som i första hand syftar till att föra EU-länderna *politiskt* närmare varandra. En annan politisk aspekt är hur Sveriges inflytande på beslut inom olika områden i EU påverkas av om vi deltar eller inte deltar i valutaunionen.

6.1 Euron och den politiska integrationen i Europa

Europeisk politisk integration kan definieras som staternas organiserade samarbete, med gemensamt beslutsfattande i gemensamma institutioner i vissa frågor, i syfte att uppnå gemensamma mål, och som förankras hos medborgarna genom en upplevd gemensam identitet och gemensamma normer. Eurons betydelse för detta behandlas i två kapitel. *Erik Jones* ger en bakgrundsbeskrivning av hur såväl hela EU-samarbetet som valutaunionen utvecklats över tid. *Magnus Lundgren och Jonas Tallberg* gör en systematisk analys av hur olika aspekter av europeisk integration påverkats av den gemensamma valutan.

EU-samarbetets och valutaunionens utveckling över tid

Jones lyfter i *kapitel 9* fram EU-samarbetets unika karaktär som en hybrid av samarbetsformer mellan olika politiska enheter. Enligt honom "är EU inte en stat, en federation, en konfederation, en allians eller en internationell organisation" (min översättning). Han betonar att EU inte är produkten av någon från början tydlig plan för ett omfattande europeiskt samarbete utan i stället en syntes av ett antal olika europeiska samarbetsprojekt – rörande kol- och stålproduktion, forskningssamarbete, handel och konkurrensregler, växelkurser, passfrihet samt utrikes- och säkerhetspolitik – som startats vid olika tidpunkter och som kommit att samlas under ett gemensamt paraply.

Jones redovisar också de två helt olika utgångspunkter som funnits för valutaunionen. Den ena har varit en rent ekonomiskt betingad strävan att undvika valutakursinstabilitet, den andra att genom en gemensam valuta främja ett fördjupat politiskt samarbete mellan EU-

länderna. Båda dessa motiv fanns tydligt uttalade i Wernerrapporten (1970), det första utarbetade förslaget om en ekonomisk och monetär union.²⁵

Jones beskriver hur valutaunionen utvecklats stegvis i form av reaktioner på uppkommande kriser. Detta skedde framför allt i samband med eurokrisen 2010–13. Den ledde till en institutionell fördjupning som bland annat innefattat inrättande av räddningsfonder för lån till krisländer, striktare finanspolitiska regler inom ramen för stabilitetspakten, en europeisk termin för utarbetande av nationella ekonomisk-politiska planer och budgetar, en bredare makroekonomisk övervakning och etablering av bankunionen.²⁶ Jones framhåller hur olika länder och parter har varit villiga att ompröva tidigare ståndpunkter för att trygga eurons fortbestånd. Ett exempel är ECB:s beslut under eurokrisen att genom köp av statsobligationer tillhandahålla krisländernas banker likviditet och Tysklands acceptering av detta. Andra exempel är stödlånen till krisländerna från EU:s räddningsfonder under samma tid och den gemensamma EU-upplåningen för stöd till medlemsstaterna under pandemin och återhämtningen efter den samt nu senast för vidareutlåning till dem för försvarsinvesteringar.

Enligt Jones förklaras den institutionella utvecklingen av ”en växande medvetenhet om att de länder som infört euron som en gemensam valuta delar ett gemensamt öde” och ”att de identifierar sig med varandra på viktiga sätt” (mina översättningar). En del av de institutionella förändringarna – såsom ECB:s program för obligationsköp, räddningslånen via ESM (och tidigare andra fonder) samt i praktiken bankunionen²⁷ – berör bara euroländerna. Men andra förändringar – såsom i stabilitetspaktens regler, den europeiska planeringsterminen, den bredare makroekonomiska övervakningen, reglerna för bank-

25 Wernerkommittén (namngiven efter Luxemburgs premiärminister Pierre Werner, som var dess ordförande) hade EU-ledarnas uppdrag att utarbeta en plan för en ekonomisk och monetär union. Den sågs av kommittén som en ”katalysator” för utvecklingen av en politisk union. Men förslaget om en ekonomisk och monetär union ska också ses i ljuset av att Bretton Woods-systemet för fasta växelkurser höll på att bryta samman i slutet av 1960-talet och början av 1970-talet.

26 Se också kapitlen 7 och 8 av Andersson och Jonung respektive Englund och Wissén. Calmfors (2017) sammanfattar den institutionella utveckling som eurokrisen ledde till.

27 Bankunionen är också öppen för icke-euroländer, men hittills har bara euroländer eller länder som är på väg att bli det anslutit sig.

resolution samt den gemensamma upplåningen – avser alla EU-länder. Eftersom även dessa förändringar främst skett för att hantera problem i euroområdet, är det tydligt att den gemensamma valutan drivit på den institutionella integrationen i hela EU.

Jones sammanfattande slutsats är att euroländernas sammanhållning och identifikation med varandra har ökat över tid samtidigt som deras beslut blivit allt viktigare för EU:s utveckling. Han gör inget försök att analysera hur ett svenskt euromedlemskap skulle påverka vare sig den allmänna politiska integrationen i EU eller Sveriges politiska integration i unionen. Men enligt honom har Sverige potential att vid ett euromedlemskap spela en viktig roll för hur valutaunionen ska anpassas till förändrade förhållanden framöver och därmed för hur den framtida politiska integrationen i Europa ska utvecklas.

En empirisk analys av euron och den europeiska politiska integrationen

Lundgren och Tallberg gör i *kapitel 10* en grundlig empirisk analys av hur europrojektet påverkat den europeiska integrationen. De skiljer mellan tre typer av integration. *Ekonomisk integration* – främst handel, den inre marknaden samt arbetskrafts- och kapitalrörlighet – behandlas inte, utan fokus är på de två andra slagen av integration. *Politisk integration* definieras som institutionell fördjupning och gemensamt beslutsfattande men inkluderar också sådana nationella politiska förändringar (framväxt av EU-kritiska partier) som är av betydelse för EU-samarbetet. *Social integration* avser medborgarnas upplevda identitet (europeisk i förhållande till nationell) och EU:s medborgerliga förankring.

Utgångspunkten för Lundgrens och Tallbergs analys är både de förhoppningar om euron som en integrationsmotor och de farhågor om att den gemensamma valutan i stället skulle skapa politiska konflikter som fanns inför eurostarten. Förhoppningarna om hur euron skulle fördjupa den europeiska integrationen formulerades tydligt i såväl den ovan nämnda Wernerrapporten (1970) som Delorsrapporten (1989). Den senare utgjorde grundvalen för Maastrichtfördraget 1992, där det bestämdes att en gemensam valuta skulle inrättas. Man såg det som

att valutaunionen skulle främja målet i det ursprungliga Romfördraget från 1957 om ”en allt fastare sammanslutning mellan de europeiska folken”. Det skulle ske genom de gemensamma institutioner och den gemensamma ekonomiska politik som valutaunionen skulle innebära. Man hoppades också att euron skulle fungera som en konkret symbol för europeisk gemenskap och därför förstärka EU:s folkliga förankring och främja en gemensam europeisk identitet.

Farhågorna om att den gemensamma valutan i stället skulle skapa politisk splittring grundades på uppfattningen att valutaunionen inte utgjorde ett optimalt valutaområde och att asymmetriska makroekonomiska störningar därför kunde leda till sådana konjunktursvängningar i enskilda länder att förtroendet för EU urholkades. Kritikerna varnade för konflikter mellan medlemmarna i valutaunionen om vilken penningpolitik som borde föras och om hur den nationella finanspolitiken skulle anpassas till de gemensamma finanspolitiska reglerna.²⁸ Till exempel EMU-utredningen (1996) pekade på risken för en uppdelning av EU i ett A-lag (valutaunionens medlemmar) och ett B-lag (övriga EU-länder).

Euron och den politiska integrationen

Lundgren och Tallberg menar att både förhoppningarna och farhågorna som knöts till euron delvis besannats. Författarna delar Jones bedömning att den ekonomiska utvecklingen i valutaunionen drivit fram en institutionell fördjupning som inte bara gällt euroområdet utan också EU som helhet. Lundgren och Tallberg använder begreppet *failing forward* för att beskriva processen:²⁹ ”i ett initialt skede leder mellanstatliga kompromisser till skapandet av ofullständiga institutioner, vilket lägger grunden för framtida kriser när dessa institutioner befinns vara otillräckliga, vilket i sin tur driver på en fördjupning av integrationen genom reformerade institutioner”.

Men samtidigt som eurokrisen innebar en institutionell fördjupning av EU-samarbetet, skapade denna kris också konflikter mellan län-

28 Allra längst gick den amerikanske ekonomen Martin Feldstein, som menade att konflikterna rentav kunde leda till krig (Feldstein 1997).

29 Se också Jones med flera (2016, 2021) angående detta begrepp.

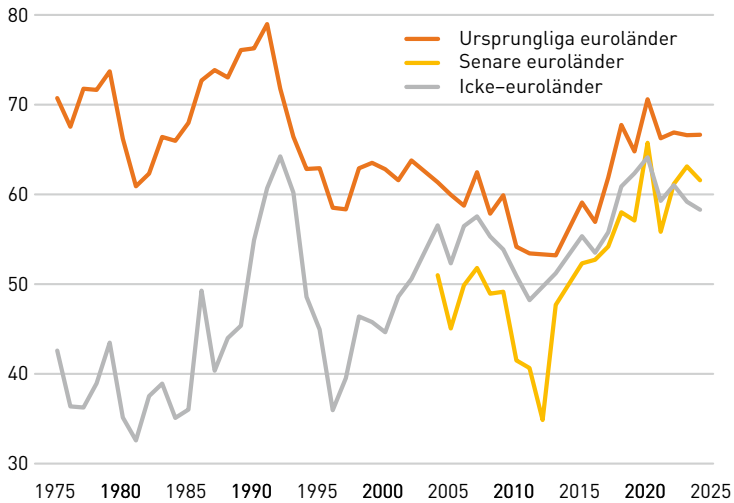
derna i valutaunionen när stöden till krisländerna villkorades med krav på hårda budgetåttstramningar. Det ledde till politisk mobilisering från populistiska och EU-kritiska partier i dessa länder. Lundgren och Tallberg nämner särskilt vänsterpartierna *Syriza* i Grekland och *Podemos* i Spanien. Men det uppstod även missnöje med stödprogrammen i de länder som finansierade dem: De sågs av många där som alltför generösa. Det ledde till framväxten av det högerpopulistiska *Alternative für Deutschland* (AfD) i Tyskland. Framgången för de vänsterpopulistiska partierna i krisländerna verkar ha varit mer tillfällig: Deras stöd har efter eurokrisen minskat igen, samtidigt som deras EU-kritik har mildrats. AfD i Tyskland ser däremot ut att, efter att ha breddat sin politiska plattform till att omfatta också hård invandringskritik, ha uppnått ett mer permanent väljarstöd.

Euron och den sociala integrationen

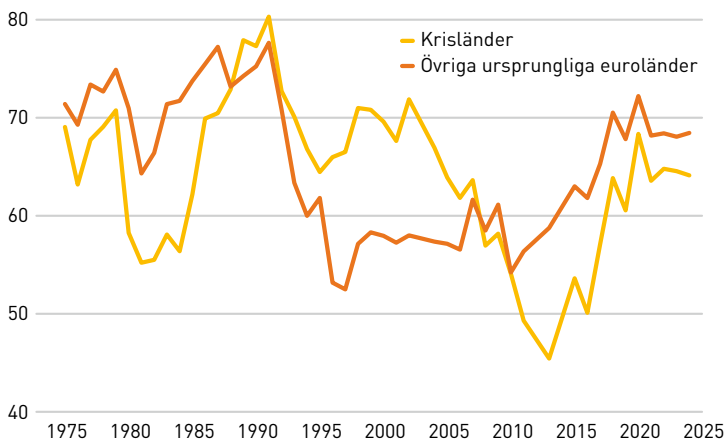
Ett sätt att mäta den europeiska sociala integrationen är att studera attityderna till EU i opinionsundersökningar. Figur 10 visar andelen av medborgarna som anger stöd för EU i Eurobarometern, som är en återkommande enkätundersökning från EU-kommissionen. Det framgår av panel a att EU-stödet är större i de ursprungliga euroländerna än i icke-euroländerna. Lundgren och Tallberg kan dock inte finna att själva införandet av euron påverkat denna skillnad. Det går därför inte att dra slutsatsen att euron *orsakat* den, utan det är troligt att det var länderna med mest EU-positiv opinion som valde att delta i valutaunionen. Enligt figur 10a minskade stödet under eurokrisen i samtliga tre visade ländergrupper, men minskningen var tillfällig. Figur 10b visar att nedgången i stödet för EU under eurokrisen var mycket större i krisländerna än i de andra ursprungliga euroländerna: Från att ha varit avsevärt högre i de förra länderna i början av 2000-talet föll stödet där betydligt mer än i icke-krisländerna. Men stödet i krisländerna återhämtade sig sedan igen och är nu nästan lika högt som i de övriga ursprungliga euroländerna.

Figur 10 Andel av befolkningen som anger stöd för EU, 1975–2024, procent

(a) Ursprungliga euroländer, senare euroländer, icke-euroländer



(b) Krisländer i euroområdet och övriga ursprungliga euroländer



Anm.: Krisländerna är Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien, ovägda landmedelvärden per år. Data saknas för vissa år.

Källa: Kapitel 10 av Lundgren och Tallberg.

Stödet för euron i euroländerna har över tid utvecklats på ett liknande sätt som stödet för EU. I icke-euroländerna minskade stödet för den gemensamma valutan mycket mer under eurokrisen än i euroländerna och har inte heller återhämtat sig. En intressant observation är att en anslutning till euron tycks följas av en uppgång i stödet för den.

En annan indikator på social integration är medborgarnas identifikation med EU. En första generation av studier, under åren närmast efter eurons införande, fann att den gemensamma valutan hade bidragit till en förstärkt europeisk identitet hos medborgarna. Men senare, och metodmässigt bättre, studier har inte kunnat bekräfta denna slutsats. Identifikation med Europa är visserligen mer vanlig i euroländerna än i icke-euroländerna men speglar troligen omvänd kausalitet, alltså att det är länder vars medborgare upplever mer av europeisk identitet som valt att delta i valutaunionen. Eurokrisen innebar en tillfällig minskning av andelen medborgare som uppgav dubbel identitet (nationell och europeisk) och inte bara nationell. Över tid finns dock en tydlig trend mot mer av upplevd europeisk identitet. Det finns också visst stöd för att eurokrisen skapade en känsla av större europeisk samhörighet, främst i de länder som fick finansiellt stöd.

Slutligen diskuterar Lundgren och Tallberg om euron har bidragit till en mer europeiserad politisk debatt, det vill säga om EU-frågor och skeenden i andra EU-länder kommit att spela en större roll i den nationella politiska diskussionen. Forskningen ger stöd för att detta hände under eurokrisen då både europeiska frågor och europeiska aktörer (EU-institutioner och ledare från andra medlemsstater) fick mer uppmärksamhet i nationella nyhetsmedia. Europeiska frågor kom då också att spela en större roll i parlamentsdebatter och valrörelser. Denna europeisering var mer framträdande i euroländer än icke-euroländer

Kapitlens slutsatser om euron och den politiska integrationen

Kapitlen av Jones respektive Lundgren och Tallberg framhåller båda att valutaunionen bidragit till mer politisk integration i EU i form av fler gemensamma institutioner och mer gemensamt beslutsfattande. Samtidigt framhåller Lundgren och Tallberg hur eurokrisen triggade mot-

verkande krafter genom mobilisering från populistiska och EU-kritiska partier. Stödet för EU föll då också, särskilt i krisländerna. Samtidigt är en viktig observation att detta fall var tillfälligt. Det har varit svårt att övertygande visa att euron förstärkt en europeisk identitet. Däremot tycks valutaunionen ha bidragit till en europeisering av den politiska debatten i deltagarländerna.

6.2 Euron och Sveriges politiska inflytande inom EU

En återkommande fråga i eurodebatten har varit hur Sveriges politiska inflytande inom EU skulle påverkas av ett medlemskap i valutaunionen. Så länge Sverige står utanför, deltar vi inte i besluten om ECB:s penningpolitik, vilket vi förstår inte heller ska göra eftersom vi då har en egen penningpolitik att bestämma över. Den relevanta frågan är i stället om, och i så fall i vilken grad, Sveriges inflytande på EU-beslut i andra frågor än de penningpolitiska påverkas av ett euromedlemskap. EMU-utredningen (1996) oroade sig för att Sverige vid ett utanförskap skulle hamna utanför en inre kärna av EU-stater som driver på integrationen. Det antogs minska möjligheterna att påverka den politiska dagordningen i EU och göra det svårare att uppnå svenska mål på ett område genom eftergifter på andra.

EMU-utredningen såg en risk för Sveriges möjligheter att utöva inflytande på för oss viktiga områden om vi stannade utanför valutaunionen, därför att vi då kunde uppfattas som ”motsträviga européer” vilka ville ha så lite integration som möjligt på andra områden än den inre marknaden. Faran sågs som särskilt stor om en betydande majoritet av EU-länderna – som sedan visade sig bli fallet – skulle införa den gemensamma valutan. Sammantaget menade utredningen att risken för inflytandeförluster vid ett utanförskap utgjorde ”ett starkt politiskt argument för att delta i den monetära unionen”.³⁰

Sedan eurons introduktion 1999 har en empirisk statsvetenskaplig forskningslitteratur om olika länders inflytande inom EU, inkluderande också eurons betydelse för detta, utvecklats. Denna forskning

³⁰ Sid. 430.

sammanfattas av *Magnus Lundgren* i *kapitel 11*. Han skiljer mellan tre olika forskningsansatser: (i) kvalitativa fallstudier; (ii) enkätstudier av så kallat nätverkskapital; och (iii) studier av förhandlingsframgång.

Kvalitativa fallstudier

Kvalitativa fallstudier grundar sig oftast på intervjuer med inblandade tjänstemän. Lundgrens slutsats från dessa studier är att Sveriges – och övriga icke-euroländers – inflytandeförluster på andra områden än det rent penningpolitiska varit mycket mindre än EMU-utredningen befärade. Det förklaras av att EU:s expansion med allt fler medlemsländer ”lett till större tolerans för variation i institutionella lösningar” och en mindre tydlig uppdelning i *insiders* och *outsiders*.

Samtidigt har flera fallstudier visat att de reformer av både finanspolitiska regler och finansiella regleringar vilka gjordes 2010–15 som respons på eurokrisen och som omfattade både euroländer och icke-euroländer i hög grad drevs av de förra. Forskningen har särskilt framhållit hur eurogruppen – euroländernas finans- eller ekonomiministrar – som regelmässigt sammanträder omedelbart före Ekofinrådet kom att spela en mer ledande roll. Detta kan antas vara en bestående förändring med återverkningar också på andra frågor, eftersom det kan vara svårt att upprätthålla en tydlig gräns mellan euros specifika och mer allmänna EU-frågor. Denna förskjutning av maktbalansen mellan euro- och icke-euroländer kan ha förstärkts efter Storbritanniens EU-utträde, eftersom detta betyder att inget av de största EU-länderna längre står utanför valutaunionen.³¹

Lundgren noterar emellertid också att Sverige och Danmark, i varje fall delvis, kunnat motverka exkludering från viktiga beslut genom ett ”normbaserat innanförskap”, alltså genom att bygga upp ett rykte för strikt normefterlevnad på områden som till exempel finanspolitiken. Han framhåller också att konfliktlinjerna ibland inte gått mellan euro- och icke-euroländer utan mellan länder som helt oberoende av denna distinktion haft olika intressegemenskaper. Ett exempel är hur ”de fru-

31 I de flesta fall krävs stöd av 55 procent av medlemsstaterna som tillsammans representerar minst 65 procent av EU:s befolkning för att ett lagförslag ska antas. Idag representerar euroländerna cirka 70 procent av medlemsstaterna och 77 procent av befolkningen.

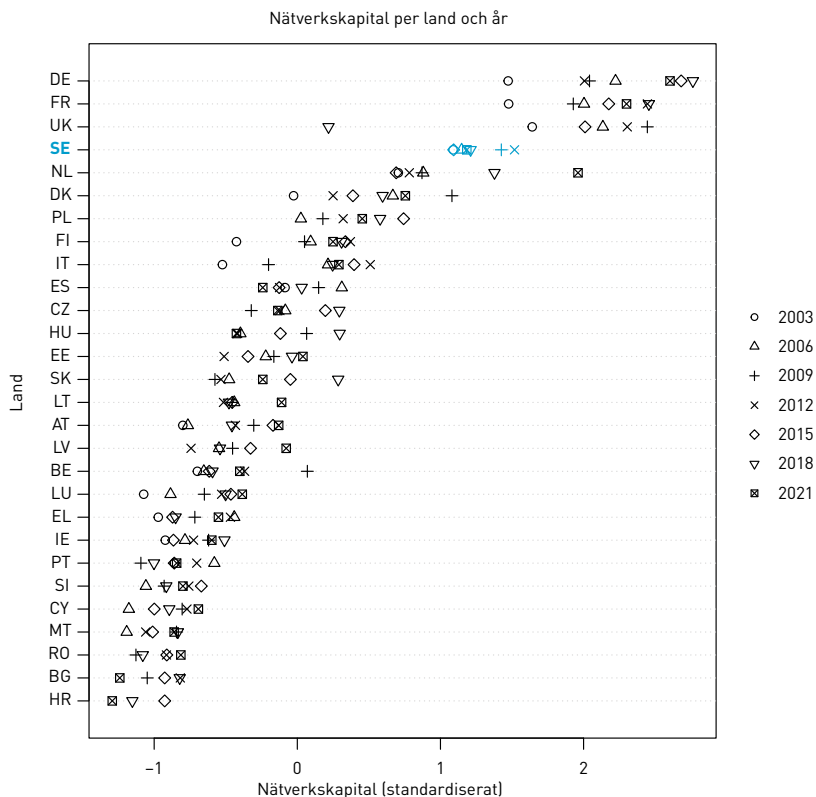
gala fyra” – Danmark och Sverige (utanför valutaunionen) samt Nederländerna och Österrike (i valutaunionen) – bildade en koalition som motsatte sig alltför generösa pandemistöd.

Studier av nätverkskapital

En andra forskningsinriktning, representerad av främst svenska forskare, har studerat olika EU-länders nätverkskapital, det vill säga omfattningen av samarbetsrelationer inom EU:s institutionella nätverk. Aktörer med fler samarbetspartner antas ha större möjligheter att påverka EU:s beslut. Det är således inte fråga om ett mått på faktiskt, utan *potentiellt*, inflytande. Nätverkskapitalet har uppskattats genom enkäter där representanter för medlemsstaterna i olika förberedande EU-organ besvarat frågor om med vilka andra medlemsstaters representanter de oftast samarbetar med.

Enkätstudierna visar att Sverige varit ett av länderna med störst allmänt nätverkskapital trots att vi inte ingår i euroområdet (figur 11). Det finns inget samband mellan ett lands relation till euron och mängden nätverkskapital. Lundgren undersöker emellertid i sitt kapitel också olika medlemsstaters nätverkskapital i ett specifikt organ, Kommittén för ekonomisk politik (KEP), som förbereder Ekofinrådets beslut i frågor om tillväxt, sysselsättning, strukturreformer och offentliga finanser. Han finner inte några systematiska nivåskillnader i nätverkskapital mellan euro- och icke-euroländer där, men att ett lands nätverkskapital ökat efter inträde i valutaunionen. Det kan vara en indikation på att euromedlemskap har effekt på det potentiella inflytandet på det ekonomiskpolitiska området.

Figur 11 Nätverkskapital per land och år



Anm.: Nätverkskapital i dessa studier är ett mått på hur ofta ett lands tjänstemän omnämns som samarbetspartners i elva av EU:s beredande organ. Länder anges med EU:s tvåbokstavsförkortningar (SE = Sverige). Måttet är standardiserat för att ta hänsyn till förändringar i EU:s medlemsantal över tid.

Källa: Kapitel 11 av Lundgren.

Man bör emellertid vara försiktig med slutsatser från studierna av nätverkskapital. De avser tjänstemannanivå, inte den beslutande politiska nivån. De gäller samarbetenas omfattning, inte deras djup. Kanske överskattas inflytandet för mindre EU-länder, som Sverige, därför att dessa måste lägga mer resurser på samarbetsrelationer än länder med mycket inflytande redan i kraft av sin storlek. Sammanfattningsvis tyder ändå studierna av nätverkskapital på att Sverige inte generellt har

förlorat (potentiellt) inflytande inom EU genom att stå utanför valutaunionen. Samtidigt ger de visst stöd för att det kan ha hänt i fråga om ekonomisk politik.

Studier av förhandlingsframgång

En annan kvantitativ ansats studerar förhandlingsframgång, alltså hur faktiska beslut förhåller sig till olika medlemsstaters utgångspositioner i förhandlingarna. En fördel med detta mått är att det fokuserar på faktiska, och inte bara, potentiella utfall. En nackdel är att de initiala förhandlingspositionerna kan vara strategiskt motiverade och inte behöver spegla genuina preferenser. En risk är också att inflytandet för länder som intar mittenpositioner när förhandlingarna börjar kan över-skattas, eftersom slutliga kompromisser brukar hamna just i mitten.

En generell slutsats från studier av detta slag är att graden av förhandlingsframgång tycks vara ganska jämnt fördelad mellan medlemsstaterna. Denna forskning har inte särskilt undersökt betydelsen av euromedlemskap för allmän förhandlingsframgång, men när Lundgren gör det finner han inte någon statistiskt säkerställd effekt. Tidigare forskning om genomslag i förhandlingarna om de ekonomisk-politiska reformerna av eurosamarbetet under perioden 2010–15 fann inte heller någon statistiskt signifikant skillnad mellan euroländer och icke-euroländer. En förklaring kan vara att euroländerna haft en svag förhandlingsposition i just detta sammanhang på grund av sin starka önskan om att bevara eurosamarbetet. En annan möjlighet är att större euroländer kan ha utövat sitt inflytande främst genom att bestämma dagordningen.

Lundgrens sammanfattande bedömning

Enligt Lundgren saknas stöd i den kvantitativa forskningen för att icke-deltagande i valutaunionen innebär politiska inflytandeförluster på allmänna områden såsom inre marknad, klimat och energi. Sådana kan dock ha uppstått i ekonomiskpolitiska frågor rörande tillväxt, selsättning, strukturreformer och offentliga finanser. Kvalitativa fallstudier ger också visst stöd för detta, främst från och med reformerna

2010–15 i kölvattnet av eurokrisen. Detta gäller särskilt på den allra högsta politiska nivån.

Avslutningsvis resonerar Lundgren om Sveriges inflytande ifall vi fortsätter att stå utanför valutaunionen. Han ser de största riskerna för inflytandeförluster i ett scenario där allt fler EU-länder väljer att delta i valutaunionen. Även om euroländernas formella beslutsmakt inte påverkas – de har redan idag kvalificerad majoritet – kan det leda till en starkare informell samordning mellan euroländerna i makroekonomiska och finansiella frågor. Detta kan också inträffa om EU utvidgas med fler medlemmar utan att valutaunionen växer: I ett sådant mer heterogent EU kan drivkrafterna för samordning inom en inre kärna komma att förstärkas.

Den europeiska kapitalmarknaden och Sveriges inflytande

Det är vanligt att se mindre effektiva finansmarknader som en av förklaringarna till den lägre tillväxten i EU än i USA. De europeiska finansmarknaderna är mer dominerade av banker – med i huvudsak nationell verksamhet. Det kan antas innebära en mindre effektiv allokering av kapital än på den mer värdepappersorienterade amerikanska finansmarknaden. Dessutom är den europeiska kapitalmarknaden utanför banksektorn fragmenterad mellan länderna därför att regelverk, lagstiftning och tillsyn är nationella. Det har bedömts att olika hinder för handel i finansiella tjänster inom EU motsvarar tullar på över 100 procent.³²

De stora behoven i Europa av investeringar i klimatomställning, energisystem, infrastruktur och försvar har lett till att frågan om integration av de europeiska kapitalmarknaderna kommit alltmer i fokus. EU-kommissionen startade redan 2015 ett arbete för att skapa en *kapitalmarknadsunion*, innefattande olika åtgärder för att stimulera gränsöverskridande kapitaltransaktioner och på så sätt förbättra allokeringen av kapital. Projektet har dock inte kommit särskilt långt. Draghirapporten (2024) och ett meddelande från EU-kommissionen (European Commission 2025a) har nyligen lanserat begreppet *sparrande- och investeringsunion* i syfte att påskynda arbetet. Ett förslag är

³² IMF (2024).

att ESMA (*European Securities and Markets Authority*), som idag har till uppgift att samordna nationella tillsynsmyndigheters arbete och öka samarbetet dem emellan, ska ombildas till en central myndighet för gemensam tillsyn av handelsplatser och andra kapitalmarknadsinstitutioner i hela EU kopplad till ECB.

Även de här frågorna behandlas av *Peter Englund och Pehr Wissén* i *kapitel 8*. Det är idag svårt att bedöma vilka steg som kan komma att tas mot en mer integrerad europeisk kapitalmarknad, men helt klart har målet att få en sådan tillstånd fått högre prioritet än tidigare. Englund och Wissén menar att ett euromedlemskap skulle ge Sverige bättre möjligheter att påverka utvecklingen av de europeiska finansmarknaderna. Även om Sverige då bara skulle vara ett av 22 euroländer³³ borde enligt deras syn Sveriges stora och välutvecklade finansmarknader – som i och med Draghirapporten (2024) kommit att ses som en förebild för andra EU-länder – kunna bidra till att vår röst hörs (givet att svenska politiker verkligen vill utnyttja möjligheterna att påverka).

7 Hur skulle ett svenskt eurointräde gå till?

En sista fråga gäller hur en svensk euroanslutning skulle gå till. En första aspekt gäller hur ett eventuellt svenskt beslut om eurointräde bör tas. En andra aspekt är hur anslutningsprocessen skulle se ut efter ett sådant beslut.

7.1 Formerna för ett svenskt beslut om att söka inträde i valutaunionen

Om ett svenskt eurointräde skulle bli aktuellt, till exempel därför att regeringen förordar det, är frågan i vilka former ett beslut bör fattas. Även om regeringen enligt regeringsformen ”har ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor”, kan den inte själv besluta om en anslut-

33 Om Bulgarien som planerat inträder i valutaunionen 1 januari 2026, kommer den då att bestå av 21 länder.

ning till valutaunionen. I denna grundlag framgår det nämligen också att regeringen inte på egen hand kan ingå bindande internationella överenskommelser av större vikt. För EU-samarbetet gäller dessutom att endast riksdagen kan överlåta beslutanderätt. Dessutom skulle en övergång till euron kräva flera lagändringar – bland annat i riksbankslagen, som idag slår fast att kronan är Sveriges valuta – vilka endast kan beslutas av riksdagen.

En central frågan är huruvida ett eventuellt riksdagsbeslut om att ansöka om inträde i valutaunionen bör föregås av en ny folkomröstning. *Johannes Lindvall* diskuterar detta i *kapitel 12*.

Tidigare folkomröstningar

Det finns inget formellt krav på att en ny folkomröstning måste genomföras inför ett riksdagsbeslut om euroanslutning. Folkomröstningen 2003 var rådgivande, även om de politiska partierna lovade att följa resultatet. Detsamma gällde de fem tidigare folkomröstningar som genomförts i Sverige.

Lindvall konstaterar att det i tre av fem fall senare, utan nya folkomröstningar, fattats riksdagsbeslut som avvikit från omröstningsresultaten. Det gäller 1957 års folkomröstning om pensionssystemet och 1980 års folkomröstning om kärnkraften. Men det tydligaste exemplet är högertrafikomröstningen 1955. Då röstade en väljarmajoritet för bibehållen vänstertrafik. Ändå beslutade riksdagen åtta år senare, 1963, om en övergång till högertrafik.

I diskussionen inför riksdagsbeslutet 1963 framfördes flera skäl för att riksdagen kunde gå emot folkomröstningsresultatet: (i) folkomröstningen var inte beslutande utan just rådgivande; (ii) förutsättningarna hade i grunden förändrats på grund av bilismens snabba utveckling; (iii) deltagandet var lågt i folkomröstningen (53 procent, mycket lägre än i ett riksdagsval); (iv) opinionen antogs ha svängt sedan folkomröstningen; och (v) det var bråttom att genomföra omläggningen.

Ifall man ska tillämpa dessa kriterier för när ett riksdagsbeslut kan gå emot ett tidigare folkomröstningsresultat, så är flera enligt Lindvall inte

uppfyllda i eurofrågan.³⁴ Även om euroomröstningen 2003 också var endast rådgivande, så deklarerade de politiska partierna mycket tydligare än 1955 att folkomröstningsresultatet skulle följas. Deltagandet i folkomröstningen om euron var vidare inte lågt utan så högt som 83 procent, i paritet med riksdagsvalen. Opinionsläget sedan folkomröstningen har rört sig upp och ner, med idag något lägre stöd för en euroanslutning än i samband med folkomröstningen (fast högre än under både eurokrisen och åren före pandemin; se figur 1).

Euroomröstningen

Enligt Lindvall talar det mesta ”för att 2003 års folkomröstning om euron var den hittills bästa folkomröstning vi har haft här i landet”. Väljarna ställdes inför två enkla alternativ – ja eller nej till euron – och inte flera komplexa alternativ som i pensionsomröstningen 1957 och kärnkraftsomröstningen 1980 då det fanns tre olika linjer att rösta på. Lindvall menar också att väljarna verkar ha tagit ställning till själva sakfrågan och inte nödvändigtvis följde det egna partiets linje. Vidare gjorde media stora folkbildande insatser där både experter och politiker fick utrymme. Slutligen tycks väljarna ha varit nöjda med sättet som folkomröstningen genomfördes på.

Lindvalls slutsatser

Lindvalls slutsats är att det mesta talar för att ett eventuellt svenskt beslut om eurointräde bör föregås av en ny folkomröstning. Huvudargumentet är att det vore konstigt att inte folkomrösta eftersom det redan skett en gång och politikerna då var tydliga med att de skulle följa omröstningsresultatet. Erfarenheterna från 2003 visar dessutom att det går ”att genomföra en informativ och saklig kampanj som låter väljarna sätta sig in i viktiga politiska angelägenheter och delta i den politiska beslutsprocessen på ett sätt som stärker tilltron till det politiska systemets sätt att fungera”. Lindvall refererar också till hypotesen

34 Lindvall ifrågasätter också om alla fem kriterierna verkligen var uppfyllda i högertrafikfrågan: Bilismens snabba utveckling borde inte ha varit någon överraskning och brädskan kan inte ha varit så överhängande, eftersom trafikomläggningen genomfördes först 1967, fyra år efter riksdagsbeslutet.

att folkomröstningen 2003 kan ha stärkt legitimiteten för EU-samarbetet och att det kan ha bidragit till den kontinuerliga ökning av stödet för EU som skett.³⁵ Han menar att ”det vore oklokt att riskera den balansen genom att drygt tjugo år senare gå emot folkomröstningsresultatet från 2003”.

Samtidigt avvisar inte Lindvall att det kan finnas scenarier där en ny folkomröstning framstår som obehövlig. Det skulle kunna bero på att det säkerhetspolitiska eller ekonomiska läget i omvärlden förändrats dramatiskt samtidigt som opinionsundersökningar visar att det skett en varaktig förändring i väljarnas syn. En sådan situation skulle kunna jämföras med den som rådde våren 2022 när Sverige ansökte om Nato-medlemskap. Lindvall är dock skeptisk mot denna parallell, eftersom det militära och säkerhetspolitiska området skiljer sig så mycket från det ekonomiska: På det förra saknas en tradition att rådfråga väljarna i folkomröstningar, utan besluten har tagits i riksdagen i bred enighet mellan partierna. Samtidigt har beslut i EU-frågor två gånger fattats efter rådgivande folkomröstningar: både beslutet om EU-inträde efter folkomröstningen 1994 och beslutet om att stanna utanför valutaunionen efter folkomröstningen 2003.

Lindvall berör också frågan om *när* en eventuell euroomröstning bör hållas: före eller efter en anslutning till Europeiska växelkursmekanismen, ERM II (deltagande där är ett av flera villkor för att få ansluta sig till euron; se avsnitt 7.2). Hans uppfattning är att en folkomröstning bör hållas före ett eventuellt ERM-inträde för att inte ge väljarna intrycket att de ställs inför *fait accompli*.

7.2 Övergången till euro efter ett politiskt beslut om att söka inträde i valutaunionen

Stefan Ingves analyserar i *kapitel 13* hur en anslutning till valutaunionen praktiskt skulle gå till efter ett eventuellt politiskt beslut om att söka inträde. En utgångspunkt är då de *konvergenskrav* som måste uppfyllas. Allt talar för att Sverige skulle klara villkoren i fråga om budgetunder-

³⁵ Se Lindahl och Naurin (2005).

skott, offentlig skuldsättning, inflation och långsiktig statsobligationsränta utan några extra anpassningar.

Däremot förutsätter konvergenskravet om växelkursen och växelkurssystemet nya beslut. Ett eurointräde kräver deltagande i Europeiska växelkursmekanismen, ERM II. Dess syfte är att upprätthålla fasta växelkurser mellan euron och valutorna i deltagande icke-euroländer (för närvarande, i oktober 2025, Bulgarien och Danmark), även om kurserna formellt får röra sig inom ett band på ± 15 procent runt en centralkurs.³⁶ Det krävs att kursrörelserna för valutan ska ha legat inom detta normala fluktuationsutrymme ”utan att allvarliga spänningar har uppstått, under minst de senaste två åren före granskningen. Särskilt skall medlemsstaten inte på eget initiativ ha devalverat sin valutas bilaterala centralkurs i förhållande till euron under denna period.”³⁷

ERM-inträde och val av centralkurs

Beslut om inträde i ERM II, centralkurs och växelkursband tas gemensamt av företrädare för det ansökande landet och för växelkursmekanismen. De senare består av finansministrarna i valutaunionens medlemsländer, representanter för ECB samt finansministrar och centralbankschefer i de icke-euroländer som deltar i mekanismen. Besluten kräver konsensus. De har föregåtts av konsultationer med Kommissionen och den del av EU:s Ekonomiska och finansiella kommitté, EFK, som enbart omfattar euromedlemmar.

Praxis är att centralkursen i ERM II blir konverteringskursen till euro vid inträdet i valutaunionen. Det betyder att centralkursen bör väljas utifrån överväganden om vilken konverteringskurs som bäst främjar makroekonomisk balans efter eurointrädet. Ingves diskuterar kriterier för detta val. Det bör idealt baseras på modellberäkningar av vad som är en jämviktsväxelkurs. Ingves är emellertid tveksam till om sådana kalkyler – som kan göras på många sätt – ger så mycket vägledning. Han förordar i stället att man utgår från kronans aktuella marknadsvär-

36 Bandet var ursprungligen $\pm 2,25$ procent i föregångaren ERM I (som ersattes av ERM II vid eurostarten 1999), men vidgades 1993 till ± 15 procent efter omfattande valutaoro.

Danmark har ett avtal med ECB om ett band på $\pm 2,25$ procent, men tillämpar ett ännu smalare band.

37 Europeiska unionens officiella tidning (2004).

dering. Detta leder honom till att rekommendera en centralkurs – och senare konverteringskurs – på 11 kronor per euro. Ingves rekommenderar vidare att Sverige unilateralt ska tillämpa ett smalt band på $\pm 2,25$ procent, det vill säga mellan 10,75 och 11,25 kronor per euro, för att signalera allvaret i strävan att ansluta sig till euron.

Enligt Ingves kan det antas ta tre eller fyra år från att ett beslut om att ansöka om eurointräde tagits innan ett sådant kan ske. Det beror bland annat på att ERM-inträdet måste föregås av en intern svensk förberedelseprocess där regering och Riksbank enas om vilken centralkurs och bandbredd som ska eftersträvas.³⁸ Därefter vidtar en process med sonderingar och informella överläggningar med de europeiska motparterna, som på grund av den marknadspåverkan som kan uppstå inte bör ske offentligt.

Två typiska fall

Ingves diskuterar två typiska fall för hur en ERM-anslutning och en senare övergång till euron kan ske. Det ena är Finland. Landet genomgick, liksom Sverige, en svår ekonomisk kris i början av 1990-talet. Valutan släpptes då fri och ett inflationsmål infördes. Sedan beslut tagits om att söka anslutning till valutaunionen vid dess start 1999, inträdde Finland i slutet av 1996 i ERM I. Valutakursen stabiliserades då snabbt runt den valda centralkursen. Men eftersom det uppstod ett apprecieringstryck, krävdes under en period valutainterventioner från Finlands Bank.

Ingves andra exempel är Slovakien, som anslöt sig till ERM II 2005 och införde euron 2009. Här blev apprecieringstrycket för valutan så starkt att den vid två tillfällen närmade sig bandgränsen. Båda gångerna revalverades centralkursen.

38 Det är regeringen som beslutar om "det system som skall gälla för att fastställa kronans värde i förhållande till utländska valutor (växelkurssystem). Vid behov skall regeringen också besluta om centralkurs och bandbredd (SFS 2022:1576)." Inför sådana beslut ska Riksbanken ha fått tillfälle att ge synpunkter.

Svensk ERM-strategi

Om kronan, som Ingves rekommenderar, ska hållas inom ett smalt växelkursintervall runt centralkursen under den ERM-period som ska föregå ett eurointräde, kan det behövas valutainterventioner från Riksbanken. Enligt honom krävs då en betydligt större valutareserv än idag. Den skulle också behöva ombalanseras så att huvuddelen består av euro i stället för som idag dollar.

Ingves betonar att Riksbankens *modus operandi* under en ERM-period blir ett helt annat än i dagens regim med inflationsmål och en flytande växelkurs. Det kan krävas ”en organisatorisk beredskap att omedelbart intervensera på valutamarknaden vid behov” och därför ”nya interna beslutsformer och ett återskapande av gammal ’fastkurskunskap’ på Riksbanken”.

Andra anpassningskrav inför ett eurointräde

Ett eurointräde kräver också legal konvergens. Här har ECB konstaterat att den nya riksbankslagen, som gällt från och med 2023, inte uppfyller EU:s krav på centralbankens självständighet. Det beror främst på att lagen inskränker Riksbankens möjligheter att använda köp och försäljningar av värdepapper som ett penningpolitiskt medel.

Slutligen behövs vid ett eurointräde en rad åtgärder på teknisk nivå, inte minst för att anpassa olika transaktionssystem. Det gäller betalningstransaktioner mellan banker, värdepapperstransaktioner och olika *front-end*-system för betalningar som Mastercard, Visa, Apple Pay, Swish med flera. Ingves framhåller att anpassningar till att använda euron i stället för kronan i sådana system underlättas av en utveckling som av effektivitetsskäl redan är på gång mot att ersätta de tidigare nationella svenska betalningssystemen med anslutning till ECB:s system (fast än så länge avseende kronbetalningar). En stor skillnad mot millennieskiftet är att sedlar och mynt numera spelar en mycket mindre roll för betalningar och att större fokus i den nödvändiga tekniska omställningen därför i stället kommer att ligga på de digitala systemen.

8 Mina sammanfattande bedömningar

Avsnitten 3–7 har behandlat olika aspekter av ett svenskt euromedlemskap på det sätt som de speglas i de olika bidragsgivarnas kapitel i denna bok. Det här kapitlet ger *mina* sammanfattande bedömningar. De bygger på de refererade kapitlen men avviker på vissa punkter. Dessutom behandlas några aspekter som inte diskuteras i övriga kapitel: arbetskraftsrörlighet, riskdelning via kapitalmarknaderna och geopolitik. Detta betyder att endast *undertecknad* har ansvaret för slutsatserna i detta avsnitt. Övriga författare kan dela dessa men behöver inte göra det.

Tabell 4 är ett försök till grov sammanfattning av hur jag ser på olika konsekvenser av ett euromedlemskap och hur dessa förändrats över tid i förhållande till bedömningarna i EMU-utredningen (1996) och dem som kunde göras i samband med folkomröstningen 2003. Jag skiljer mellan fyra kategorier av effekter, ungefärligen motsvarande dem i avsnitten 3–6: (i) samhällsekonomisk effektivitet; (ii) konjunkturstabilisering; (iii) övrig ekonomi; och (iv) allmän politik. Tabellen kan tjäna som en övergripande disposition för den mer utförliga diskussionen nedan.

Tabell 4 Översiktlig beskrivning av konsekvenserna av ett svenskt euromedlemskap och jämförelser med EMU-utredningen (1996) och bedömningarna vid folkomröstningen 2003

	Fördel	Varken fördel eller nackdel	Nackdel	Mer positivt/ mindre negativt	Ingen förändring	Mer negativt/ mindre positivt
Samhällsekonomisk effektivitet	Ja.			Större fördel.		
<i>Utrikes handel</i>	5–7,5 procents mer handel med både euroländer och icke- euroländer.			Större effekter.		
<i>Utländska direktinvesteringar</i>	Större effekter än på handeln.			Större effekter.		
<i>Transaktionskostnader</i>	Besparing på 0,1–0,2 procent av BNP.				Liknande bedömning som EMU- utredningen.	
<i>BNP-nivå/tillväxt</i>	Ja, men svårt bedöma storlek och i vilken mån det är nivå- eller tillväxteffekt.			Större effekter.		

Fördel	Varken fördel eller nackdel	Nackdel	Mer positiv/ mindre negativ	Ingen förändring	Mer negativ/ mindre positiv
Konjunkturstabilisering		Ja	Betydligt mindre nackdel.		
<i>Penningpolitik vid landspecifik störning</i>		Den gemensamma penningpolitiken anpassas inte.	Betydligt mindre nack- del: mer synkroniserade konjunkturer och mycket större möjligheter använda nationell finanspolitik. Något större möjligheter till stöd från andra EU-länder. Något större arbetskraftsrörlighet och sannolikt något mer riskdelning (utjämning av inkomster och konsumtion) med euroländerna via kapi- tal- och kreditmarknaderna.		
<i>Penningpolitik vid gemensam störning</i>		Den gemensamma pen- ningpolitiken kan bli fel: större räntekänslighet i Sverige eller för expansiv ECB-politik till följd av hög offentlig skuldsättning i euroområdet.			Större nackdel på grund av större skillnad i räntekänslighet och offentlig skuldsättning. Men kan motverkas av större möjligheter att använda finanspolitiken.
<i>Växelkurs vid landspecifik störning</i>	Ingen krona vars kursrörelser kan försvara stabilisering av inflationen vid utbudsstörning.)	Ingen krona vars kursrörelser kan bidra till stabilisering av konjunktur och inflation vid efterfrågestörning.	Något större möjlighet ersätta krondpreciering med interdevalvering via lönbildningen.		
<i>Växelkurs vid gemensam störning</i>	Ingen krona vars kursrörelser kan försvara stabilisering av inflationen vid utbudsstörning.)	Ingen krona vars kursrörelser kan bidra till stabilisering av konjunktur och inflation vid efterfrågestörning.)	(Större fördel vid utbudsstörningar eftersom kronan tycks depreciera vid internationella utbuds kriser.)		Större nackdel vid efterfrågestörningar eftersom kronan tycks depreciera vid internationella efterfråge kriser.

Fördel	Varken fördel eller nackdel	Nackdel	Mer positivt/ mindre negativt	Ingen förändring	Mer negativt/ mindre positivt
Övrig ekonomi		Ja.			Tillkommande risker.
Risk Sverige får kostnader för andra euroländers höga statsskulder		Ja.			Större risk för statsskuldskriser på grund av högre skuldsättning, åldrande befolkningar, försvarssatsningar och starkare populistiska partier. Högre sannolikhet för stödsatser från andra euroländer, men också (fast i mindre grad) från icke-euroländer.
Finansiell tillsyn					
	Mer professionell tillsyn och mindre risk för vänskaps-korruption. Men också mindre kunskap om nationella särdrag.				
Svensk bankkris	Större resurspool för att hantera sådan kris. (Men mindre hänsyn kan komma att tas till svenska intressen.)		Möjlighet till stöd har titlkommit.		
Bankkris i övriga euroområdet		Risk för att svenska banker får vara med och betala genom bankavgifter och eventuellt också staten. (Men större hänsyn kan tas till svenska intressen.)			Risk för svenska kostnader har titlkommit.

	Fördel	Varken fördel eller nackdel	Nackdel	Mer positiv/ mindre negativ	Ingen förändring	Mer negativ/ mindre positiv
Allmän politik	Ja.			Ja.		
Allmänt inflytande i EU	Under vissa förhållanden kanske en fördel.					Mindre fördel än enligt tidigare bedömningar.
Inflytande angående ekonomiskpolitiska regel- system, deras tillämpning och krishantering	Större möjligheter vara med och bestämma dagordning, eftersom den i hög grad verkar bestämmas av euroländerna.				Liknande bedömning som tidigare.	
Kapitalmarknader	Sannolikt större inflytande eftersom institutioner kan komma att kopplas till ECB och valutaunionen.			Mer positiv bedömning eftersom frågan inte var aktuell tidigare.		
Politisk integration	Större deltagande i och ansvar för gemensamma beslut och institutionsutveckling. Mer europeisk samhällsdebatt i Sverige bidrar till EU:s demo- kratiska förankring. Signal om fastare svensk bindning till EU och engagemang i samarbetet.		(Större risk för mer EU-kritisk opinion om Sverige får kostnader för hantering av statsskuldkriser i andra EU-länder eller om ECB:s penningpolitik inte passar Sverige. Men euroländernas erfarenheter talar för att sådana opinionsförändringar ofta är tillfälliga.)	Viktigare med större bidrag till europeisk politisk integration i en geopolitiskt mer instabil värld.		
Sveriges möjligheter att hävda sina intressen i en geopolitiskt mer instabil värld	Eventuellt en fördel att inte behöva förhandla ensam om till exempel USA skulle koppla ihop valutapolitik och omstrukturering av amerikansk statsskuld med säkerhetspolitik, men mycket osäker bedömning.			Frågor som inte varit aktuella tidigare, men mycket osäker bedömning.		

8.1 Samhällsekonomisk effektivitet

Ett euromedlemskap skulle innebära minskade transaktionskostnader vid handel och finansiella transaktioner med dagens euroländer i form av inbesparade växlingskostnader mellan kronan och euron. EMU-utredningen (1996) uppskattade dessa kostnadsbesparingar till 0,1–0,2 procent av BNP. Man kunde tro att digitaliseringen skulle ha minskat dessa vinster, men enligt Forslids analys i kapitel 2 är de fortfarande av samma storleksordning. Kostnadsbesparingarna är en entydigt positiv effekt av en euroanslutning, men de är så små att de inte kan tillmätas någon stor betydelse i sig.

De största effektivitetsvinsterna med en euroanslutning kan i stället antas uppkomma genom effekter på utrikeshandel och utländska direktinvesteringar. Effekterna beror till någon del på minskade transaktionskostnader men framför allt på minskad valutaosäkerhet. Forslids uppskattning att Sveriges handel med både euroländer och icke-euroländer kan öka med 5–7,5 procent om Sverige inträder i valutaunionen verkar rimlig. Det är också rimligt att tro att effekten på direktinvesteringar – både svenska i utlandet och utländska i Sverige – är större än effekterna på handeln. Det står därför klart att man idag bör göra en betydligt mer positiv bedömning av hur både utrikeshandel och utländska direktinvesteringar skulle påverkas av ett svenskt euromedlemskap än EMU-utredningen (1996) gjorde.

Konsekvensen av mer handel och direktinvesteringar till följd av en gemensam valuta blir ett mer effektivt utnyttjande av tillgängliga resurser. Det ökar inkomster och välfärd. Det är emellertid svårt att bilda sig en uppfattning om dessa effekters storlek. Studier av till exempel sambandet mellan utrikeshandel och inkomstnivå är förknippade med stora metodologiska problem. Skälet är att orsakssambandet sannolikt är dubbelriktat: Det är troligt att inte bara handelns omfattning påverkar inkomstnivån utan också att inkomstnivån påverkar handelns

omfattning.³⁹ Det senare kan bland annat bero på att en högre inkomstnivå leder till högre efterfrågan på varor och tjänster som måste importeras och att länder med en högre inkomstnivå har råd med en bättre ”infrastruktur” för utrikeshandel (Frankel och Rose 1999).

Ett annat problem, som diskuterades i avsnitt 3.2, är att det är teoretiskt oklart om mer handel leder till en *engångshöjning* av BNP från en nivå till en annan eller en *permanent höjning* av BNP:s tillväxttakt. De olika teoretiska ansatserna är svåra att särskilja empiriskt eftersom en ”engångshöjning” av BNP enligt teorin kan förväntas ske över många år, med högre tillväxt, innan processen är färdig.

Runt millennieskiftet och under decenniet dessförinnan utvecklades en stor empirisk forskningslitteratur om vilka faktorer som kan förklara inkomstskillnader mellan länder. Ett robust resultat enligt denna forskning är att mer utrikeshandel innebär högre BNP per capita (se till exempel Svedberg 1999). Senare studier kommer till samma resultat.⁴⁰

I ett appendix till detta kapitel visas beräknade långsiktiga effekter på svensk BNP per capita av en ökning av summan av export och import som andel av BNP med fem procentenheter (vilket kan tänkas motsvara förändringen till följd av ett eurointräde) utifrån skattningar i några utvalda empiriska studier: dels ett par uppmärksammade tidiga analyser (Frankel och Romer 1999, Frankel och Rose 2000), dels ett par senare (Busse och Königer 2015, Wacker med flera 2024).⁴¹ Effekten är en höjning av BNP per capita med några procent. En annan studie (Karras 2003) finner en permanent höjning av tillväxttakten med 0,1–0,2 procentenheter. Dessa uppskattningar kan jämföras med dem

39 Till exempel Bajo-Rubio och Ramos-Herrera (2024) finner stöd för sådan dubbelriktad kausalitet. Om man inte kan rensa bort effekten från inkomst till handel, överskattas handelns effekt på inkomstnivån. Ett annat problem är att skattade effekter på inkomsten av förändringar i handelns omfattning som beror på minskade handelshinder kan fånga också andra ekonomiska reformer som samvarierat med handelsliberaliseringar. Även det kan leda till att handelns effekter på inkomsten överskattas. I motsatt riktning kan verka att det bara är vissa typer av handel som höjer inkomsten och att data för total handel därför kanske dåligt speglar hur dessa handelstyper utvecklats. Sådana mätfel innebär en tendens till underskattning av handelns effekter på inkomsten (Frankel och Rose 1999).

40 Se till exempel Busse och Königer (2015), Bajo-Rubio och Ramos-Herrera (2024) samt Wacker med flera (2024).

41 År 2024 uppgick summan av Sveriges export och import som andel av BNP till 98,6 procent. En ökning av andelen med fem procentenheter kan antas stämma överens med den av Forslid i kapitel 2 bedömda ökningen av svensk handel med 5–7,5 procent vid ett euromedlemskap.

i en studie av Felbermayr och Steininger (2021). Enligt den har införandet av euron inneburit åtta procents högre bilateral varuhandel mellan euroländer (men ingen effekt på tjänstehandeln). Med hjälp av en allmän jämviktsmodell räknar författarna sedan om denna effekt till en motsvarande reduktion av transaktionskostnader och en därav följande ökning i BNP per capita – under ett antagande om i övrigt oförändrade förhållanden. Den genomsnittliga ökningen mellan 1999 och 2014 för de tio ursprungliga euroländerna (alla utom Luxemburg) blev då 0,7 procent, en ganska låg siffra.⁴²

Det beskrivna underlaget är egentligen för magert för att man ska våga sig på kvantitativa slutsatser. En möjlig – men djärv – tolkning är dock att vi talar om långsiktseffekter via utrikeshandeln på BNP per capita av en euroanslutning på ett par procent av BNP. Lång sikt ska då tolkas som åtskilliga decennier.

Det är också relevant att påminna om att – som framgår både av tabell 1 i detta kapitel och av Flodéns analys i kapitel 5 – nästan alla de ursprungliga euroländerna sedan valutaunionens start haft lägre tillväxt i BNP per capita än Sverige. Tillväxten kan antas bero på en mängd olika faktorer, men uppenbarligen har euromedlemskap inte än så länge haft så stora positiva tillväxteffekter att det dominerat över andra bestämningsfaktorer.⁴³ Jag känner inte heller till några tillväxtstudier som lyft fram en gemensam valuta som en av de viktigaste tillväxtfrämjande faktorerna.

En sista reflektion om de samhällsekonomiska effektivitetseffekterna relaterar till USA:s alltmer protektionistiska handelspolitik, som tenderar att minska omfattningen av den svenska utrikeshandeln

42 Denna beräknade siffra bortser från tredjeländseffekter (effekter på icke-euroländers handel) av euron.

43 Detta stämmer överens med att studier som använt så kallad syntetisk kontrollmetod inte funnit att Sverige skulle ha haft en högre tillväxt om vi deltagit i valutaunionen. Enligt flera av studierna hade i stället den svenska tillväxten då varit lägre. Metoden innebär att man skapar en syntetisk kontrollgrupp att jämföra Sverige med genom att vikta ihop olika euroländer på ett sådant sätt att gruppens tillväxt före eurostarten låg så nära Sveriges som möjligt. Det är dock inte troligt att studier med denna ansats ger någon relevant information om de långsiktiga framtida tillväxtkonsekvenserna av en svensk euroanslutning. Det beror på att skillnaderna mellan Sveriges och euroområdets tillväxt sedan eurostarten påverkats av faktorer som en snabb svensk produktivitetstillväxt fram till och med 2006, främst relaterad till en stark IKT-sektor, och stora konjunktursvängningar i euroområdets periferiländer (se Eriksson och Ljungkvist 2021 för en mer utförlig diskussion).

(främst med detta land) och därmed de vinster som den genererar för folkhushållet. Detta betyder att åtgärder som syftar till att eliminera handelshinder mot andra länder blir mer angelägna. Euroanslutning är en sådan åtgärd – som vi håller i våra egna händer.

8.2 Konjunkturstabilisering

Det vedertagna stabiliseringspolitiska argumentet mot ett deltagande i valutaunionen är förlusten av penningpolitisk autonomi. Om Sverige vid ett euromedlemskap utsätts för andra konjunkturstörningar än resten av euroområdet, har vi inte längre en egen penningpolitik som kan användas för att motverka dem. Här delar jag Walentins bedömning i kapitel 4 att det är fullt möjligt för Riksbanken att utanför valutaunionen föra en annan penningpolitik än ECB om den svenska konjunkturutvecklingen motiverar det.

De relevanta överbågandena i fråga om en avvikande konjunktur i Sverige i förhållande till dagens euroområde har att göra med sannolikheten för detta och möjligheterna att i så fall använda andra ekonomiskpolitiska medel för att motverka den.

Större samvariation mellan konjunkturen i Sverige och dagens euroområde än tidigare

Ett problem vid en bedömning av risken för en avvikande svensk konjunkturutveckling vid ett framtida euromedlemskap utifrån tidigare konjunkturmönster är att dessa påverkats av att Sverige då kunnat föra en egen penningpolitik. Skillnader i förhållande till ECB:s penningpolitik kan i princip ha bidragit till både mer och mindre synkroniserade konjunkturer. Om landspecifika störningar motverkats av Riksbankens penningpolitik kan samvariationen i konjunkturerna ha ökat. Men den kan också ha minskat därför att penningpolitiken i sig kan ha gett upphov till störningar. Men eftersom Riksbankens och ECB:s penningpolitik för det mesta varit liknande, borde dessa tolkningsproblem vara begränsade. Det är därför rimligt att dra slutsatser om sannolikheten för en avvikande svensk konjunkturutveckling vid ett deltagande i valutaunionen från tidigare erfarenheter.

Det står klart från Hanssons analys i kapitel 3 att den svenska konjunkturen varit mer synkroniserad med den i det nuvarande euroområdet efter millennieskiftet än före. Såväl ökad handel med euroländerna som fördjupad finansiell integration med dem har sannolikt ökat spridningen av konjunkturimpulser från euroområdet till Sverige.

Eftersom ett euromedlemskap kan väntas innebära mer handel med euroländerna, kan det antas leda till ännu mer synkroniserade konjunkturer genom ökad spridning av konjunkturimpulser den vägen. Teoretiskt skulle denna effekt kunna motverkas av att ökad handel innebär mer specialisering och att Sverige därför blir mer utsatt för branschspecifika störningar.⁴⁴ Fast Hanssons analys tyder inte på att detta skulle vara av någon större betydelse. Branschstrukturen i euroländerna tycks snarare ha blivit mer homogen sedan eurostarten 1999. Viss forskning har också pekat på att ökat handelsutbyte, förutom de direkta konjunkturspridningseffekterna via den, också kan leda till spridning genom en "förtroendekanal" (*animal spirits*), som kan vara särskilt viktig inom en valutaunion (de Grauwe och Ji 2017).

Sannolikheten för framtida svenska landspecifika konjunkturstörningar vid ett medlemskap i valutaunionen bör bedömas som betydligt mindre än vad EMU-utredningen gjorde 1996 och än vad man kunde göra vid folkomröstningen 2003.

Större möjligheter att använda finanspolitiken vid en avvikande konjunkturutveckling än tidigare

En stor skillnad mot när EMU-utredningen (1996) publicerades är att den offentliga skuldsättningen nu är mycket lägre, cirka 34 procent vid utgången av 2024 mot cirka 70 då. Minskningen har skett samtidigt som skulderna ökat kraftigt i de flesta andra avancerade ekonomier både i och utanför EU. Det innebär att svenska statspapper också framstår som relativt sett mycket säkrare än tidigare. Sverige har därför idag helt andra möjligheter än tidigare att föra en expansiv finanspolitik för att motverka en landspecifik lågkonjunktur utan att drabbas av negativa marknadsreaktioner i form av kraftigt höjda statskuldräntor. Denna slutsats rubbas inte av den ytterligare upplåning på

44 En sådan hypotes formulerades av Krugman (1993) men har inte fått empiriskt stöd.

några procent av BNP för att finansiera upprustningen av försvaret som kan förutses under det kommande decenniet. Sannolikheten för att en expansiv finanspolitik i en isolerad svensk lågkonjunktur kan komma att begränsas av EU:s finanspolitiska regler är också liten.

Min analys i kapitel 5 ger också anledning tro att finanspolitiken vid ett euromedlemskap verkligen i högre grad än nu skulle användas för att stabilisera konjunkturen när den avviker från den i andra euroländer. Det skulle till viss del ske via de automatiska stabilisatorerna, alltså de förändringar i skatteintäkter och vissa offentliga utgifter som sker utan några nya beslut när konjunkturen svänger. Tidigare erfarenheter visar att även den aktiva finanspolitiken i Sverige för det mesta varit kontracyklisk under de senaste decennierna. Det kan emellertid bli en utmaning att se till att finanspolitiken i lika hög grad används för att motverka asymmetriska högkonjunkturer som asymmetriska lågkonjunkturer.

Det tycks ha skett en förskjutning inom EU i riktning mot att i högre grad stödja medlemsstater med ekonomiska problem. Följaktligen är sannolikheten för att även Sverige ska få hjälp i en djup landspecifik lågkonjunktur något större nu än tidigare.

Kronans växelkurs vid en avvikande svensk konjunktur

En utgångspunkt för analysen i EMU-utredningen (1996) var att växelkursen normalt rör sig så att den motverkar landspecifika konjunkturstörningar även när valutan flyter fritt. Men sedan valutaunionens start 1999 har Sverige inte utsatts för några betydande sådana makroekonomiska störningar så det finns inte några empiriska erfarenheter från de senaste decennierna att luta sig mot. Men det är fortfarande en rimlig hypotes att den svenska kronans kursförändringar gentemot euron i nuvarande penningpolitiska regim mestadels skulle bidra till att stabilisera efterfrågan vid stora landspecifika konjunkturstörningar och att vi skulle gå miste om den hjälpen vid ett euromedlemskap. Samtidigt rör sig växelkurser ofta på ett svårförklarligt sätt, så det är fullt möjligt att även tänka sig situationer utanför valutaunionen då kronans kursrörelser mot euron kan försvåra stabiliseringspolitiken.

Vid ett euromedlemskap kan den *reala* växelkursen mot andra euroländer deprecieras, alltså relativpris och relativ lönekostnad sänkas, genom en så kallad *interndealvering*. Den kan ske genom antingen finanspolitiken (lägre arbetsgivaravgifter i kombination med andra skattehöjningar eller lägre offentliga utgifter) eller lönebildningen (lägre löneökningar än i euroområdet i övrigt eller lönesänkningar). Finanspolitiska interndealveringar har nästan inte alls använts av euroländerna, förmodligen därför att det är problematiskt med permanenta förändringar av skattestrukturen som svar på tillfälliga konjunkturstörningar.

Däremot genomfördes stora interndealveringar via lönebildningen i de baltiska staterna under den globala finanskrisen 2008–09 och i Grekland och Portugal under eurokrisen 2010–12. Dessa interndealveringar bidrog till att få fart på ekonomierna igen. Men de är ett mycket imperfekt substitut för externa valutakursförändringar, eftersom de verkar förutsätta att arbetslösheten redan stigit till höga nivåer för att de ska vara genomförbara i större skala. Den mer ansvarsfulla lönebildningen i Sverige sedan Industriavtalets tillkomst 1997 kan dock tala för att en lönepolitisk interndealvering skulle kunna vara möjlig i ett svårt krisläge. Men den skulle med all sannolikhet förändra den reala växelkursen mycket mindre än en eventuell extern valutadepreciering om vi står utanför valutaunionen. Den enda fördelen med att vid ett euromedlemskap behöva förlita sig på en interndealvering via lönebildningen är att arbetsmarknadens parter har mer kontroll över den än Riksbanken över den nominella växelkursen mot euron när Sverige står utanför valutaunionen.

Arbetskraftsrörlighet som anpassningsmekanism vid en avvikande konjunkturutveckling

En annan anpassningsmekanism som vid ett svenskt euromedlemskap kan motverka en avvikande svensk konjunkturutveckling på arbetsmarknaden, men som inte diskuteras i något av de andra kapitlen, är *arbetskraftsrörlighet*. Därför analyseras denna mekanism mer grundligt i detta avsnitt än de mekanismer som behandlats i övriga kapitel.

Emigration av arbetskraft från Sverige till andra euroländer i en isolerad svensk lågkonjunktur skulle hålla nere vår arbetslöshet. På motsvarande sätt kan en överhettning i bara Sverige motverkas av arbetskraftsimmigration från andra euroländer. Enligt Mundells (1961) ursprungliga analys av optimala valutaområden var stor arbetskraftsrörlighet mellan medlemmarna ett viktigt kriterium.

Studier av USA, en valutaunion av 50 delstater, har visat att arbetskraftsrörlighet är en viktig mekanism för att utjämna arbetslösheten mellan dem vid en asymmetrisk konjunkturstörning i en delstat.⁴⁵ Arbetskraftsrörligheten mellan EU-länder är mycket lägre. Därför var det ett vanligt argument inför eurostarten 1999 att den europeiska valutaunionen låg väldigt mycket längre från att vara ett optimalt valutaområde än den amerikanska.⁴⁶

Även om migrationen mellan EU-länderna ökat över tid är den fortfarande liten jämfört med migrationen mellan amerikanska delstater. Cirka 30 procent av befolkningen i en delstat kommer där från en annan delstat. I EU som helhet utgjorde 2023 medborgare från andra EU-länder endast fyra procent av den arbetsföra befolkningen (20–64 år). Motsvarande siffra för medborgare från tredje land (icke-EU-länder) var sju procent. Samma siffror gäller för Sverige, så vi är i detta avseende ett normalt EU-land.⁴⁷

Samtidigt visar figur 12 att det förekommit betydande variationer i (den totala) nettomigrationen i flera av de EU-länder som under den globala finanskrisen och eurokrisen drabbades av kraftigt höjd arbetslöshet. Både Irland och Spanien hade betydande nettoinvandring fram till 2007–08. Därefter förbyttes den i nettoutvandring. Utvecklingen i Lettland och Litauen är än mer slående. Båda länderna hade nettoemigration före den globala finanskrisen (till följd av lägre inkomst per capita än i övriga EU) men denna ökade kraftigt 2008–11. Samtidigt var variationerna i nettoinvandringen i alla fyra länderna små i förhållande till arbetslöshetsuppgången. Ändå var befolkningsminskningarna så stora som 10–15 procent i de två baltiska länderna (Blanchard med flera 2013, ECB 2017).

45 Detta uppmärksammades först i en inflytelserik studie av Blanchard och Katz (1992),

46 Se till exempel Decressin och Fatás (1995).

47 European Commission (2025b).

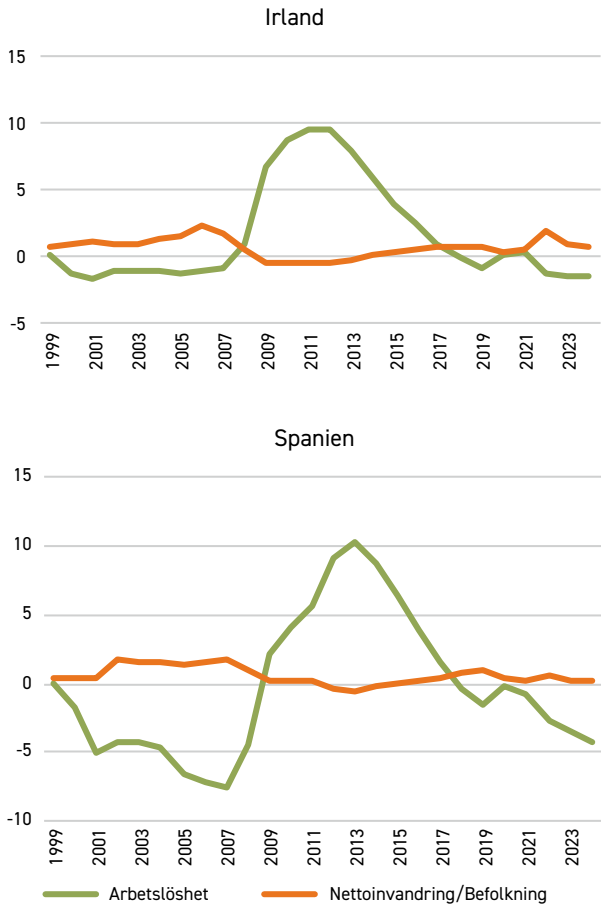
Även senare års studier bekräftar att migration spelar en betydligt större roll som anpassningsmekanism vid makroekonomiska störningar som är specifika för en delstat i USA än vad den gör vid land-specifika sådana störningar i EU (till exempel Beyer och Smets 2015 och Basso med flera 2019). Flera studier finner dock att migration över tid har blivit en viktigare anpassningsmekanism vid landspecifika störningar i EU (Beyer och Smets 2015, Arpaia med flera 2017). Enligt Arpaia med flera (2016) har dessutom skillnader i arbetslöshet mellan två länder (i ett stort urval innefattande också många länder utanför EU) större effekt på den bilaterala bruttomigrationen om båda ingår i valutaunionen än som annars är fallet.

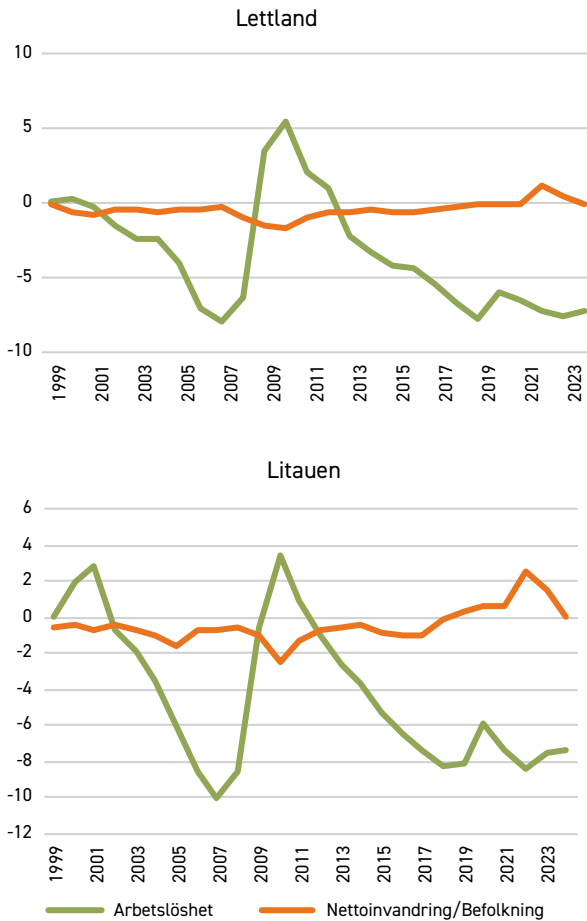
Arbetskraftsmigration kan vid ett svenskt euromedlemskap inte förväntas vara någon huvudsaklig anpassningsmekanism i en konjunktur som avviker från den i resten av euroområdet. Men det finns ändå skäl tro att arbetskraftsrörlighet i framtiden kan ge ett något större bidrag till att utjämna arbetsmarknadsläget mellan Sverige och övriga euroländer än enligt EMU-utredningens (1996) bedömning. Betydelsen kan också antas öka långsamt över tid i takt med en gradvis ökning av andelen födda i andra EU-länder, eftersom deras rörlighet är större än inrikes föddas (Basso med flera 2019).

Riskdelning via kapital- och kreditmarknaderna

Forskningen har också pekat på *riskdelning* via *kapital- och kreditmarknaderna* som en anpassningsmekanism vid en avvikande konjunktur-utveckling i ett enskilt euroland. Fokus är då inte på hur variationer i aktivitetsnivån (produktion och sysselsättning) kan dämpas utan på hur genomslaget på inkomster och konsumtion kan minskas genom att riskerna, som i ett försäkringsarrangemang, delas med övriga medlemsstater så att dessa får ta en del av stöten. Tanken är att huvudproblemet med konjunktursvängningar är de variationer i konsumtion (konsumtionstillväxt) som de leder till. Eftersom inte heller denna anpassningskanal diskuteras i övriga kapitel, behandlas även den mer utförligt här.

Figur 12 Arbetslöshet och nettoinvandring i fyra EU-länder, 1999–2024, procent





Anm.: Arbetslösheten mäts som förändringen jämfört med 1999 i antal arbetslösa i procent av arbetskraften, nettoinvandringen som skillnaden mellan invandring och utvandring i procent av befolkningen.

Källor: World Bank och AMECO.

Pionjärarbetet i denna forskning är Asdrubali med flera (1996), som fann att variationer i *produktionstillväxten* i amerikanska delstater bara hade ett mindre genomslag på *konsumtionstillväxten*. Effekterna på den utjämnades främst genom att svängningarna i *inkomstillväxt* motverkades av flöden av kapitalinkomster mellan delstaterna till följd av korsvisa innehav av finansiella tillgångar (aktier och andra finansiella fordringar). Men även konsumtionsutjämning (*consumption smoothing*) via kreditmarknaden, alltså genom variationer i nettoutlåningen mellan delstater, visade sig ha betydelse.

Sedan slutet av 1990-talet har många liknande studier gjorts för både USA och euroområdet. Ett samstämmigt resultat är att variationer i produktionstillväxten mellan de amerikanska delstaterna leder till mycket mindre variationer i konsumtionstillväxten än vad variationer i produktionstillväxten mellan euroländerna gör. Enligt en översikt är det genomsnittliga resultatet för USA att endast 30 procent av variationer i produktionstillväxten slår igenom på konsumtionstillväxten, medan motsvarande siffra för euroområdet är 60 procent (Cimadomo med flera 2022). Skillnaden beror främst på att kapitalmarknadskanalen (inkomstutjämningskanalen) är svagare i euroområdet. Det beror framför allt på mycket mindre korsvis aktieäggande. Konsekvensen är att konsumtionstillväxten varit betydligt mer synkroniserad mellan delstaterna i USA än produktionstillväxten, medan skillnaderna varit små i euroområdet (se figur 13).

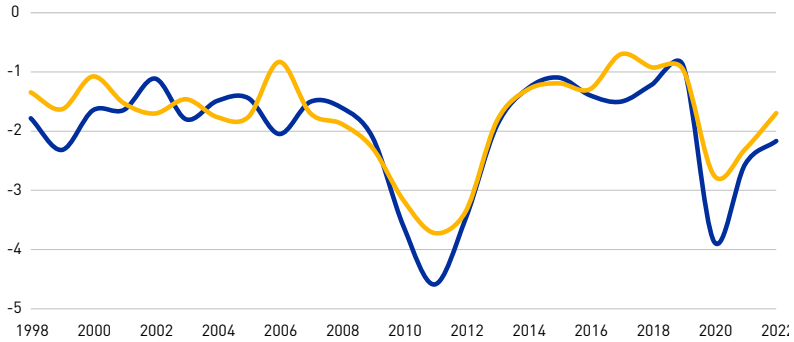
Kreditmarknadskanalen för konsumtionsutjämning mellan euroländerna tycks emellertid ha förstärkts från eurostarten fram till den globala finanskrisen.⁴⁸ Då bröt emellertid utjämningen samman när den gränsöverskridande interbankmarknaden frös. Sedan verkar denna kanal ha börjat fungera igen.⁴⁹

48 Hoffmann med flera (2018) och Cimadomo med flera (2022)

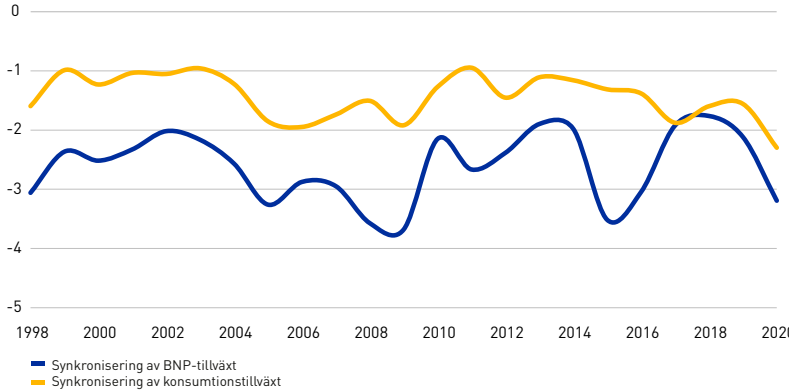
49 Cimadomo med flera (2022).

Figur 13 Synkronisering av BNP- respektive konsumtionstillväxt i euroområdet och USA, 1998–2022

(a) Euroländer



(b) Amerikanska delstater



Anm.: Synkroniseringen mäts som minus genomsnittet av alla parvisa absoluta skillnader i tillväxttakt mellan länder (delstater) för varje år.

Källa: Cimadomo med flera (2022).

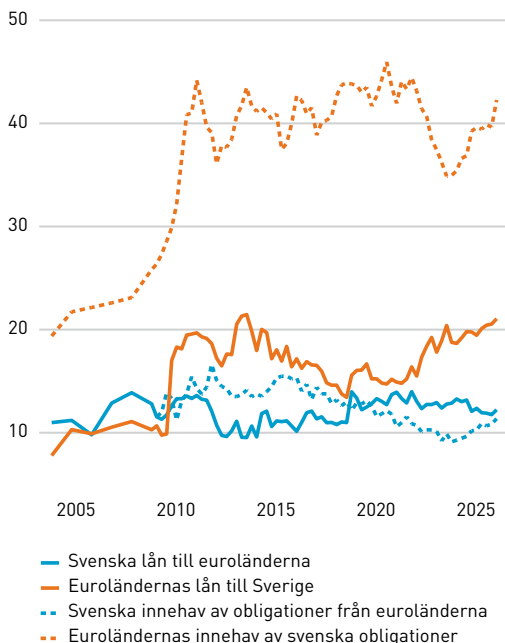
Flera studier har bekräftat att graden av riskdelning vid landspecifika störningar hänger samman med omfattningen av gränsöverskridande tillgångsinnehav (särskilt av aktier) och lån.⁵⁰ Det finns därför skäl att se på hur dessa utvecklats för svensk del sedan eurostarten. Figur 14

50 Se till exempel Sørensen med flera (2007) och Hoffmann med flera (2018)

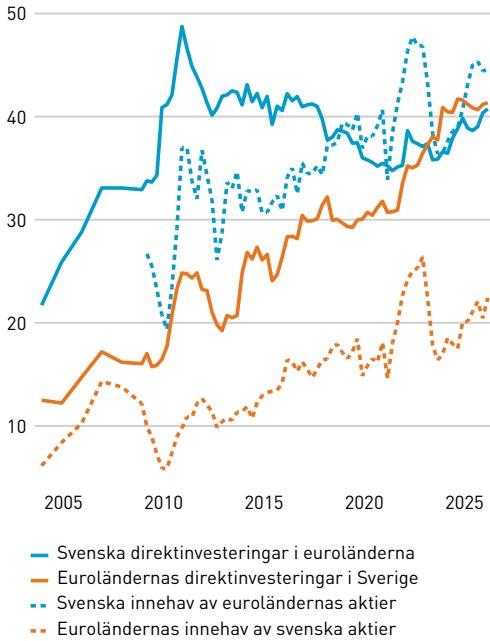
visar att de gränsöverskridande tillgångsinnehaven mellan Sverige och euroländerna ökat betydligt sedan början av 2000-talet. De poster som växt mest är euroländernas direktinvesteringar i Sverige, deras innehav av svenska aktier och obligationer, svenska direktinvesteringar i euroområdet och svenska innehav av aktier från euroländerna. Det är svårt att kvantifiera betydelsen för riskdelning med euroländerna, men det förefaller klart att den har ökat.

Figur 14 Gränsöverskridande finansiella placeringar mellan Sverige och euroområdet, 2003–25, procent av svensk BNP

(a) Lån och obligationer



(b) Aktier och direktinvesteringar



Anm.: Aktier inkluderar fondandelar. Lån avser lån till direktinvesteringar.
Källa: Beräkningar av Martin Flodén på grundval av Balance of Payments and International Investment Positions, ECB, för tillgångsvärden och Eurostat för BNP.

Av samma skäl som ett euromedlemskap tycks öka handel och direktinvesteringar med andra euroländer, bör det leda till fler gränsöverskridande placeringar i aktier och andra finansiella tillgångar. Det kan antas betyda mer riskdelning. Detsamma gäller om kapital- och kreditmarknader blir mer integrerade genom en kapitalmarknadsunion och en fortsatt utveckling av bankunionen inom EU.⁵¹

Penningpolitiken vid gemensamma störningar

Tidigare diskussion av valutaunionen, såsom i EMU-utredningen (1996), STEMU-utredningen (2002), Eriksson och Ljungkvist (2021) samt Svenskt Näringsliv (2024), har i regel utgått från att ECB:s gemen-

51 Demyanuk med flera (2007) och Hoffmann Shcherbakova-Stewen (2011) visar hur avreglering och integration av bankmarknaderna mellan amerikanska delstater ledde till mer riskdelning.

samma penningpolitik är oproblematiske för länderna i valutaunionen vid gemensamma störningar. Men så enkelt är det inte. ECB:s penningpolitik får olika effekter om ekonomiernas räntekänslighet skiljer sig åt. Empiriska studier har också funnit betydande sådana skillnader mellan euroländerna.⁵²

Walentin visar i kapitel 4 att man inte rakt av kan jämföra skattningar av BNP:s räntekänslighet mellan euroländerna och Sverige (se avsnitt 4.3). Men eftersom hushållen numera är högre belånade och har en större andel lån med kort räntebindningstid i Sverige än i flertalet euroländer, är sannolikt den svenska ekonomins räntekänslighet betydligt högre. Jag delar därför Walentins bedömning att såväl penningpolitiska stimulanser som åtstramningar av ECB vid gemensamma konjunkturstörningar kan antas bli större än vad som är lämpligt för Sverige. Detta är ett stabiliseringspolitiskt problem med en euroanslutning som tillkommit sedan millennieskiftet. Den höga svenska räntekänsligheten ställer därför stora krav på vår finanspolitik vid gemensamma störningar för att få en lämplig samlad effekt på efterfrågan. I lågkonjunkturer bör finanspolitiken i Sverige sannolikt vara mindre expansiv än i euroområdet i övrigt, i högkonjunkturer mindre åtstramande.

Kronans växelkurs vid gemensamma konjunkturstörningar

Något som EMU-utredningen (1996) inte förutsåg är de kraftiga växelkursrörelser för kronan som skett i samband med stora globala makrostörningar. Det har etablerats ett mönster där kronan försvagats kraftigt i internationella kriser. Vid IT-kraschen efter millennieskiftet, den globala finanskrisen 2008–09 och inflationskrisen 2022–23 hjälpte stora kronfall till att stabilisera resursutnyttjandet. Det var önskvärt i de två första fallen, som var negativa efterfrågestörningar. Men under 2022–23 års negativa utbudsstörning försvårades i stället stabiliseringspolitiken: Högre importprisstegringar och större nettoexport till följd av kronedeprecieringen motverkade inflationsbekämpningen som den ekonomiska politiken då prioriterade.

52 Se Almgren med flera (2022) samt Datsenko och Fleck (2024).

Min bedömning liknar Flodéns i kapitel 4. Man bör vänta sig att kronans växelkursrörelser mot euron för det mesta bidrar till att stabilisera resursutnyttjandet vid gemensamma efterfrågestörningar om Sverige står utanför valutaunionen, även om det inte alltid behöver förhålla sig så. Ett aktuellt exempel är kronförstärkningen 2025 i ett läge då Trumps tullutspel fördröjt en konjunkturuppgång. Vid utbudsstörningar är risken stor att kronkursen rör sig så att det blir svårare att uppnå inflationsmålet. Den ökade geopolitiska instabiliteten innebär förmodligen att globala utbudsstörningar framöver blir vanligare. Sannolikheten för destabiliserande kronrörelser mot euron om vi står utanför valutaunionen kan därför antas öka i framtiden.

Min bedömning av de stabiliseringspolitiska konsekvenserna av ett euromedlemskap

Ett euromedlemskap innebär fortfarande en stabiliseringspolitisk nackdel. Det finns tre skäl till det: (i) förlusten av penningpolitisk autonomi vid en konjunkturutveckling som avviker från den i övriga euroområdet; (ii) risken att ECB:s penningpolitik inte passar Sverige vid gemensamma makroekonomiska störningar; och (iii) inga växelkursförändringar mot euron som annars mestadels skulle underlätta den svenska stabiliseringspolitiken.

Samtidigt måste den stabiliseringspolitiska nackdelen med ett euromedlemskap bedömas som mycket mindre än tidigare. Den svenska konjunkturen har blivit mer synkroniserad med euroområdet. Den minskade offentliga skuldsättningen i Sverige innebär betydligt större möjligheter att delvis ersätta penningpolitiska stimulanser i isolerade svenska lågkonjunkturer med finanspolitiska sådana. Sannolikheten för att kronans växelkursrörelser utanför valutaunionen ska verka stabiliserande på ekonomin kan antas vara lägre än tidigare. Möjligheten att vid ett euromedlemskap förbättra konkurrenskraften genom interndealvering kan ha blivit något större sedan slutet av 1990-talet. Arbetskraftsmigration kan ge ett något större bidrag till utjämning av skillnader i arbetslöshet mellan Sverige och andra euroländer än tidigare. Möjligheterna till utjämning av inkomster och konsumtion (riskdelning med euroområdet) via kredit- och kapitalmarknaderna har

sannolikt ökat något till följd av mer gränsöverskridande finansiella placeringar. I motsatt riktning mot de nämnda förändringarna verkar att sannolikheten för att ECB:s penningpolitik inte ska passa Sverige vid gemensamma makroekonomiska störningar tycks vara högre än tidigare, men detta är enligt min bedömning av mindre betydelse än de förändringar som reducerat den stabiliseringspolitiska nackdelen av ett euromedlemskap.⁵³

8.3 Övrig ekonomi

Två ytterligare ekonomiska aspekter som måste vägas in i en analys av ett euromedlemskap är risken för att Sverige får kostnader för de höga statsskulderna i många av dagens euroländer och konsekvenserna av det medlemskap i bankunionen som är obligatoriskt för euroländerna.

Risken för svenska kostnader för höga statsskulder i dagens euroländer

Det finns forskningsstöd för att EU:s finanspolitiska regler har lett till en bättre statsfinansiell utveckling än som annars skulle ha varit fallet.⁵⁴ Samtidigt har reglerna ofta överträtts och inte kunnat förhindra stora ökningar av statsskulden i de flesta euroländerna.⁵⁵ Liksom Andersson och Jonung i kapitel 7 har jag svårt att tro att reformerna av stabilitetspakten 2024 ska öka budgetdisciplinen – strävandena mot mer flexibilitet, med större möjligheter till diskretionära överväganden, kan i stället antas försvaga den. Det gäller, som Andersson och Jonung framhåller, inte minst i ett läge med politiska framgångar för populistiska partier, stora utgiftskrav för militär upprustning och investeringar i klimatomställning samt demografiskt betingade utgiftsökningar.

53 Svenskt Näringsliv (2024) gör en liknande bedömning. Rapporten fokuserar på mer synkroniserade konjunkturer, större möjligheter till krisstöd från andra EU-länder och högre arbetskraftsrörlighet. Däremot missar rapporten att den stora förbättringen av de offentliga finanserna ökat finanspolitikens handlingsfrihet.

54 Se översikten i appendix A.2 i Calmfors (2023b).

55 Se, förutom kapitel 7 av Andersson och Jonung, till exempel Calmfors (2005, 2017).

Jag delar också Andersson och Jonungs bedömning att nya stats-skuldkriser lär uppkomma i euroområdet.⁵⁶ Då blir det antagligen fråga om nya stödlån från Europeiska stabilitetsmekanismen, ESM, där Sverige måste delta vid ett euromedlemskap. Hur stor risken är att Sverige ska få kostnader för andra euroländers statsskulder beror på vilka anpassningskrav som kommer att ställs på krisländer som mottar stöd. Erfarenheterna från eurokrisen talar för att dessa kan tvingas till strikta anpassningsprogram som minskar riskerna för att andra euroländer ska drabbas av stora kostnader.

Den andra sidan av att Sverige som euroland kan få betala för krisstöd till andra är större möjligheter att vi själva i en inhemsk stats-skuldkris kan få hjälp. En sådan kris kan inte uteslutas för all framtid, men framstår idag som betydligt mindre sannolik än nya skuldkriser i dagens euroländer.

Gemensam EU-upplåning för vidareutlåning till medlemsstaterna av det slag som kom till stånd i samband med pandemin 2020–21 och som nu beslutats för gemensamma försvarssatsningar kan också åsamka oss kostnader. Men liksom Andersson och Jonung tror jag inte att denna risk påverkas av ett eurointräde, eftersom upplåningen är gemensam för hela EU.

Även om Sverige stannar utanför valutaunionen kan vi få betala för andra euroländers statsskulder, till exempel om det blir fråga om räddningsaktioner via IMF. Men dessa kostnader är med all sannolikhet mindre än om vi ansluter oss till euron. Faran för kostnader vid ett euromedlemskap får betraktas som större idag än vid både EMU-utredningens publicering 1996 och euroomröstningen 2003. Samtidigt kan kostnaderna komma att hållas nere genom strikta anpassningskrav på krisande euroländer.

Konsekvenserna av ett inträde i bankunionen

Frågor om finansiell krishantering vid ett deltagande i valutaunionen diskuterades inte alls av EMU-utredningen (1996). De figurerade inte

56 Den just nu mest aktuella kandidaten är Frankrike med ett budgetunderskott på nästan sex procent av BNP, en skuldkvot på 114 procent av BNP och ett stort politiskt motstånd mot en budgetkonsolidering.

heller i STEMU-utredningen (2002), som analyserade hur svensk finanspolitik borde utformas vid ett euromedlemskap. Detta var en följd av det svaga intresse som ekonomer då ägnade åt finansiell stabilitet, något som den globala finanskrisen 2008–09 kom att ändra på.⁵⁷ Idag är det uppenbart att överväganden om finansmarknadernas reglering är centrala.

Deltagande i bankunionen betyder att ansvaret för tillsynen av de största svenska bankerna skulle övergå från Finansinspektionen till ECB. Jag delar Englunds och Wisséns bedömning i kapitel 8 att det är svårt att ha en bestämd uppfattning om fördelarna med det överväger nackdelarna eller tvärtom.⁵⁸

Analysen av hur kostnaderna för bankkriser skulle påverkas av en svensk anslutning till valutaunionen – och därmed till bankunionen – liknar den ovan av kostnaderna för statsskuldkriser. Vid en bankkris i Sverige är ett medlemskap i bankunionen en fördel eftersom stora kriskostnader då kan täckas av bankunionens gemensamma resolutionsfond – och ifall dess medel inte räcker till eventuellt även av den europeiska stabilitetsmekanismen, ESM, om den som planerat kommer att fungera som en *backstop* för fonden.⁵⁹ Men samtidigt kan svenska banker (och därmed också deras kunder) genom avgifter till den gemensamma resolutionsfonden – och kanske även skattebetalare via ESM – tvingas vara med och betala för bankkriser i andra euroländer. En fördel med medlemskap i bankunionen vid bankkriser i dagens euroländer kan emellertid vara att större hänsyn då tas till svenska intressen vid hanteringen av dem än om vi står utanför.

Även om riskerna för bankkriser i dagens euroländer minskat under senare år, innebär förmodligen ett inträde i bankunionen i dagsläget en nettonackdel för Sverige. Sannolikheten för en allvarlig bankkris under en överblickbar framtid framstår fortfarande som mindre i Sverige än i de flesta av dagens euroländer. Erfarenheterna talar emellertid för att man ska vara försiktig med att dra slutsatser om bankers hälsa på lång sikt utifrån den dagsaktuella situationen: Det ligger i sakens natur att

57 Se till exempel Nationalekonomiska föreningen (2010).

58 Se också Bankunionsutredningen (2019) och Ekholm (2020) för liknande slutsatser.

59 Detta arrangemang har ännu inte trätt i kraft eftersom Italien som enda euroland inte ratificerat överenskommelsen om detta.

bankkriser uppstår oväntat. Om så inte vore fallet, skulle de oftast aldrig uppstå.

8.4 Bredare politiska överväganden

Ett ställningstagande till ett svenskt euromedlemskap måste också bygga på en analys av bredare politiska konsekvenser. Som framhölls i avsnitt 6 är hela EU-samarbetet ett i grunden *politiskt* projekt. Jones formulerar det i kapitel 9 som att ”det övergripande målet för det europeiska projektet är att européer ska kunna leva tillsammans i fred” (min översättning). Ett uttalat syfte bakom de fördrag som i slutet av 1950-talet lade grunden till dagens EU – om Kol- och stålunionen, Europeiska ekonomiska gemenskapen (EEC) och Euratom – var att övervinna nationella intressekonflikter som i värsta fall kunde leda till nya krig. Det skulle ske genom att ekonomisk integration på vissa områden skapar incitament för ekonomiskt samarbete även på andra och i förlängningen också för ett närmare politiskt samarbete.⁶⁰

Precis som andra samarbeten mellan länder utgör EU-samarbetet ett sätt att flytta beslut från nationell till överstatlig nivå för att ta hänsyn till hur politik i ett land påverkar andra länder. Syftet är att genom samordning och gemensamma beslut åstadkomma utfall som är bättre för alla. Uppenbara exempel är konkurrensregler, produktstandarder, asylinvandring, klimatpolitik och forskningsfinansiering.

En ytterligare central aspekt på det europeiska samarbetet gäller möjligheterna att hävda Europas intressen gentemot andra maktcentra – med auktoritär och antidemokratisk inriktning, främst Ryssland och Kina, men numera också USA, som med Trump som president utvecklats i denna riktning. De senaste årens utveckling har på ett övertydligt sätt illustrerat behovet av europeisk samverkan i fråga om utrikes-, säkerhets- och handelspolitik. Annorlunda uttryckt har det blivit allt viktigare för Europa att uppnå tillräckliga ”stordriftsfördelar” på dessa områden.

Ett huvudtema i Draghirapporten (2024) är behovet av radikala reformer och massiva investeringssatsningar för att EU-länderna ska

⁶⁰ Se till exempel kapitel 9 i EMU-utredningen (1996).

uppnå den konkurrenskraft och teknologiska förmåga som krävs, inte bara för tillväxt och välfärd, utan också för att trygga en stark geopolitisk position. EU behöver enligt rapporten spela en större roll för att mobilisera och samordna stora investeringar i innovation, energiomställning och försvar. Den ekonomiska suveräniteten bör stärkas genom att säkra tillgång på kritiska råvaror och komponenter, teknologier och leveranskedjor som ett skydd mot hot från omvärlden. Samtidigt krävs förenklingar av regler och harmonisering av dem mellan medlemsstaterna för att underlätta innovationer och företagande.

Jag delar i huvudsak Draghirapportens bedömning att EU behöver bli mer aktivt för att bidra till europeisk tillväxt och säkerhet. Samtidigt får detta inte innebära centraliserade lösningar som hämmar nationellt experimenterande med olika ekonomiska modeller. Det måste också finnas utrymme för institutionell konkurrens för att hitta tillväxtskapande lösningar.⁶¹

De ovan beskrivna politiska målen för EU-samarbetet bör vägas in i en analys av konsekvenserna av ett svenskt euromedlemskap. Det här avsnittet ger min syn på effekterna på (i) svenskt inflytande i EU på olika områden; (ii) Sveriges politiska integration i EU; och (iii) möjligheterna att hävda svenska och europeiska intressen i en geopolitiskt mer osäker värld.

Sveriges inflytande i EU

På grundval av Lundgrens forskningsgenomgång i kapitel 11 förefaller det klart att EMU-utredningens (1996) farhågor om betydande *allmänna* inflytandeförluster för Sverige av att stå utanför valutaunionen inte besannats. Svenskt inflytande har kunnat upprätthållas genom tillgång till informella nätverk, koalitionsbyggande och ett gott allmänrykte. Det har troligen också spelat roll att EU sedan eurostarten utvidgats med tolv nya medlemsstater, vilket ökat heterogeniteten och därmed också fördragsamheten med olika institutionella lösningar och grad av samarbete med övriga medlemsstater. Sveriges beslut att inte

61 Vikten av detta har i svensk debatt främst betonats av ekonomen Nils Lundgren (se till exempel Lundgren 1996 samt Lundgren och Nisser 2021). Argumentationen knyter an till historiska förklaringar av varför Europa från början av 1500-talet till slutet av 1800-talet växte fram som den ekonomiskt och militärt dominerande världsdelen (se Kennedy 1987).

delta i valutaunionen sticker därmed inte längre ut på samma sätt som när euron infördes 1999. Andra EU-medlemmar lär uppfatta till exempel Ungerns och Polens avvikelser från unionens rättsstatliga principer samt Ungerns och Slovakiens opposition mot kraftfullt Ukrainastöd som mycket mer problematiskt än att Sverige står utanför eurosamarbetet.

Vårt inflytande i ekonomiskpolitiska frågor har dock sannolikt blivit mindre av att vi stått utanför valutaunionen. Många av de reformer som gjorts av systemet för ekonomiskpolitisk styrning i hela EU – införande av en europeisk termin för granskningen av medlemsstaternas budgetförslag, ny övervakning av makroekonomiska obalanser, olika förändringar i stabilitetspakten (såsom bestämmelserna om finans- och strukturpolitiska planer och fokuseringen på en nettoutgiftsbana), kraven på oberoende finanspolitiska granskningsinstitutioner i medlemsstaterna och reglerna om resolution vid bankkriser – har i första hand utformats av euroländerna för att hantera deras problem.⁶² Detsamma gäller pandemistöden, som omfattade alla EU-länder, men främst kom till för att hantera Italiens och Spaniens statsfinansiella problem.

Det finns skäl tro att ett euromedlemskap kan öka Sveriges möjligheter att påverka förändringar av både EU:s ekonomiskpolitiska regelsystem och hantering av ekonomiska kriser. Det torde då främst vara fråga om större inflytande på den politiska dagordningen snarare än om förhandlingsframgång sedan väl olika frågor kommit upp för beslut. Antagligen är risken för ekonomiskpolitiska inflytandeförluster vid ett utanförskap störst om nya skuldkriser skulle uppstå inom euroområdet och det då blir aktuellt med nya förändringar i de finanspolitiska och finansiella regelsystemen som berör alla EU-länder.

Jag delar också såväl Englund och Wisséns som Ingves syn i kapitlen 8 respektive 13 att ett euromedlemskap förmodligen skulle innebära större svenskt inflytande på utvecklingen av en mer gemensam europeisk kapitalmarknad, som kan antas ske i samspel med institutioner som är knutna, eller kommer att knytas, till den gemensamma valutan. Givet den välutvecklade svenska kapitalmarknaden kan detta vara värdefullt

62 Systemet för ekonomiskpolitisk styrning beskrivs i kapitel 7 av Andersson och Jonung, Se också till exempel Calmfors (2017, 2023b) samt Eriksson och Ljungkvist (2021).

inte bara från ett renodlat svenskt perspektiv utan skulle också kunna bidra till en bättre fungerande ekonomi i EU som helhet.

En osäker faktor är vad Storbritanniens utträde ur EU kan betyda för icke-euroländernas inflytande framöver. Det försvagar uppenbarligen dessas inflytande både i formella omröstningar och i det informella förberedelsearbetet inför dessa. Jag gör samma bedömning som Lundgren att den största faran för allmänna inflytandeförluster om Sverige fortsatt står utanför valutaunionen uppkommer ifall euroområdet skulle komma att omfatta en ännu större andel av EU:s medlemsstater och dessa dessutom fördjupar eurosamarbetet. Det kan antas göra det svårare för Sverige att kompensera ett euroutanförskap genom koalitionsbyggande och kontakter inom informella nätverk.

Europeisk politisk integration

Politisk integration kan definieras som staters organiserade samarbete över nationsgränserna, med beslutsfattande i gemensamma institutioner i vissa frågor, i syfte att uppnå gemensamma mål, och som förankras hos medborgarna genom en upplevd gemensam identitet och gemensamma normer (se avsnitt 6.1).

Såväl Jones som Lundgren och Tallberg beskriver i sina kapitel (9 respektive 10) hur euron har bidragit till institutionell fördjupning med mer av gemensamt beslutsfattande. Lundgren och Tallberg kontrasterar det mot att eurokrisen också bidrog till politiska konflikter mellan länderna i valutaunionen, framväxt av EU-kritiska partier och minskat medborgerligt stöd för EU, men visar också att dessa effekter till stor del varit tillfälliga. De två författarna framhåller också att euron bidragit till en europeisering av den politiska diskussionen. Såväl Jones som Lundgren och Tallberg är emellertid knapphändiga med att dra mer specifika slutsatser om hur politiska integrationsaspekter kan vägas in i ett ställningstagande till ett svenskt euromedlemskap.

Ett svenskt deltagande i valutaunionen skulle innebära att Sverige *formellt* deltar också i beslut som bara gäller euroländerna: om den gemensamma penningpolitiken, räddningsfonden ESM samt den gemensamma finansiella tillsynen och krishanteringen. *Reellt* skulle vi sannolikt också komma med på ett tidigare stadium när beslut som

gäller hela EU förbereds på områden som de finanspolitiska reglernas utformning och tillämpning, gemensam upplåning och kapitalmarknadernas utveckling, där euroländerna till stora delar har bestämt dagordningen. Det är, som framhölls ovan, troligt att Sverige vid ett euromedlemskap skulle få ett större inflytande också på dessa senare områden. Det skulle ge oss större möjligheter att främja våra strikt nationella intressen. Men därutöver skulle man också kunna se ett *egenvärde* i ett större svenskt engagemang i beslutsfattande på europeisk nivå. Det kan grundas i en *värdering* att Sverige efter bästa förmåga solidariskt bör bidra till att det från ett allmän europeiskt perspektiv fattas så bra beslut som möjligt på denna nivå. Det kan antas leda till att Sverige politiskt knyts närmare de andra EU-länderna och göra det mer naturligt att samarbeta också på andra områden.

Ett svenskt deltagande i valutaunionen betyder sannolikt att den ekonomiskpolitiska diskussionen i Sverige blir mer europeisk. Fokus skulle i högre grad komma att ligga på överväganden som bör göras vid gemensamma europeiska beslut. Det skulle uppenbarligen gälla den rena penningpolitiken, när den inte längre bestäms av Riksbanken utan av ECB. Men det skulle förmodligen också avse andra ekonomiskpolitiska frågor där dagordningen bestäms av euroländerna. Ett sådant större fokus på europafrågor i den inhemska debatten kan förhoppningsvis vara av värde för kvaliteten på den ekonomiskpolitiska debatten i hela EU och därmed i förlängningen för besluts kvaliteten. Det skulle betyda ett större svenskt bidrag till framväxten av det som statsvetare ibland benämner ett europeiskt *demos*, som bygger på både samhörighet över nationsgränserna och en gemensam offentlig diskussion (se till exempel Risse 2014). En sådan utveckling skulle kunna stärka den demokratiska förankringen av de beslut som fattas på EU-nivå.

Ett svenskt euromedlemskap kan emellertid också öka risken för att nya kriser i euroområdet – som Sverige då kanske skulle få kostnader för – ska leda till en mer EU-kritisk opinion och på så sätt motverka vår politiska integration med övriga Europa. Detsamma gäller om den gemensamma penningpolitiken upplevs som ofördelaktig för Sverige därför att vi har en annan konjunkturutveckling än i det övriga euroområdet eller därför att effekterna av politiken blir kraftigare i Sverige

(se avsnitt 8.2) Men, som framhölls ovan, talar euroländernas erfarenheter för att sådana reaktioner är ganska kortsiktiga.

En svensk euroanslutning kan ses som en hårdare bindning till EU-samarbetet och ett starkare åtagande att förbli EU-medlem. Skälet är att ett medlemskap i valutaunionen innebär en högre kostnad för att utträda ur EU, eftersom det med största sannolikhet skulle betyda ett återinförande av en nationell valuta med alla de omställningsproblem som följer av detta. Ett euromedlemskap kan därför betraktas som en *försäkring* mot att en tillfällig politisk opinion ska ta Sverige ur EU.⁶³ Ett sådant starkare åtagande om att fortsätta EU-samarbetet bör inte bara bedömas från ett svenskt perspektiv utan också från ett allmän-europeiskt. Ju starkare olika länders bindning till EU är, desto större framstår nätverksfördelarna för andra medlemsländer av att fortsätta EU-samarbetet.

Euromedlemskap i en ny geopolitisk verklighet

Den geopolitiska situationen har blivit alltmer instabil under senare år (se till exempel Applebaum 2024 och Kragh 2025 för fördjupade analyser). Rysslands storskaliga invasion av Ukraina har satt hela den europeiska säkerhetsordningen i gungning eftersom det är fråga om ett försök att ändra gränser och utradera en självständig stat med våld. I förlängningen föreligger ett allvarligt hot även mot andra länder i Europa eftersom det finns en tydlig rysk strävan att etablera en intressesfär som man kan dominera. Ryssland stöds till stor del också av ett alltmer aggressivt och ekonomiskt kraftfullt Kina. Samtidigt har USA under Donald Trump gått från att vara garanten för ett regelbaserat internationellt system till att utgöra ett hot mot det. Därmed har den transatlantiska axeln försvagats. USA:s Natoengagemang kan inte längre tas för givet. Det är också tydligt att den nuvarande republikan-

63 Risken för ett svenskt EU-utträde framstår idag som mycket liten. Men i en studie som försökt bedöma sannolikheten för att olika länder ska lämna EU utifrån olika sociala, ekonomiska och politiska faktorer hamnade Sverige 2015 på tredje plats efter Storbritannien och Österrike (Gastinger 2021). I det index för utträdessannolikhet som konstruerades drogs Sveriges sannolikhet upp av bland annat euroutanförskapet och ett negativt nettobidrag från EU-budgeten.

ska administrationen inte omfattar grundläggande europeiska principer om liberal demokrati.

Det finns mot den här bakgrunden skäl att stärka samarbetet och den politiska integrationen i EU. Ett svenskt euromedlemskap kan bidra till det. Det skulle kunna ses som en signal att Sverige önskar ett fastare och mer oåterkalleligt EU-samarbete. Överväganden av detta slag skulle ha viss likhet med dem som gjordes i Finland inför landets eurointräde 1999.⁶⁴

Men det finns också snävare geopolitiska aspekter av ekonomiskt slag som har att göra med förändringarna i den amerikanska politiken. Posen (2025) formulerar det som att USA tidigare fungerat som en internationell försäkringsgivare vilken erbjudit andra länder möjligheten till säkra dollarplaceringar och ett säkerhetspolitiskt paraply, men som nu kräver alltmer betalt både för det och för att inte rentav skada sina allierade.

Trumpadministrationen har börjat koppla ihop sina internationella relationer med såväl säkerhetspolitiska som andra frågor. Exempel är hur tullpolitiken har använts för att påverka andra länders insatser mot illegal immigration till USA (Mexiko), smuggling av droger (Kanada, Kina, Mexiko), domstolsprocesser mot tidigare politiska ledare (Brasilien) och oljeimport från Ryssland (Indien). Tullar har även framhållits som ett sätt för USA att beskatta allierade för det försvarsparaply som landet tillhandahållit.

Dessa frågor behandlas inte i något annat kapitel. Det är förstås omöjligt att förutsäga om Trumpadministrationens förändrade inställning till internationella ekonomiska relationer kommer att bestå under framtida administrationer. Men med det opinionsstöd som finns för den nuvarande *America first*-linjen är det fullt möjligt att det är fråga om en varaktig förändring.

Dagens amerikanska tullpolitik har ingen specifik koppling till valutaunionen. I handelspolitiska frågor förhandlar Kommissionen för hela EU. Däremot kan det inte uteslutas att USA i något läge skulle länka även *valutapolitiken* till säkerhetspolitiska och andra frågor. Detta har

64 Se till exempel Calmfors (2021), kapitel 7.

explicit diskuterats i en uppmärksammas uppsats av Stephen Miran, ekonomiskpolitisk rådgivare till Trump.⁶⁵

Miran (2024) ser omvärldens efterfrågan på dollar som internationell reservvaluta som en orsak till konstant övervärdering av den. Det har enligt honom lett till att den internationellt konkurrensutsatta sektorn, inklusive industrin, krympt i USA och att stora handelsunderskott uppstått. Han skisserar därför en internationell valutapolitisk uppgörelse som varaktigt ska sänka dollarns värde. Termen som används är ett *Mar-a-Lago Accord*.⁶⁶ Andra länder ska fås att acceptera en sådan förändring genom hot om höga amerikanska tullar eller att inte längre rymmas under det amerikanska försvarsparaplyet. Valutakursjusteringarna ska åstadkommas genom att omvärldens centralbanker och olika statliga fonder minskar sina amerikanska statspappersinnehav, alltså säljer sådana dollartillgångar. Det ska pressa ner dollarkursen. Samtidigt ska räntekostnaderna för USA:s statsskuld hållas nere genom att den omstruktureras mot längre löptider. Miran talar om att andra länders centralbanker och statliga fonder ska tvingas byta kvarvarande innehav av amerikanska statspapper mot hundraåriga, eller rentav, eviga statsobligationer.⁶⁷

De refererade idéerna kan förefalla fantasifulla. Men USA:s politik har på allt fler områden blivit oförutsägbar. Det går därför inte att utsluta sådana inslag i politiken som diskuterats ovan. Relevant för frågan om en svensk euroanslutning är då inriktningen på att differentiera behandlingen av olika länder – något som Miran uttryckligen rekommenderar (och som utmärkt tullpolitiken).

Det skulle kanske kunna uppkomma situationer där det är en fördel att ingå i valutaunionen och agera på ett samfällt sätt mot USA i frå-

65 Miran (2024). Uppsatsen skrevs före Trumps presidenttillträde. Miran utnämndes efter detta först till ordförande i *Council of Economic Advisers* och sedan i september 2025 till (vikarierande) ledamot i styrelsen för *Federal Reserve*.

66 Den skisserade uppgörelsen ses som en efterföljare till tidigare valutapolitiska överenskommelser vilka döpts efter var de slutits, till exempel *the Plaza Accord* som 1985 förhandlades fram på *Plaza Hotel* i New York. Denna uppgörelse mellan Frankrike, Japan, Storbritannien, USA och Västtyskland syftade till att försvaga dollarn.

67 Han nämner också möjligheten att USA unilateralt kunde belägga utländska obligationsägare med en särskild avkastningsskatt om det inte går att nå en multilateral överenskommelse. Möjligheten att införa en sådan skatt – mot investerare från stater som ansågs ha en diskriminerande beskattning av amerikanska företag – fanns i Trumps budgetförslag för 2025/26 (*the Big Beautiful Bill*), men ingick inte i den budget som slutligen antogs.

gor om valutapolitiken och hanteringen av centralbankers samt andra aktörers innehav av amerikanska statspapper. Valutaunionen kan då antas ha en betydligt starkare förhandlingsposition än ett enskilt litet land som Sverige, vilket skulle kunna behandlas mer godtyckligt.⁶⁸

En omstrukturerings av den amerikanska statsskulden behöver inte bara bli aktuell som en följd av en i förväg planerad politik. Risken är betydande att de stora budgetunderskotten och den snabbt växande statsskulden i USA i något läge kan kasta landet in i en akut statsskuld-kris (se till exempel Rogoff 2025). Det går inte att bortse från risken att det då kan bli fråga om både direkta nedskrivningar av värdet på andra länders innehav av amerikanska statspapper eller ”finansiell repres-sion” i form av krav på andra länder att hålla lågförräntande amerikanska statspapper vilkas värde inflateras bort.

Öförutsägheten i amerikansk politik gör det omöjligt att veta om överväganden av ovan skisserat slag är relevanta. Min diskussion är högst spekulativ. Den bör endast ses som en påminnelse om att den förändrade geopolitiken kan göra helt andra aspekter än tidigare rele-vanta för ett svenskt euromedlemskap.

Mina sammanfattande slutsatser om politiska aspekter av ett euromedlemskap

Sveriges inflytande inom EU i de flesta frågor utanför det ekonomisk-politiska området har sannolikt inte påverkats särskilt mycket av att Sverige stått utanför valutaunionen. Samtidigt innebär ett medlem-skap att den svenska riksbankschefen skulle få delta i beslut om ECB:s penningpolitik, vilken oberoende av om vi är medlemmar eller inte, påverkar svensk ekonomi. En hel del talar för ett ökat svenskt infly-tande även i andra ekonomiskpolitiska frågor vid ett eurodeltagande. Det finns scenarier där det kan vara en fördel för Sverige att få vara med och bestämma om valutaunionens hantering av kriser i eurolän-derna, som under alla förhållanden har effekter på oss. Även om Sverige hittills förefaller ha kunnat upprätthålla ett allmänpolitiskt inflytande

68 En möjlig parallell är skillnaden mellan de generella tullar som Trumpadministrationen infört för Schweiz, 39 procent, och EU-länderna, 15 procent.

inom EU, finns en risk att det blir svårare om euroområdet utvidgas med fler medlemmar och samarbetet mellan euroländerna fördjupas.

Ett eurointräde skulle vara en signal om ett starkare svenskt engagemang i EU-gemensamma beslut om både politik och institutionsutveckling på det ekonomiska området. Det kan uppfattas ha ett egenvärde att Sverige i högre grad bidrar till att det från ett allmänuropeiskt perspektiv fattas så bra beslut som möjligt på EU-nivån. Det kan antas knyta Sverige politiskt närmare övriga EU-länder och göra samarbete också på andra områden mer naturligt. Ett euromedlemskap kan också ses som ett förstärkt åtagande om att förbli EU-medlem, eftersom kostnaderna för ett utträde ökar om det också betyder en återgång till en egen valuta.

I en geopolitiskt alltmer instabil värld kan ett svenskt eurointräde ses som en hårdare bindning till EU-samarbetet och en markering av att vi önskar att detta ska fördjupas. Det kan inte heller uteslutas att en större amerikansk benägenhet att koppla ihop internationella ekonomiska relationer med säkerhets- och annan politik kan ha betydelse för frågan om ett svenskt euromedlemskap. Såväl valutapolitik som behandlingen av centralbankers och andra aktörers innehav av amerikanska statspapper skulle kunna beröras. Då skulle det eventuellt vara en fördel för Sverige att kunna förhandla med USA tillsammans med andra euroländer.

8.5 Bör Sverige ansluta sig till euron?

Såväl mitt referat av de olika kapitlen i avsnitten 2–6 som min egen sammanfattande analys av olika aspekter i avsnitten 8.1–8.4 visar att en euroanslutning har en rad olika konsekvenser. Den har både fördelar och nackdelar. Samtidigt är det svårt att bedöma den kvantitativa storleken av olika effekter. Det finns inte heller något givet sätt att väga ihop effekterna till en slutsats om huruvida ett euromedlemskap innebär en nettofördel eller en nettonackdel, eftersom de har olika dimensioner och varje hopvägning måste grundas på värderingar, som skiljer sig mellan olika personer beroende på vad man tycker är mer eller mindre viktigt. Nedan följer *min personliga sammanvägning*, som kan – men inte behöver – delas av övriga kapitelförfattare. Jag försöker också

bedöma om argumenten för ett inträde i valutaunionen förstärkts eller försvagats över tid.

Jag skiljer liksom ovan mellan konsekvenser för: (i) samhällsekonomisk effektivitet; (ii) konjunkturstabilisering; (iii) övrig ekonomi; och (iv) allmän politik. För sammanhangets skull repeteras mina huvudslutsatser från avsnitten 8.1–8.4 i komprimerad form.

Samhällsekonomisk effektivitet

En övergång till euron minskar transaktionskostnaderna vid internationella betalningar. Storleksordningen är emellertid liten: en kostnadsbesparing på 0,1–0,2 procent av BNP. Däremot kan en euroanslutning antas leda till en betydande ökning av utrikeshandeln, kanske i storleksordningen 5–7,5 procent, och en ännu större ökning av både utländska direktinvesteringar i Sverige och svenska direktinvesteringar utomlands. Detta innebär ett mer effektivt utnyttjande av våra resurser som höjer inkomstnivån. Hur mycket är osäkert men storleksordningen kan vara ett par procents högre BNP per capita på sikt.

De samhällsekonomiska effektivitetsvinster av en euroanslutning måste idag bedömas som avsevärt större än enligt EMU-utredningens analys 1996. En faktor som tillkommit är USA:s protektionistiska åtgärder, som tenderar att minska den svenska utrikeshandeln och därmed de samhällsekonomiska vinster som den genererar. Detta betyder att andra åtgärder för att eliminera handelshinder, som en euroanslutning, blir mer angelägna.

Stabiliseringspolitik

Ett euromedlemskap innebär en stabiliseringspolitisk nackdel. Det beror främst på att Sverige vid en annan konjunkturutveckling än i övriga euroområdet då inte har tillgång till en egen penningpolitik och att det inte längre finns en växelkurs mot euron som kan förändras i stabiliserande riktning.

Samtidigt bör den stabiliseringspolitiska nackdelen bedömas som betydligt mindre idag än tidigare. Ett huvudskäl är att den svenska konjunkturen tycks ha blivit mer synkroniserad med euroområdets. Ett annat viktigt skäl är att en lägre offentlig skuldsättning gör det lättare

att delvis ersätta penningpolitiska stimulanser med finanspolitiska i en isolerad svensk lågkonjunktur. I *någon* mån kan större möjligheter till interndevalvering genom lägre löneökningar, mer internationell arbetskraftsrörlighet och högre riskdelning med euroområdet via kapitalflöden på mer integrerade kredit- och kapitalmarknader också ha minskat de stabiliseringspolitiska riskerna vid en avvikande konjunkturutveckling.

Kronan har i internationella efterfrågebetingade konjunkturedgångar flera gånger sjunkit i värde på ett sätt som – på euroländernas bekostnad – hjälpt till att stabilisera den svenska ekonomin. Men det finns ingen garanti för en sådan utveckling. Under utbudsstörningarna 2022–23 förvärrades inflationen i Sverige av kronans fall. Sannolikheten för att kronkursen ska röra sig på ett stabiliserande sätt vid olika konjunkturstörningar har antagligen minskat.

En större räntekänslighet i den svenska ekonomin i förhållande till euroområdet tenderar att öka den stabiliseringspolitiska kostnaden av ett euromedlemskap. Min bedömning är dock att det är av mindre betydelse än den ökade synkroniseringen av konjunkturriktningarna och finanspolitikens större möjligheterna att motverka lågkonjunkturer.

Övrig ekonomi

Ett övervägande som inte gjordes i vare sig EMU-utredningen (1996) eller debatten inför folkomröstningen 2003 gäller risken för att Sverige vid ett medlemskap i valutaunionen kan få kostnader för andra euroländers höga statsskulder. Idag måste en annan bedömning göras. Den offentliga skuldsättningen i många euroländer är idag högre än före eurokrisen. Det är sannolikt att nya statsskuldskriser kommer att uppstå och att det betyder nya stödlån från euroländernas räddningsfond, ESM, samt stödköp av obligationer från ECB. Det innebär en risk för svenska kostnader vid ett euromedlemskap. Samtidigt är det osäkert om sådana verkligen i slutändan kommer att materialiseras, eftersom erfarenheterna visar att euroländer som får stödlån också tvingas till hårda åtstramningsprogram för att få ordning på sina statsfinanser och kunna betala tillbaka lånen.

I framtiden verkar mer gemensam upplåning för olika investerings-satsningar trolig, vilket också skulle kunna innebära kostnader för Sverige om länder med statsskuldpblem inte klarar sina betalnings-åtaganden. Sådan upplåning har emellertid hittills skett på EU-nivå. Riskerna för svenska kostnader här påverkas därför förmodligen inte av om vi deltar i valutaunionen eller inte.

En annan förändring sedan valutaunionens tillkomst är skapandet av bankunionen, där medlemskap är obligatoriskt för euroländer. Det är svårt att bedöma om det är en för- eller nackdel att den finansiella tillsynen av de största svenska bankerna flyttar till europeisk nivå. Medlemskap i bankunionen innebär en risk att Sverige får vara med och betala för bankkriser i andra medlemsländer.

Den andra sidan av risken att Sverige vid ett euromedlemskap åsamkas kostnader för statsskuld- eller bankkriser i andra euroländer, är att sannolikheten att vi själva skulle få stöd i liknande inhemska kriser blir större. I dagsläget är sådana kriser dock mer troliga i andra länder än Sverige, men så behöver det inte nödvändigtvis förhålla sig på lång sikt. Slutsatsen blir ändå att möjligheterna till stöd för krisande euroländer bör vägas in på den negativa sidan i bedömningen av konsekvenserna av ett svenskt deltagande i valutaunionen.

Politiska överväganden

EMU-utredningen (1996) menade att politiska överväganden klart talade för ett svenskt inträde i valutaunionen. Slutsatsen baserades på bedömningen att Sveriges allmänna politiska inflytande i EU skulle bli mindre vid ett utanförskap. Denna slutsats bör nyanseras. Ett euromedlemskap skulle förmodligen öka Sveriges inflytande på både ekonomiskpolitiska regelförändringar och regeltillämpningar som berör alla EU-länder. Däremot tyder inte tidigare erfarenheter på att det måste uppkomma några inflytandeförluster i mer allmänpolitiska frågor om Sverige fortsätter att stå utanför valutaunionen. Risken för detta ökar dock om ytterligare EU-länder skulle gå över till euron och om euroländerna fördjupar sitt samarbete.

En aspekt som inte tillmättes någon större betydelse i EMU-utredningen var det bidrag ett svenskt euromedlemskap skulle ge till den

politiska integrationen i Europa. I en geopolitiskt alltmer instabil värld finns anledning att lyfta fram detta som en central aspekt. Ett deltagande i valutaunionen skulle betyda ett starkare svenskt engagemang i EU-gemensamma beslut om ekonomisk politik och institutionsutveckling på detta område. Sverige skulle i högre grad bidra till att det från ett allmän europeiskt perspektiv fattas så bra beslut som möjligt på EU-nivån. En euroanslutning kan antas främja detta både genom större formell medverkan i gemensamma beslut och genom en inhemsk ekonomiskpolitisk debatt som i högre grad fokuserar på europeiska frågor.

Ett eurointräde skulle också innebära en hårdare bindning till EU-samarbetet och en markering av att vi vill medverka till en fördjupning av detta. Ett åtagande om att på detta sätt delta i EU-samarbetet på fler områden än idag kan antas leda till att Sverige politiskt knyts närmare de övriga EU-länderna och göra det mer naturligt att samarbeta också på andra områden. Detta bör inte bara bedömas från ett svenskt perspektiv utan också från ett allmän europeiskt. Ju starkare olika länders bindning till EU är, desto större framstår nätverksfördelarna för andra medlemsländer av att utveckla EU-samarbetet.

Min slutsats är att politiska övervägandena tydligt talar för ett svenskt euromedlemskap. Jämfört med situationen runt millennieskiftet har enligt min bedömning inflytandeargumenten försvagats en del, men samtidigt innebär den geopolitiska utvecklingen att de politiska integrationsargumenten blivit mycket starkare.

Sverige bör ansluta sig till euron

Min bedömning av hur för- och nackdelar med en euroanslutning har förändrats sedan åren runt millennieskiftet är alltså följande:

- De samhällsekonomiska effektivitetsvinsterna framstår som större.
- De stabiliseringspolitiska nackdelarna förefaller betydligt mindre.
- Riskerna för att Sverige åsamkas kostnader för statsskuld- eller bankkriser är större.
- De rent politiska konsekvenserna är mer positiva.

Det finns, som framhållits ovan, inte något entydigt sätt att väga dessa förändringar mot varandra. Varje sammanvägning blir subjektiv. *Min personliga* sammanvägda bedömning är att argumenten för en euro-

anslutning förstärkts. Det beror på att jag lägger större vikt vid hur de samhällsekonomiska effektivitetseffekterna, de stabiliseringspolitiska övervägandena och de bredare politiska konsekvenserna förändrats än vid de ökade riskerna för att Sverige åsamkas kostnader för statsskuld- eller bankkriser i euroområdet. Sammantaget anser jag att fördelarna med ett svenskt eurointräde idag överväger nackdelarna.

9 Hur skulle en övergång till euron kunna ske?

Om en svensk euroanslutning skulle få politisk aktualitet igen, är frågan hur den skulle gå till. Lindvall har i kapitel 12 diskuterat formerna för ett svenskt beslut om att söka inträde och Ingves i kapitel 13 hur en övergång efter ett sådant beslut skulle ske. Det här avsnittet ger min syn på dessa frågor.

9.1 De svenska beslutsformerna

Jag delar Lindvalls slutsats att en ny folkomröstning vore naturlig om ett eurointräde blir politiskt aktuellt igen. Det är ett starkt argument att frågan en gång varit föremål för folkomröstning och att politikerna då band sig för att följa utslaget i den. Legitimitetsskäl talar alltså för en ny folkomröstning. Det bör också väga tungt att euroområdet 2003 fungerade väl i meningen att valdeltagandet var högt, att väljarnas ställningstaganden tycks ha grundats på överväganden i själva sakfrågan och att media tillhåll relevanta information.

Ett argument för en ny folkomröstning är också att den partipolitiska polariseringen i eurofrågan tycks ha minskat. Som Lindvall visar fördelar sig sympatierna inom de olika partierna idag jämnare än 2003: Liberalernas och Moderaternas väljare är mindre positiva, medan Miljöpartiets, Sverigedemokraternas och Vänsterpartiets väljare är mer positiva. Det kan både ge bättre förutsättningar för en saklig debatt och innebära att ett riksdagsbeslut enligt partilinjer kan spegla väljarnas preferenser dåligt. Till skillnad från i många andra ekonomiskpolitiska frågor förändrar inte heller olika beslut angående euron

förutsättningarna för annan ekonomisk politik där partierna har olika uppfattningar, som till exempel i fråga om skatter, bidragssystem och arbetsmarknadspolitik.

Samtidigt ser jag större möjligheter än Lindvall till att det, precis som i Natofrågan, kan uppkomma en situation med ett helt förändrat opinionsläge till följd av ekonomiska eller säkerhetspolitiska omvälvningar i omvärlden. Om så skulle ske, bör det inte uteslutas att riksdagen kan fatta beslut på egen hand utan en ny folkomröstning. Ju längre tid som går sedan omröstningen 2003, desto mindre bindande bör den betraktas som. Idag är det 22 år sedan euroomröstningen 2003, medan det endast var åtta år mellan folkomröstningsutfallet 1955 att behålla vänstertrafik och riksdagsbeslutet om högertrafik 1963.

En fråga som kan kräva mer problematisering än i Lindvalls analys är tidpunkten för en folkomröstning i förhållande till ett ERM-inträde. Han förordar en omröstning *före* en sådan anslutning, eftersom väljarna annars kan uppfatta det som att ett beslut om euromedlemskap redan är taget. En komplikation är att det inte helt kan uteslutas att en framtida regering skulle vilja välja en dansk lösning, det vill säga överge dagens rörliga växelkurs och i stället permanent knyta kronan till euron med en fast växelkurs. Ett beslut om ett sådant växelkursarrangemang är knappast lämpat för en folkomröstning. Men sannolikheten för denna valutapolitiska lösning är förmodligen liten. Den skulle också kräva att Sverige, liksom tidigare Danmark, förhandlar fram ett formellt undantag från EU-fördragets regler om att införa euron som valuta.

Det troligaste är att ett ERM-arrangemang blir aktuellt bara som ett steg mot en euroanslutning. I så fall skulle det dock kunna hävdas att väljarna får bättre information om innebörden av en euroanslutning ifall en folkomröstning sker *efter* ett ERM-inträde. Skälet är att det vid ERM-anslutningen spikas en centralkurs mellan kronan och euron som i regel sedan blir konverteringskurs till euron (se avsnitt 7.2). Jag vill därför inte utesluta alternativet att Sverige, om det finns en riksdagsmajoritet för ett eurointräde, först ansluter sig till ERM och att en folkomröstning hålls först därefter. Det behöver inte vara ett avgörande motargument att en ERM-anslutning signalerat en viljeinriktning om euromedlemskap från sittande regering: Väljarna är fortfarande fria att förkasta förslaget. Däremot kan det finnas en risk att diskussionen inför

folkomröstningen blir alltför kortsiktig om den kommer att handla mer om anslutningskursen än den principiella frågan om Sverige ska ha den gemensamma europeiska valutan eller sin egen.

9.2 Valet av anslutningskurs till euron

Kronans centralkurs i ERM och sedan dess konverteringskurs till euron fastställs inte ensidigt av Sverige utan i förhandlingar med våra europeiska motparter. Ingves betonar i kapitel 13 att dessa valutakurser bör bestämmas utifrån kronans rådande marknadskurs. Jag delar bedömningen att den centralkurs som väljs sannolikt kommer att ligga nära aktuell marknadskurs. Men jag vill i högre grad än Ingves betona samspelet dem emellan. Å ena sidan har beslutsfattarna skäl att utgå från rådande marknadskurs som en realistisk bedömning av en lämplig central- och konverteringskurs. Men å andra sidan påverkas marknadskursen av den förväntade central- och konverteringskursen.

Ett svenskt politiskt beslut om att söka inträde i valutaunionen – och redan förväntningar om detta – kommer omedelbart att leda till kursrörelser för kronan om marknadsaktörerna tror att konverteringskursen ska avvika från rådande marknadskurs. Eftersom kronan enligt nästan alla kalkyler är undervärderad mot euron i förhållande till en uppskattad jämviktswäxelkurs (vilket harmonierar med den stora kronförsvagning som skett sedan 2013 och det stora bytesbalansöverskottet – 5,5 procent av BNP 2025 enligt Konjunkturinstitutets prognos⁶⁹), skulle kronans kurs mot euron sannolikt stiga så fort valutamarknaden ser en större sannolikhet för ett eurointräde. Därför är det ibland framförda argumentet att det vore olämpligt med en euroanslutning så länge kronan är svag inte relevant.

Som Ingves skriver kan regering och Riksbank påverka kronans marknadskurs – och därmed centralkurs vid en ERM-anslutning och konverteringskurs vid ett eurointräde – genom att i förväg ”tänka högt” om dessa. Sådant tänkande kan ställa frågan om det vore önskvärt med en starkare kronkurs mot euron, och därmed mindre bytesbalansöver-

69 Konjunkturinstitutet (2025).

skott, än dagens. Det skulle vara förenligt med att Sverige som land i högre grad skulle ackumulera reala tillgångar i stället för finansiella.⁷⁰

Jag lutar åt slutsatsen att en lämplig centralkurs vid ett ERM-inträde – och konverteringskurs vid en euroanslutning – bör vara starkare än de 11 kronor per euro som Ingves förordar med utgångspunkt från dagens marknadsvärdering av kronan. Men jag delar hans uppfattning att ett smalt växelkursband under ERM-perioden – som kanske behöver upprätthållas unilateralt av Sverige – kan vara lämpligt för att ”vänja” ekonomin vid de förhållanden som kommer att råda efter ett eurointräde.

Vad händer om central- och konverteringskurs blir felsatta?

En viktig fråga är vad som händer om central- och konverteringskurs blir felsatta. Det skulle till exempel kunna bli följden om Sverige utsätts för en oväntad kraftig landspecifik makroekonomisk störning under perioden i ERM eller efter eurointrädet.

Så länge som Sverige inte inträtt i valutaunionen, finns alltid möjligheten att ändra centralkursen. Ingves beskriver i kapitel 13 hur detta skedde i Slovakien fall. Centralkursen för valutan korunan, som utsattes för ett apprecieringstryck, revalverades då vid två tillfällen.

Anta att det efter ett eurointräde visar sig att konverteringskursen var för svag och därmed bidrar till så hög nettoexport (skillnad mellan export och import) att ekonomin överhettas. Konsekvensen blir då högre inflation än i resten av euroområdet. Det kommer gradvis att appreciera den reala växelkursen, det vill säga öka prisnivån i Sverige i förhållande till den i resten av euroområdet, och därmed att minska nettoexporten och motverka överhettningen. Det finns en viss risk för *overshooting* av inflationen, alltså att den blir högre än som motiveras av den för svaga kronkursen, så att ekonomin till följd av det drivs in i en lågkonjunktur. Men eftersom en euroanslutning med all sannolikhet

70 Bytesbalansen är definitionsmässigt lika med skillnaden mellan sparande och investeringar. Ett bytesbalansöverskott betyder att Sverige ackumulerar finansiella nettofordringar på omvärlden. En ökning av investeringarna som motsvaras av en lika stor minskning av överskottet i bytesbalansen innebär en oförändrad total ackumulation av tillgångar, eftersom den minskade ackumulationen av finansiella tillgångar då motsvaras av en lika stor ökning av ackumulationen av realkapital.

skulle betraktas som irreversibel, är det inte någon fara för en okontrollerad inflationsutveckling: De långsiktiga inflationsförväntningarna styrs i en sådan situation av trovärdigheten för ECB:s inflationsmål.

En alltför stark konverteringskurs, som leder till minskad nettoexport och en lågkonjunktur (recession), vore ett större problem än en alltför svag kurs. Skälet är att löner (löneökningar) tenderar att vara trögrörliga nedåt. Det kan därför ta tid innan de löne- och prisanpassningar som återställer den reala växelkursen till en nivå som är förenlig med makroekonomisk balans sker. Den troliga konsekvensen är en långdragen period med onödigt hög arbetslöshet. Det är därför viktigare för Sverige att vid en euroanslutning undvika en för stark än en för svag konverteringskurs. Samtidigt är det svårt att se att en så svag kronkurs som den nuvarande (i början av november 2025) – strax under 11 kronor per euro – är förenlig med en önskvärd extern balans och därmed en önskvärd balans mellan sparande och investeringar.

Referenser

- Almgren M, Gallegos J-E, Kramer J och R Lima (2022), Monetary Policy and Liquidity Constraints: Evidence from the Euro Area, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14.
- Applebaum A (2024), *Autokrati AB*, Albert Bonniers förlag.
- Arpaia A, Kiss A, Palvolgyi B och A Turrini (2014), Labour Mobility and Labour Market Adjustment in the EU, *IZA Journal of Migration*, 5.
- Arpaia A, Kiss A, Palvolgyi B och A Turrini (2016), Labour Mobility and Labour Market Adjustment in the EU, *European Economy, Economic Papers*, 539.
- Asdrubali P, Sorensen B E och O Yosha (1996), Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990, *Quarterly Journal of Economics*, 111.
- Bankunionsutredningen (2019), *Sverige och bankunionen*, SOU 219:52, Stockholm.

- Bajo-Rubio O och M C Ramos-Herrera (2024), Does International Trade Promote Economic Growth? Europe, 19th and 20th Centuries, *Economic Analysis and Policy*, 84.
- Basso G, D'Amuri F och G Peri (2019), Immigrants, Labor Market Dynamics and Adjustment to Shocks in the Euro Area, *IMF Economic Review*, 67.
- Beyer R C M och F Smets (2015), Labour Market Adjustments in Europe and the US: How Different? *Economic Policy*, 30.
- Blanchard O, Calmfors L, Flam H, Hassler J och P Krusell (2024), *Makroekonomi*, Liber, Stockholm.
- Blanchard O, Griffiths M och B Gruss (2013), Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis, *Brookings Papers on Economic Activity*, 47.
- Blanchard O och L F Katz (1992), Regional Evolutions, *Brookings Papers on Economic Activity*, 26.
- Busse M och J Koeniger (2015), Trade and Economic Growth: A Re-examination of the Empirical Evidence, *Economics Bulletin, AccessEcon*, 35.
- Calmfors L (2003), *Hur påverkar EMU sysselsättningen? Vad vi kan säga och inte säga*, SNS, Stockholm.
- Calmfors L (2005), *What Remains of the Stability Pact and What Next?* Sieps, Stockholm.
- Calmfors L (2017), *Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen*, Sieps, Stockholm.
- Calmfors L (2021), *Mellan forskning och politik – 50 år av samhällsdebatt*, Ekerlids förlag, Stockholm.
- Calmfors L (2023a), Starkare argument för euron idag än tidigare, *Liberal Debatt*, nr 4.
- Calmfors L (2023b), *Nytt ramverk för finanspolitiken*, Bilaga 7 till Långtidsutredningen, SOU 2023:92, Stockholm.
- Calmfors L, Hassler J och A Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi, Stockholm.
- Cimadomo J, Gordo Mora E och A A Palazzo (2022), Enhancing Private and Public Risk Sharing: Lessons from the Literature and

- Reflections on the COVID-19 Crisis, ECB Occasional Paper Series, 306.
- Commission of the European Communities (1990), One Market, One Money, *European Economy*, No 44.
- Dagel M (2023), Nu kommer baksmällan från våra gigantiska bolån, *Dagens Industri*, 11 september.
- Datsenko R och J Fleck (2024), Country-Specific Effects of Euro-Area Monetary Policy: The Role of Sectoral Differences, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 12 november.
- De Grauwe P och Y Ji (2017), The International Synchronisation of Business Cycles: the Role of Animal Spirits, *Open Economy Review*, 28.
- Decressin J och A Fatás (1995), Regional Labour Market Dynamics in Europe, *European Economic Review*, 39.
- Delorsrapporten (1989), *Report on Economic and Monetary Union*, Committee for Study of Economic and Monetary Union, Bryssel.
- Demyanyk Y, Ostergaard C och B E Sørensen (2007), U.S. Banking Deregulation, Small Businesses, and Interstate Insurance of Personal Income, *Journal of Finance*, 62.
- Draghirapporten (2024), *The Future of European Competitiveness. Part B – In-depth Analysis and Recommendations*, European Commission, Bryssel.
- ECB (2017), Convergence and Adjustment in the Baltic States, *Economic Bulletin*, 5, Frankfurt.
- Ekholm K (2020), Pros and Cons of Participating in the Banking Union, *Nordic Economic Policy Review*.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.
- Eriksson M (1998), Valresan, "Kronan är en skvalpvaluta". Helikopterturné. Bildt vill inte säga att han välkomnar valutaoron, men krisen spelar M i händerna, *Dagens Nyheter*, 27 augusti.
- Eriksson J och M Ljungkvist (2021), *Sverige och euron under 25 års EU-medlemskap*, Sieps, Stockholm.

- European Commission (2025a), *Savings and Investments Union. A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, Bryssel.
- European Commission (2025b), *Annual Report on Intra-EU Labour Mobility*, Edition 2024, Bryssel.
- European Commission (2025c), SAFE: Security Action for Europe, https://defence-industry-space.ec.europa.eu/eu-defence-industry/safe-security-action-europe_en.
- Europeiska unionens officiella tidning (2004), 11. Protokoll om konvergenskriterier, Artikel 3.
- Felbermayr G och M Steininger (2019), Revisiting the Euro's Trade Cost and Welfare Effects, *Journal of Economic and Statistics*, 239.
- Feldstein M (1997), The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *Journal of Economic Perspectives*, 11.
- Finanspolitiska rådet (2025), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Flam H och M Persson (2024a), Krona på rätt kurs? En ESO-rapport om den svenska valutans utveckling 1993–2024, Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi, Stockholm.
- Flam H och M Persson (2024b), "Svajiga svenska kronan är inte Riksbankens fel", *Dagens Nyheter*, 16 juni.
- Forssbäck J (2024), *Quo EDIS? Bankunionen och den gemensamma insättningsgarantin*, Sieps, Stockholm.
- Frankel J A och D Romer (1999), Does Trade Cause Growth? *American Economic Review*, 89.
- Frankel J A och A K Rose (2000), Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output, NBER Working Paper, 7587.
- Gastinger M (2021), Introducing the EU Exit Index: Measuring Each Member State's Propensity to Leave the European Union, *European Union Politics*, 22.
- Hoffmann M, Maslov E, Sørensen B E och I Stewen (2018), Are Banking and Capital Markets Union Complements? Evidence from Channels of Risk-sharing in the Euro Area", CEPR Discussion Papers, 13254.

- Hoffmann M och I Shcherbakova-Stewen (2011), Consumption Risk-sharing over the Business Cycle: The Role of Small Firms' Access to Credit Markets, *Review of Economics and Statistics*, 93.
- IMF (2024), *Regional Economic Outlook, Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies*, Washington.
- Konjunkturinstitutet (2025), *Konjunkturläget*, september, Stockholm.
- Kragh M (2025), *Historiens återkomst: Europa och världsordningens sammanbrott*, Fri Tanke, Stockholm.
- Jones E, Daniel Kelemen R och S Meunier (2016), Failing Forward? The Euro Crisis and the Incomplete Nature of European Integration, *Comparative Political Studies*, 49.
- Jones E, Kelemen D R och S Meunier (2021), Failing Forward? Crises and Patterns of European Integration, *Journal of European Public Policy*, 28.
- Juncker J C, Tusk D, Dijsselbloem J, Draghi M och M Schulz (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, European Commission, Bryssel.
- Karras G (2003), Trade Openness and Economic Growth. Can We Estimate the Precise Effect? *Applied Econometrics and International Development*, 3.
- Kennedy P (1987), *The Rise and Fall of the Great Powers*, Vintage Books, New York.
- Krugman P (1993), Lessons of Massachusetts for EMU, i Torres F och F Giavazzi (red.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Lindahl R och D Naurin (2005), Sweden: The Twin Faces of a Euro-Outsider, *Journal of European Integration*, 27.
- Lundgren N (1996a), Institutionell konkurrens eller central harmonisering I, i Lundgren N (red.), *Vad vill Sverige med EU?* Konjunkturrådets rapport, SNS, Stockholm.
- Lundgren N (1996b), Institutionell konkurrens eller central harmonisering II, i Lundgren N (red.), *Vad vill Sverige med EU?* Konjunkturrådets rapport, SNS, Stockholm.
- Lundgren N och E Nisser (2021), *Junilistan: historien om ett uppror*, Timbro, Stockholm.

- Miran S (2024), A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, Hudson Bay Capital, november.
- Mundell R (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51.
- Nationalekonomiska föreningen (2010), Vilka lärdomar bör den nationalekonomiska professionen dra av den ekonomiska krisen? *Ekonomisk Debatt*, nr 3.
- Pehrson J (2023), L: Inför euron senast 2028, *Svenska Dagbladet*, 13 september.
- Posen A (2025), The New Economic Geography: Who Profits in a Post-American World? *Foreign Affairs*, september/oktober.
- Risse T (2014), No Demos? Identities and Public Spheres in the Euro Crisis, *Journal of Common Market Studies*, 52.
- Rogoff K (2025), America's Coming Crash: Will Washington's Debt Addiction Spark the Next Global Crisis? *Foreign Affairs*, september/oktober.
- Rose A K (2000), One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade, *Economic Policy*, 15.
- SFS 2022:1576, Lag om ändring i lagen (1998:1404) om valutapolitik.
- STEMU-utredningen (2002), *Stabiliseringspolitik i valutaunionen*, SOU 2002:16, Stockholm.
- Svedberg P (1999), Vad bestämmer skillnader i tillväxt mellan länder? I Calmfors L och M Persson (red.), *Tillväxt och ekonomisk politik*, Studentlitteratur, Lund.
- Svenskt Näringsliv (2024), *Tjugo år efter omröstningen – har argumenten för euron stärkts eller försvagats?* Stockholm.
- Sørensen B E, Wu Y-T, Yosha O och Y Zhu (2007), Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated at Birth, *Journal of International Money and Finance*, 26.
- TT (2022), Gardell: Inför euro – "Kronan är en liten skitvaluta", *Dagens Industri*, 26 december.
- Véron N (2024), *The Capital Markets Union: Ten Years Later*, rapport till EU-parlamentet.
- Wacker K M, Beyer R C M och L C Moller (2024), Leveraging Growth Regressions for Country Analysis, World Bank Group, Policy Research Working Paper, 1075.

Wernerrapporten (1970), *Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community*, Council and Commission of the European Communities, Luxemburg.

Appendix

Tabell A.1 Beräknade långsiktiga effekter på Sveriges BNP per capita av 5 procentenheters ökning av kvoten mellan export + import och BNP enligt skattningar i några studier

Studie	Data	Metod	Nivåeffekt	Tillväxteffekt
Frankel och Romer (1999)	Tvärsnitt av länder, 1985	OLS och IV	4,5–10	
Frankel och Rose (2000)	Tvärsnitt av länder, 1990	OLS och IV	5,5–6	
Karras (2003)	Panel av länder, 1951 (1960)–1968 (1997)	OLS		0,1–0,2
Busse och Königer (2012)	Panel av länder, 1971–2005	GMM	5,3	
Wacker med flera (2024)	Panel av länder, 1970–2019	OLS	2–3,1	

Anm.: OLS står för *Ordinary Least Squares* (minstakvadratmetod), IV för instrumentvariabelskattning och GMM för *General Method of Moments*.

Källa: Egna beräkningar.

Hur påverkas handel och produktivitet av euron?

Rikard Forslid

1 Inledning

Under lång tid antogs i nationalekonomisk forskning att det spelade liten roll för handeln om en valutas växelkurs var rörlig eller fast. Skillnaden mellan köp- och säljkurser i valutamarknaden är mycket liten, endast några baspunkter (hundraedels procent). Variationer i växelkursen borde inte heller vara något större problem för företagen eftersom det är lätt och billigt att säkra sig mot förändringar i växelkursen. Om ett svenskt företag skriver ett kontrakt idag om att sälja för tio miljoner euro till en köpare i Tyskland med betalningsdag om tre månader går det enkelt att nu göra en terminsaffär i valutamarknaden: Eurointäkterna säljs då mot kronor om tre månader till en förutbestämd växelkurs. Därför borde inte en rörlig växelkurs innebära några större hinder för handeln.

Den beskrivna synen återspeglades i EMU-utredningen (1996), som drog slutsatsen att "...utrikeshandeln förefaller påverkas mycket litet eller inte alls av valutakursfluktuationer".¹ Därför kom det som en stor överraskning när Rose (2000), i en internationellt mycket uppmärksam studie, fann att en gemensam valuta kan öka handeln mellan två länder med över 200 procent. Senare studier har funnit avsevärt mindre, men fortfarande betydande, effekter på handeln.

¹ Sid. 77.

I detta kapitel går jag igenom forskningslitteraturen angående valutaunioner, handel och direktinvesteringar sedan euroområdet bildades. Senare tids forskningsresultat kommer att kontrasteras mot slutsatserna i EMU-utredningen (1996).

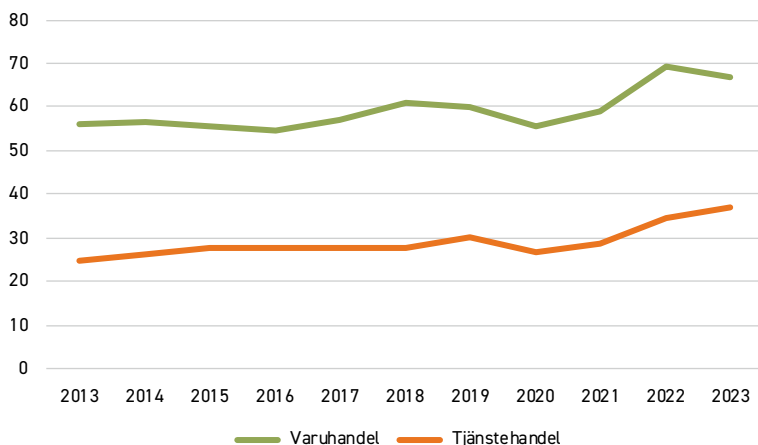
Kapitlet har följande disposition. Efter en kort översikt av Sveriges handel diskuteras storleken på transaktionskostnaderna som genereras av Sveriges handel med euroländerna. Därefter behandlas eurons effekter på handel och direktinvesteringar. I den avslutande delen diskuteras sambandet mellan handel, produktivitet och ekonomisk tillväxt utifrån den senaste forskningen.

2 Sveriges handel och kronan

2.1 Handeln med euroländerna

Sverige är en mycket öppen ekonomi. Summan av importen och exporten uppgår numera till över 100 procent av BNP. Varuhandeln är fortfarande betydligt större än tjänstehandeln, men den senares betydelse har ökat de senaste åren. Figur 1 visar handelns utveckling det senaste dryga decenniet.

Figur 1 Sveriges utrikeshandel, procent av BNP



Anm.: Figuren visar summan av export och import.

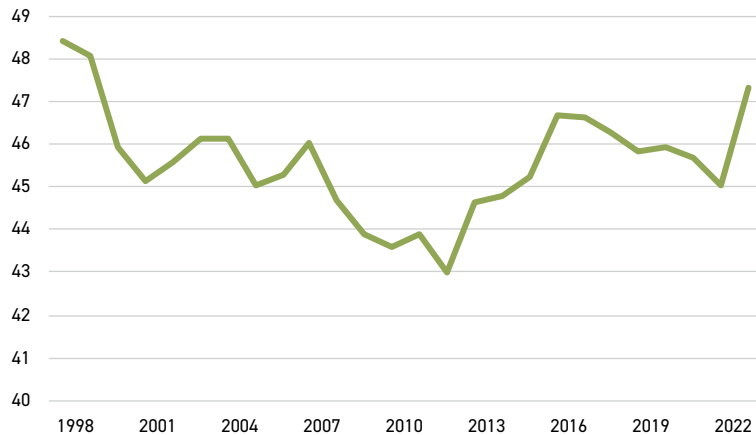
Källor: SCB och egna beräkningar.

Nästan hälften av Sveriges handel med varor och tjänster sker med de 20 länder som idag använder euron som valuta.² Figur 2a visar hur andelen av Sveriges varuhandel som sker med euroländer som motpart har utvecklats över tid. Idag är andelen cirka 47 procent. Efter-som information om tjänstehandeln saknas för vissa länder, visar figur 2b samtliga EU-länder (EU27) som motpart. Omkring 45 procent av tjänstehandeln sker idag med EU27. Sammantaget visar de två figurerna att euroländerna har varit mycket viktiga handelspartner under lång tid och att betydelsen har ökat något under senare år.

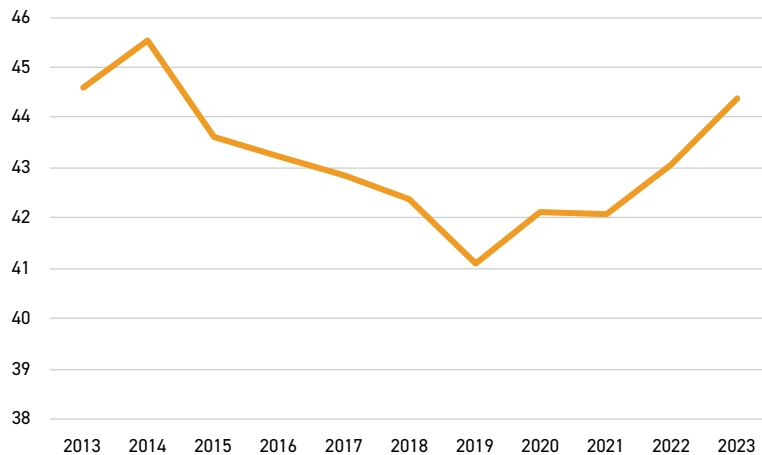
² Dessa länder utgörs av Belgien, Cypern, Estland, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Kroatien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Nederländerna, Portugal, Slovakien, Slovenien, Spanien, Tyskland och Österrike.

Figur 2 Sveriges handel med euroländerna respektive EU27

(a) Varuhandel med euroländerna, procent av Sveriges totala varuhandel



(b) Tjänstehandel med EU27, procent av Sveriges totala tjänstehandel



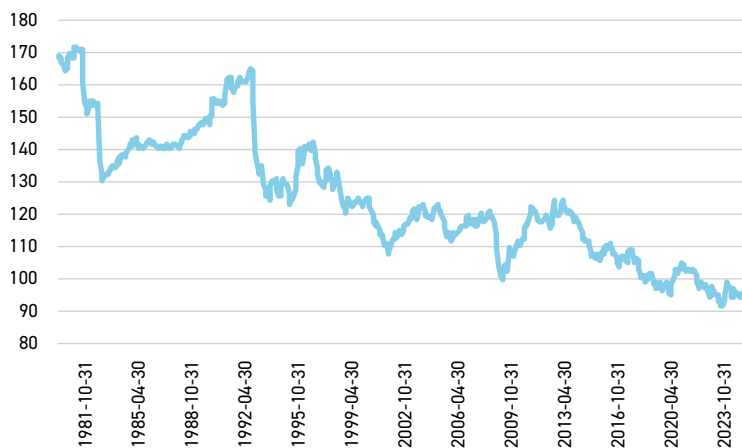
Anm.: Diagrammen visar summan av export och import.

Källor: SCB och egna beräkningar.

2.2 Kronans växelkurs

Figur 3 visar den reala effektiva växelkursen, det vill säga det handelsvägda genomsnittet av de bilaterala reala växelkurserna mot våra handelspartner sedan 1980.³ Två saker står ut. För det första har svängningarna i den reala växelkursen varit mycket stora under vissa perioder. För det andra har kronan trendmässigt försvagats under lång tid. De senaste tolv åren har den reala effektiva växelkursen försvagats med omkring 20 procent. Det finns olika hypoteser om varför detta skett, men utvecklingen är svår att förklara utifrån de flesta ekonomiska modeller (se till exempel Flam och Persson 2024). En brasklapp är att utvecklingen av den reala växelkursen i hög grad beror på vilket prisindex som används i beräkningen.⁴

Figur 3 Real effektiv växelkurs för kronan, index = 100 år 2020



Anm.: Den reala effektiva växelkursen i diagrammet är det handelsvägda genomsnittet av de bilaterala reala växelkurserna mot 27 handelspartner.

Källa: BIS.

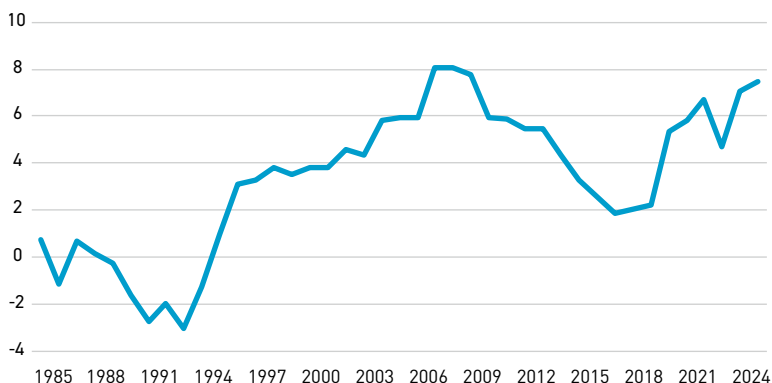
3 Den reala växelkursen definieras av följande formel:

$$\text{real växelkurs} = (\text{nominell växelkurs} \times \text{utländsk prisnivå}) / (\text{inhemsk prisnivå})$$

4 Detta diskuteras i kapitel 5 av Flodén.

Den allt svagare valutan har gått hand i hand med ett stort överskott i bytesbalansen sedan 1994. Detta framgår av figur 4. Till skillnad från uppfattningar bland vissa amerikanska politiker är ett ständigt överskott i bytesbalansen på det hela taget inget att eftersträva. Ett överskott innebär att vi skickar fler och mer värdefulla varor och tjänster till utlandet än dem vi får tillbaka.

Figur 4 Bytesbalans, procent av BNP



Källor: SCB och egna beräkningar.

3 Eurons teoretiska påverkan på handelsflödena

Det finns flera skäl till att de internationella handelsflödena borde påverkas av att ett land går med i eurosamarbetet. Det mest uppenbara är att växelkursvolatiliteten mot euroländerna försvinner, vilket minskar risken i handelstransaktioner med dessa. Visserligen går det att säkra sig mot denna risk men det leder till kostnader, vilket diskuteras i nästa avsnitt. Långsiktiga rörelser i växelkursen är dessutom svåra att skydda sig emot. Det måste dock påpekas att samtidigt som växelkursvolatiliteten försvinner mot euroländerna, kan den öka mot andra länder.

Olika valutor innebär också växlingskostnader. Dessa försvinner om länderna som handlar har en gemensam valuta. En gemensam valuta

ökar också transparensen och underlättar prisjämförelser mellan länder.

Slutligen innebär en övergång till euron att små länder, såsom Sverige, får en mer likvid valuta än tidigare. Högre likviditet innebär lägre kostnader för att säkra sig mot valutakursrisk i handelstransaktioner med länder utanför euroområdet. Det är därför möjligt att euron inte bara ökar handelsflödena mellan euroländerna utan även med andra handelspartner.

4 Hur stora är Sveriges transaktionskostnader för varu- och tjänstehandel med euroländerna?

Handel med varor och tjänster mellan länder innebär transaktionskostnader för att växla valuta om länderna har olika valutor. En direkt växling av två valutor på valutamarknaden kallas en avistaaffär (spotaffär). Ett svenskt företag som importerar varor från Tyskland måste växla svenska kronor (SEK) mot euro (EUR), eftersom företagen i Tyskland tar betalt i euro. På samma sätt måste ett tyskt företag som köper från Sverige växla till sig svenska kronor för att betala det svenska företaget. Det finns alltså transaktionskostnader både för import och export. Hur transaktionskostnaden fördelas mellan säljare och köpare beror på deras priskänslighet. En rimlig utgångspunkt är att kostnaden delas lika. Det betyder att halva växlingskostnaden för Sveriges handelsflöden kan antas bäras av svenska importörer och exportörer.

Bankerna tar betalt för valutavalutaväxling genom att ha olika köp- och säljkurs för valutor. Skillnaden mellan dessa kurser kallas *spread*. Det antas alltså här att halva spreaden hamnar på svenska företag och halva på utländska företag. Hur stor är då spreaden? Det finns en spread i interbankmarknaden, det vill säga i marknaden där bankerna handlar valuta mellan sig själva. När ett företag handlar valuta från en bank gör banken ett påslag på interbankpriset, vilket innebär att spreaden för företaget är större än interbankspreaden. Liksom på alla andra finansmarknader beror spreaden på marknadsläget. I en lugn marknad är

spreaden låg, i en marknad med hög volatilitet ökar spreaden. Spreaden som företagen möter beror också på hur stora de är. De allra största företagen har bättre möjligheter att pressa priset och de hamnar mycket nära interbankspreaden. I andra änden av spektret finns spreadarna på växlingskontor för turister, som är kolossala i jämförelse.

Växelkurser varierar över tiden. Denna volatilitet ställer till problem för företagen eftersom tidpunkten för en affärsöverenskommelse sål- lan är densamma som den för leverans och betalning. En svensk impor- tör som tecknar ett avtal om att köpa varor från ett euroland till ett pris i euro med leverans och betalning om tre månader riskerar att den svenska kronan försvagas under de tre månaderna, vilket gör varorna dyrare i svenska kronor. För att hantera valutarisken kan den svenska importören köpa euro nu och sätta dem på ett eurokonto i en bank så länge. I praktiken görs dock i stället en terminsaffär som innebär att importören tecknar ett avtal om att köpa euro om tre månader till ett bestämt pris. Detta pris bestäms av avistakursen (växlingskursen mellan valutorna vid en omedelbar affär) idag och skillnaden mellan 3-månaders euroränta och 3-månaders kronränta.⁵ På samma sätt kan en svensk exportör säkra framtida intäkter i euro genom att göra ter- minsaffärer för att säkra värdet av denna betalning i svenska kronor.

Terminskursen bestäms alltså av avistakursen och ränteskillnaden mellan valutorna. En terminsaffär består därför både av en avistatrans- aktion och en transaktion för att hantera ränteskillnaden. Eftersom dessa transaktioner är mycket vanliga finns det ett instrument i valuta- marknaden för att hantera ränteskillnader mellan valutor, som helt enkelt innebär att man byter ränta från en valuta till en annan under en period. Dessa räntebyten kallas ränteswappar. Eftersom det ligger två transaktioner bakom en terminsaffär, en avistaväxling och en ränte- swap, blir spreaden för en terminsaffär summan av avista- och swapp- spreaden. För kortare terminer kan spreaden vara 20 pips⁶ (0,0020

5 Terminskursen F bestäms av att avkastningen ska vara densamma oavsett om man växlar idag till avistakursen S och får utländsk ränta eller om man behåller kronor, får svensk ränta och sedan växlar till terminskursen. Det betyder att $F(1+r) = S(1+r^*)$, där F och S anger hur mycket utländsk valuta man får per svensk krona, r^* är den utländska räntan och r den svenska räntan under terminens löptid.

6 En pip är den minsta prisrörelsen som en valuta normalt kan göra. För svenska kronor är en pip en procent av ett öre, alltså 0,0001 krona.

SEK), men för långa terminskontrakt kan spreaden bli tio gånger högre. Tabell 1 visar ungefärliga spreadar för olika typer av transaktioner.

Tabell 1 Transaktionskostnader vid olika typer av valutaaffärer

Typ av växling	Spread i pips (SEK/EUR)	
Avista, lugn marknad	3	(0,0003)
Avista, orolig marknad	6	(0,0006)
Termin 3 månader, lugn marknad	21	(0,0021)
Termin 3 månader, orolig marknad	40	(0,004)
Termin 6 månader, lugn marknad	38	(0,0038)
Termin 12 månader, lugn marknad	86	(0,0086)
Termin 24 månader, lugn marknad	257	(0,0257)

Anm.: En pip lika med 0,0001 krona.

Källa: Intervju med ett stort svenskt industriföretag.

Vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen försvinner dagens transaktionskostnader mot euroländerna. Ett teoretiskt golv för hur stora dessa kostnader är får man genom att anta att alla valutaväxlingar är avistaaffärer i en lugn marknad när spreadarna är låga. Köp-sälj-spreaden för avistaaffärer i interbankmarknaden för svenska kronor mot euro (SEK/EUR) är omkring 0,0003, eller 3 pips, när marknads-läget är lugnt (se även Lund 2011). I en orolig marknad är spreaden upp till dubbelt så stor (6 pips). Med antagandet att halva spreaden är den del av transaktionskostnaden som faller på svenska importörer och exportörer, blir den årliga kostnaden halva spreaden multiplicerad med handelsvolymen, det vill säga summan av import och export av varor och tjänster, mot euroländerna, vilken uppgår till cirka 3 000 miljarder kronor.⁷ Det ger 0,0003/2 multiplicerat med 3 000 miljarder, vilket blir 450 miljoner kronor. Eftersom en övergång till euron skulle leda till omställningskostnader av engångskaraktär, kan det vara intressant att ställa dem mot nuvärdet av de lägre transaktionskostnaderna varje år. Om man använder Trafikverkets diskonteringsränta för samhällsekonomiska nyttokostnadsanalyser från ASEK-rapporten (Trafikverket

⁷ SCB och egna beräkningar.

2024) på 3,5 procent blir nuvärdet av dessa transaktionskostnader 12,86 miljarder kronor.

Medan 450 miljoner kronor per år eller ungefär 13 miljarder kronor i nuvärde kan betraktas som ett teoretiskt lägsta värde för transaktionskostnaderna relaterade till Sveriges handel med euroländerna, finns det flera skäl till att de i praktiken kan antas vara betydligt högre. För det första är spreaden som många företag möter högre än interbankspreaden. För det andra görs inte alla växlingar i en lugn marknad. För det tredje är många av företagens valutaaffärer inte växlingar i spotmarknaden utan terminsaffärer, och spreaden är då betydligt högre (se tabell 1). Det som sticker ut i tabell 1 är att transaktionskostnaden ökar mycket kraftigt vid långa löptider, vilket innebär att det blir mycket dyrt att säkra riktigt långsiktiga valutaflöden.

Längden på företagens valutasäkringar är högst branschspecifik. Inom vissa områden, som infrastruktur och försvar, är löptiderna ofta långa, kanske upp till 5–7 år. Många andra branscher säkrar sig mellan tre och sex månader. Under pandemin råkade flera företag ut för att stora ordrar annullerades. Samtidigt var vissa av dessa ordrar valutasäkrade med långa terminskontrakt. När orderarna annullerades, blev företagen sittande med sina långa terminskontrakt, som nu innebar en avsevärd valutarisk. Efter detta har en del företag övergått till att terminssäkra med rullande korta terminskontrakt i stället för att göra riktigt långa terminsaffärer.

Det är svårt att få pålitliga data över hur mycket företagen valutasäkrar sin handel, liksom om hur långa terminskontrakten är, men kontrakt på tre till sex månader är vanliga enligt marknadsaktörer. BIS (2022) anger att av alla valutatransaktioner i svenska kronor år 2022 var knappt 16 procent avistatransaktioner. Om man antar att 16 procent av handeln med euroområdet är avistaaffärer och att återstoden säkras på sex månader i genomsnitt (i lugn marknad) blir den årliga transaktionskostnaden $0,16 \times 3\,000 \times 0,0003/2 + 0,84 \times 3\,000 \times 0,0038/2$. Summan blir 4,86 miljarder kronor. Nuvärdet av en årlig transaktionskostnad på 4,86 miljarder kronor är 139 miljarder kronor. Om i stället 16 procent av handelsflödet växlas avista och 84 procent terminssäkras i tolv månader blir transaktionskostnaden

$0,16 \times 3\,000 \times 0,0003/2 + 0,84 \times 3\,000 \times 0,0086/2 = 11$ miljarder kronor per år, eller ett nuvärde på 311 miljarder kronor.

En uppskattning är därför att transaktionskostnaderna för handeln med euroländerna kan vara i storleksordningen 4–11 miljarder kronor per år vilket motsvarar ett nuvärde på 100–300 miljarder kronor. Kostnaden varierar emellertid mycket mellan olika branscher beroende på hur långa kontrakt man har. I relation till BNP (för 2023) är detta dock alltså små tal: 0,07–0,18 procent av (årlig) BNP eller diskonterat till nuvärde, en engångskostnad på 1,6–4,8 procent av (årlig) BNP.

Förutom handeln i varor och tjänster görs växlingar mellan kronor och euro i samband med svenska placeringar i eurobaserade tillgångar. Till exempel är delar av pensionssystemets tillgångar placerade i aktier och räntebärande värdepapper som är denominerade i euro. Växlingskostnaderna innebär i detta fall lägre avkastning på pensionssparandet. Likaså äger många privatpersoner andelar i fonder som placerar inom euroområdet. Englund och Wissén uppskattar i kapitel 8 transaktionskostnaderna för de finansiella flödena till 380 miljoner per år, vilket är ett lågt belopp i förhållande till transaktionskostnaderna för importen och exporten.

EMU-utredningen (1996) bedömde att transaktionskostnaderna i valutamarknaden skulle minska med omkring 0,2 procent av BNP årligen vid ett svenskt eurointräde. Denna siffra baserades på bankernas vinster av valutahandel och ett antagande om att andelen av dessa vinster som hänförde sig till euroländerna var densamma som dessa länders andel i den totala handelsvolymen. Siffran innefattande både transaktionskostnader för handel och finansiella flöden.

I detta kapitel har kostnaderna i stället uppskattats utifrån spreadarna i valutamarknaden och handelsflödet med euroländerna. Trots att transaktionskostnaderna beräknats på helt olika sätt är resultaten ganska lika. Transaktionskostnaderna om Sverige står utanför euron är någon tiondels procent av BNP årligen, vilket diskonterat till nuvärde blir ett par procent av ett års BNP.

5 Handel och valutaunioner

Det faktum att växelkurserna hela tiden rör sig utgör en friktion i alla internationella transaktioner. Prisjämförelser försvåras och valutaurisker uppstår när det är en tidsskillnad mellan betalning och den tidpunkt då ett affärsavtal sluts. Ju större växelkursfluktuationerna är, desto större är detta problem. Förutom dessa kortsiktiga svängningar i växelkursen finns också rörelser där växelkurser avviker från sina teoretiska jämviktsslägen under lång tid.

Länge ansågs att kortsiktiga fluktuationer i växelkursen inte hade några större effekter på handeln, bland annat för att det är relativt lätt för företagen att terminssäkra sina affärer.

EMU-utredningen (1996) skriver till exempel:

”Det finns en stor mängd empiriska undersökningar av sambandet mellan graden av valutakursfluktuationer och volymen på utrikeshandeln. Den något förvånande, men ganska entydiga slutsatsen är att utrikeshandeln förefaller påverkas mycket litet eller inte alls av valutakursfluktuationer. Slutsatsen måste anses som ganska säker, ...” (sid. 77)

Denna syn kom att utmanas av den mycket uppmärksammade empiriska studien av Rose (2000), som fann att valutaunioner tenderade att kraftigt öka bilaterala handelsflöden – med ungefär 200 procent enligt vissa av hans uppskattningar. Hans empiriska skattningar grundade sig på den så kallade gravitationsmodellen för internationell handel. Modellen kallas så på grund av likheten med Newtons gravitationslag inom fysiken, där attraktionen mellan två objekt beror på deras massa och avståndet mellan dem. I ekonomisk tillämpning ser en enkel version ut så här:

$$\text{Handelsflöde}_{i,j} = G \times \frac{BNP_i \times BNP_j}{\text{avstånd}},$$

där G i ekvationen är en konstant. Handelsflödet mellan land i och j är alltså proportionellt mot produkten av de två ländernas BNP och omvänt proportionellt mot det geografiska avståndet mellan länderna. Modellen kan härledas från teorin om handel under imperfekt konkurrens.

Efterföljande studier baserade på gravitationsmodellen fann betydligt mindre effekter. Ett problem var att Roses analys till stor del byggde på data från valutaunioner mellan länder/områden som var fattiga och ekonomiskt mycket små eller mellan kolonier och moderlandet. Det innebär att resultaten inte kunde ses som tillämpliga för euroområdet. I efterföljande arbete har Rose själv justerat sina uppskattningar nedåt,⁸ samtidigt som den övergripande slutsatsen om en positiv valutaunionseffekt kvarstår.

De förvånande resultaten i studien av Rose ledde till intensiv forskning kring effekterna av valutaunioner. Tabell 2 visar en sammanställning av studier av andra valutaunioner än euroområdet (anpassad från översiktsartikeln av Havránek 2010). Tabellen ger en bred översikt och inkluderar även opublicerade uppsatser. Det som sticker ut i denna översikt är att även om effekterna är mindre än i Roses ursprungliga studie, så handlar det fortfarande om mycket betydande effekter.

Som framhölls ovan är det inte troligt att dessa resultat från andra valutaunioner är överförbara till euroländerna. Tabell 3 är i stället en bred översikt över studier som fokuserat på euroområdet. Jämfört med resultaten från tabell 2 är effekterna mycket mindre. Dessutom finns det en tendens att de skattade effekterna är mindre ju senare studierna gjorts. Även om tabellerna 2 och 3 ger en värdefull översikt över studierna fram till 2008, måste det noteras att det finns relativt stora kvalitetsskillnader mellan dem.

Metodiken när det gäller att skatta gravitationsekvationer har utvecklats under decennierna efter Roses studie. Det gäller bland annat hur man ska hitta en lämplig jämförelsegrupp av länder och hur man statistiskt ska hantera att handelsflödena i vissa branscher eller mellan vissa länder ibland upphört under viss tid.

8 Bland annat i Glick och Rose (2002, 2016).

Tabell 2 Studier av effekterna av andra valutaunioner än euroområdet på handelsflödena

Författare	Handelsökning procent	T-värde	Signifikansnivå
Rose (2000)	121	8,6	***
Pakko och Wall (2001)	-38	-0,7	
Rose och van Wincoop (2001)	91	5,1	***
Rose (2001)	74	14,8	***
Persson (2001)	51	2,0	**
Honohan (2001)	92	2,3	**
Méltiz (2001)	70	3,0	***
Tenreyro (2001)	47	1,5	
Nitsch (2002b)	82	3,0	***
Frankel och Rose (2002)	136	7,6	***
Glick och Rose (2002)	65	13,0	***
Rose och Engel (2002)	121	3,3	***
Nitsch (2002a)	62	3,7	***
Smith (2002)	38	3,8	***
Bomberger (2002)	8	1,6	
Saiki (2002)	56	3,5	***
Kenen (2002)	122	4,0	***
Levi Yeyati (2003)	50	2,0	**
Estevadeordal med flera (2003)	29	2,0	**
López-Córdova och Meissner (2003)	72	3,9	***
Alesina med flera (2003)	156	3,6	***
de Sousa och Lochard (2003)	121	10,1	***
Rose (2004)	112	9,3	***
Flandreau och Maurel (2005)	116	16,6	***
Klein (2005)	50	1,9	*
Yamarik och Ghosh (2005)	183	6,0	***
Tsangarides med flera (2006)	54	13,4	***
Baxter och Kouparitsas (2006)	47	2,1	**
Barro och Tenreyro (2007)	190	5,4	***
Subramanian och Wei (2007)	64	7,9	***
Adam och Cobham (2007)	88	16,0	***
Shirono (2008)	91	5,1	***
Méltiz (2008)	138	8,6	***

Anm.: *** 1 procents signifikansnivå, ** 5 procents signifikansnivå, * 10 procents signifikansnivå.

Källa: Havránek (2010).

Tabell 3 Studier av eurons effekter på handelsflödena

Författare	Handelsökning procent	T-värde	Signifikansnivå
Thom och Walsh (2002)	10	0,5	
Bun och Klaassen (2002)	33	3,3	***
de Souza (2002)	17	0,7	
Barr med flera (2003)	25	76	***
Micco med flera (2003)	9	3,6	***
de Nardis och Vicarelli (2003b)	6	2,3	**
Cabasson (2003)	63	2,6	***
de Nardis och Vicarelli (2003a)	9	2,4	**
Sadikov med flera (2004)	22	0,6	
Faruqee (2004)	8	4,6	***
Taglioni (2004)	53	8,4	***
Baldwin och Taglioni (2004)	3	2,2	**
Aristotelous (2006)	6	6,9	***
Flam och Nordström (2006a)	23	9,7	***
Baldwin och Taglioni (2006)	-2	-0,7	
Baldwin och de Nino (2006)	4	3,5	***
Flam och Nordström (2006b)	14	7,0	***
Gomes med flera (2006)	7	6,3	***
Shin och Serlenga (2007)	0	-0,1	
Bun och Klaassen (2007)	3	23	**
de Sousa och Lochard (2007)	15	3,8	***
Berger och Nitsch (2008)	0	-0,0	
Brouwer med flera (2008)	1	0,5	
Baldwin med flera (2008)	2	2,6	***
Cafiso (2008)	16	10,9	***
de Nardis med flera (2008)	4	3,1	***
Frankel (2008a)	10	6,9	***
Chintrakarn (2008)	10	5,0	***

Anm.: *** 1 procents signifikansnivå, ** 5 procents signifikansnivå, * 10 procents signifikansnivå.

Källa: Havránek (2010).

Ett slags *best practice* för att skatta gravitationsekvationer etablerades av Yotov med flera (2016), men trots de metodologiska framstegen visar senare forskning en relativt stor spridning i resultat. När det gäller valutaunioner i allmänhet finner Chen och Novy (2018) fortsatt stora

effekter. De skattar en gravitationsmodell för 199 länder 1949–2013 och hittar effekter på omkring 40 procent.

Det har också gjorts ett par metastudier av eurons effekter på handeln. Det innebär att man försöker väga samman resultaten av ett stort antal redan existerande studier. En svårighet med detta är att de ingående studierna är av olika kvalitet och ofta använder olika metoder. Rose (2016) gör en metastudie över 45 andra studier och finner effekter på mellan 8 och 15 procent beroende på vilka studier som inkluderas. En annan senare metastudie har gjorts av Polak (2019) och baserar sig på 57 studier. Till skillnad från Rose, som använder den skattning som varje författare föredrar, använder Polak alla de totalt 3 323 skattningarna i de ingående studierna. Resultatet från Polaks metastudie är att effekten ligger mellan två och sex procent.

Det finns också några studier som publicerats de senaste åren. Esteve-Pérez med flera (2023) baseras på ett urval av 69 länder under perioden 1986–2016. De använder en helt uppdaterad metodik för gravitationsskattningar och finner handelseffekter kring 20 procent mellan euroländerna. Liksom en del av de tidigare studierna finner de också stora positiva effekter för handeln mellan euroländerna och länderna utanför valutaunionen. Däremot finner Campbell och Chentsov (2023), som använder en rad olika metoder (inklusive matchning) att tidigare höga estimat av effekterna inte är robusta och att de sannolikt är mycket mindre.⁹

Det finns också ett antal opublicerade *working papers* från olika centralbanker som producerats under senare år. De finner handelsökningar på 10–20 procent.

Slutsatsen blir att det finns ett brett stöd för att euron haft en positiv effekt på handeln mellan de länder som infört den, men att storleken på effekten är relativt osäker. Baserat på senare studier kan handelsökningen ligga kring 10–15 procent. Många studier analyserar också handeln mellan euroländerna och tredje land. Även dessa handelsflöden påverkas positivt av euron, men effekten är svagare: kanske hälften så stor som handelsökningen inom eurozonen.

9 Matchning innebär att man använder statistiska metoder för att hitta en så bra jämförelsegrupp som möjligt.

Sverige har redan åtnjutit tredjelandseffekterna mot euroområdet. När euroländernas handel ökade med utanförstående länder, ökade även handeln med Sverige. Denna handelsökning måste dras av från siffran för handelsökningarna mellan euroländerna när man bedömer hur mycket svensk handel med dem kan öka vid ett euromedlemskap. Sveriges handel med euroområdet skulle därför kunna öka med 5–7,5 procent. Samtidigt skulle vår handel med andra länder (tredjelandseffekten) kunna öka med ungefär lika mycket.

6 Euron och direktinvesteringar mellan länder

Direktinvesteringar är investeringar där ett företag eller en person från ett land investerar i ett företag i ett annat land med syftet att få ett långsiktigt inflytande över verksamheten. Sådana investeringar mellan länder kan påverkas av att länderna har en gemensam valuta. Fri kapitalrörlighet är en av de fyra grundläggande friheterna på EU:s inre marknad (de övriga tre är fri rörlighet för varor, tjänster och individer). Fri kapitalrörlighet är central för att den inre marknaden ska fungera effektivt. För företag betyder detta enklare tillgång till finansiering, större möjligheter till investeringar i andra medlemsländer och ökad konkurrens på kapitalmarknaden, vilket i sin tur leder till effektivare resursallokering.

När det gällde direktinvesteringarna drog EMU-utredningen (1996) följande slutsats:

”Slutsatsen blir att direktinvesteringar – liksom utrikeshandel – troligen påverkas mycket litet av kortvariga valutakursfluktuationer. Det bör dock understrykas att denna slutsats troligen inte gäller när det är fråga om mera långvariga svängningar i de nominella och därmed i de reala växelkurserna.” (sid. 79)

Direktinvesteringar ger upphov till långsiktiga valutaflöden i form av betalningar för insatsvaror eller hemtagning av framtida vinster, och värdet av dessa flöden påverkas av långsiktiga svängningar i valutakursen. För Sveriges del har svängningarna varit mycket stora (se figur 3),

vilket innebär en stor osäkerhet när ett företag ska bedöma lönsamheten av en direktinvestering. Direktinvesteringar är också mycket svåra att valutasäkra. Svårast är det antagligen när ett företag bygger en produktionsanläggning i ett annat land, en så kallad *greenfield investment*. Intäkterna från investeringen kommer då först i framtiden, och man vet förstås inte i förväg hur mycket man kommer att sälja från den nya anläggningen. Dessutom kommer de framtida intäkterna i utländsk valuta att komma in under många år framöver. För att valutasäkra denna investering måste mycket långa terminssäkringar med osäker volym göras. Alternativt kan långa kontrakt med valutaoptioner ingås. Båda dessa strategier tenderar i praktiken att bli alltför dyra. Det är därför rimligt att förvänta sig att direktinvesteringarna ökar mellan länderna i valutaunionen, eftersom växelkurssvängningarna försvinner när länderna har samma valuta.

Det finns två typer av direktinvesteringar. *Horisontella* sådana innebär att ett företag etablerar produktion på en marknad som är svår att nå genom export. I princip samma varor produceras då på flera marknader, eftersom höga handelskostnader gör det svårt att producera i ett land och sälja i ett annat. *Vertikala* direktinvesteringar handlar i stället om att etablera en internationell värdekedja, där ett företag till exempel producerar en insatsvara i ett annat land där förutsättningarna för just sådan produktion är bättre. Till skillnad från horisontella direktinvesteringar gynnas vertikala direktinvesteringar av låga handelskostnader. Den inre marknaden inom EU har inneburit mycket låga kostnader för handel mellan länderna och har därför stimulerat de vertikala direktinvesteringarna. Värdekedjorna mellan komponentproducenter och bilfabrikerna i Europa är ett exempel på detta. Den gemensamma valutan, som ytterligare minskat handelskostnaderna mellan länderna i valutaunionen, kan därför antas ha ökat de vertikala direktinvesteringarna ännu mer.

Flera empiriska studier har undersökt hur euron påverkat utländska direktinvesteringar mellan medlemsländerna i valutaunionen och gentemot omvärlden. En återkommande slutsats är att euron haft en positiv effekt på direktinvesteringsflödena, särskilt mellan euroländerna. Dessutom tycks direktinvesteringsflödena mot icke-euroländer snarare ha ökat än minskat.

Petroulas (2007) visar i en paneldataanalys av 22 OECD-länder att övergången till euro ökade direktinvesteringarna mellan EU-länderna med cirka 16 procent. Effekten var särskilt tydlig mellan länder som båda ingick i euroområdet. Liknande resultat återfinns i en studie av De Sousa och Lochard (2011), som skattar en gravitationsmodell och finner att euron har ökat direktinvesteringsstockarna inom valutaunionen med i genomsnitt omkring 30 procent. Brouwer med flera (2008) har i sin tur visat att valutaunionens utvidgning, särskilt med östeuropeiska länder, haft en stor positiv inverkan på direktinvesteringarna. Slutsatsen är att direktinvesteringsflödena ökat kring 20–30 procent för många länder. Denna studie finner också positiva handelseffekter, vilket innebär att handel och direktinvesteringar är komplement. Flam och Nordström (2007) finner inga generella effekter av euron på direktinvesteringarna, men i stället att den inre marknaden haft en stor och positiv effekt på dessa.

Camarero med flera (2024) använder uppdaterade empiriska metoder i en studie av amerikanska direktinvesteringar i Europa. De finner att den inre marknaden visserligen är viktigare för direktinvesteringarna än euron, men att den senare ändå ökat de amerikanska direktinvesteringarna med mellan 15 och 64 procent. Resultaten överensstämmer väl med Camarero med flera (2023), trots att dessa studier använder olika ekonometriska ansatser.

Andra relevanta studier är Sondermann och Vansteenkiste (2019), som finner ökade flöden av direktinvesteringar mellan euroländerna på mellan 11 och 21 procent, samt Carril-Caccia och Pavlova (2018), vars resultat är att euromedlemskapet, utöver effekten av den inre marknaden, gav en ökning av direktinvesteringarna mellan euroländerna på omkring 20 procent.

Slutsatsen är att forskningen idag pekar på relativt stora positiva effekter på de utländska direktinvesteringarna av att ingå i valutaunionen. Ökningen kan vara av storleksordningen 20 procent, alltså betydligt större än handelseffekterna.

7 Internationell handel och produktivitet

Det är väl etablerat i såväl teoretisk som empirisk forskning att handel ökar effektiviteten i produktionen genom specialisering, men det finns också ett samband mellan internationell handel, produktivitet och i förlängningen ekonomisk tillväxt. Om euron ökar handeln kommer den därför också att vara positiv för produktivitet och tillväxt.

På 1990- och 2000-talen fick forskningen tillgång till detaljerade mikrodata på företagsnivå, vilket ledde till nya insikter om handelns effekter på företagen. Till exempel studierna av Roberts och Tybout (1997), Bernard och Jensen (1995) och Bernard med flera (2007) visar att företag som deltar i internationell handel skiljer sig systematiskt från företag som bara verkar på den inhemska marknaden. Ett centralt resultat i denna forskning är att endast en relativt liten andel av företagen inom en bransch exporterar. Ett skäl till detta är de fasta kostnader som är förknippade med export. Exporterande företag är oftast större, mer produktiva, betalar högre löner, har högre kapitalintensitet och är mer teknologiskt avancerade än sina icke-exporterande motsvarigheter. Dessa skillnader tyder på att det är de mest konkurrenskraftiga företagen som har kapacitet att ta sig ut på internationella marknader, snarare än att det är själva exporten som gör företagen mer konkurrenskraftiga.

Samtidigt med den empiriska forskningen utvecklades nya teoretiska modeller för handel där företagen är heterogena. Melitz (2003) visar, i en mycket uppmärksam uppsats, hur internationell handel påverkar olika företag på skilda sätt. Fasta kostnader för att etablera sig på en utländsk marknad innebär att endast de mest produktiva företagen exporterar. Handelsliberalisering innebär ökad konkurrens på den inhemska marknaden och leder till att de minst produktiva inhemska företagen slås ut. Samtidigt betyder lägre handelskostnader att det blir mer lönsamt att exportera och exportörerna ökar därför sin produktion. Dessutom innebär handelsliberalisering att tröskeln för att exportera sänks, vilket innebär att även företag med något lägre produktivitet än tidigare nu kan täcka exportkostnaderna och ta sig ut på internationella marknader.

Lägre handelkostnader, till exempel på grund av en gemensam valuta, innebär alltså en omfördelning av marknadsandelar till de mest produktiva företagen, som både exporterar och säljer på hemmamarknaden, från de lågproduktiva företagen som bara säljer på hemmamarknaden. Denna omallokering leder till att den genomsnittliga produktiviteten stiger, eftersom de minst effektiva företagen försvinner och resurser flyttas till mer produktiva verksamheter.

På aggregerad nivå leder lägre handelskostnader alltså till högre aggregerad produktivitet genom de beskrivna selektionsmekanismerna. Men kan handel också göra de existerande företagen mer produktiva? Flera empiriska studier finner att så är fallet.

Clerides med flera (1998) använder data från Colombia, Mexiko och Marocko. Deras analys visar, liksom Bernard och Jensens (1995), att det främst är produktiva företag som börjar exportera, snarare än att exporten orsakar ökningar i produktivitet. Samtidigt hittade de vissa tecken på att export kan ha lärandeffekter för vissa företag genom att de tar till sig ny teknologi i de marknader där de säljer.

Aw med flera (2000), som studerar tillverkning i Sydkorea och Taiwan, visar att exportörer inte bara är mer produktiva, utan också mer benägna att investera i forskning och utveckling (FoU). Detta tyder på att sambandet mellan export och produktivitet kan förstärkas genom innovation, snarare än av exporten i sig. Dessa forskare fann också att företagens FoU-aktiviteter ofta föregår exportstarten, vilket stärker argumentet att det krävs viss kapacitet och förmåga för att bli internationellt konkurrenskraftig.

De Loecker (2007) analyserar slovenska företag och försöker separera exportens effekt på det enskilda företagets produktivitet från selektionseffekten. Genom att använda sofistikerade ekonometriskas metoder kunde han visa att export i vissa fall faktiskt leder till en ökning i produktivitet – ett resultat som stödjer idén om *learning by exporting* – men att denna effekt varierar mellan företag och branscher.

Förutom selektionseffekterna innebär möjligheten att importera insatsvaror en viktig länk mellan internationell handel och produktivitet. Ett antal empiriska studier har visat att denna effekt av internationell handel är viktig. Fernandes (2007) undersöker en period med betydande variation i tullnivåer mellan tillverkningsindustrier i Colombia

(1977–91) för att se om ökad exponering för utländsk konkurrens gav upphov till produktivitetsvinster. Hon finner en stark positiv effekt av tullsänkningar på produktiviteten. Produktivitetsförbättringar under handelsliberalisering kopplas till ökade importvolymerna av insatsvaror, högre kompetensnivå, investeringar i maskiner samt en omfördelning av produktionen från mindre till mer produktiva fabriker. Effekten var starkare för fabriker inom industrier som initialt mötte lägre konkurrens.

Amiti och Konings (2007) använder företagsdata från Indonesien under perioden 1991–2001. De finner att de största produktivitetsvinsterna kommer från lägre tullar på insatsvaror. En minskning av importtullarna med 10 procentenheter ledde till en 12-procentig ökning av produktiviteten för importerande företag; den produktivitetsvinst som var kopplad till en 10-procentig minskning av exporttullarna var endast 1–6 procent. Kasahara och Rodrigue (2008) använder företagsdata från Chile. Deras slutsats är att en fabrik kan öka sin produktivitet genom att gå från att inte importera till att börja importera utländska insatsvaror. Även om effekternas storlek varierar mellan olika skattningar, visar även den mest konservativa skattningen en positiv produktivitetseffekt på 2,6 procent när ett företag börjar importera. Studien pekar dessutom på långsiktiga produktivitetsvinster kopplade till användningen av importerade insatsvaror.

Sammanfattningsvis visar den empiriska litteraturen som baseras på företagsdata hur internationell handel ger upphov till produktivitetsvinster. Dessa effekter återkommer konsekvent i land efter land. Det handlar både om selektionseffekter, genom att handeln gynnar de mest produktiva företagen, och om värdet av att få tillgång till insatsvaror från andra länder utan att drabbas av höga transaktionskostnader. Det finns alltså starka teoretiska argument och empiriska belägg för att internationell handel påverkar produktiviteten positivt.

8 Handel och ekonomisk tillväxt

De potentiellt största effekterna av ökad internationell handel på grund av euron uppstår om tillväxten ökar. Den kan påverkas av han-

del på både medellång och lång sikt. Processen som leder till tillväxt på medellång sikt beskrivs i den så kallade Solowmodellen:¹⁰ Lågre transaktionskostnader, orsakade av ett euromedlemskap, innebär högre produktivitet i företagen. Det innebär i sin tur, på ett aggregerat plan, högre BNP. En sådan engångssökning av BNP leder till tillväxt på medellång sikt. Skälet är att sparandet ökar när inkomsterna stiger. Högre sparande innebär högre investeringar, vilket leder till en större kapitalstock. Det innebär i sin tur högre BNP, vilket återigen leder till högre sparande och så vidare. Ekonomin hamnar alltså i en tillväxtspiral där kapital och sparande ökar, men så länge kapitalet har avtagande marginalavkastning slutar processen när ekonomin uppnått ett nytt jämviktsläge för kapitalstocken. Baldwin (1992) beräknar att välfärdsvinsterna av ökad handel kan fördubblas när man tar hänsyn till denna tillväxteffekt.

Även den *långsiktiga* tillväxten kan påverkas positivt av internationell handel (Rivera-Batiz och Romer 1991, Grossman och Helpman 1993). Det finns flera mekanismer som gör att internationell handel leder till varaktigt högre tillväxt i så kallade endogena tillväxtmodeller. Grunden i dessa modeller är att den långsiktiga tillväxten drivs av teknologiska framsteg som leder till nya och bättre produkter. Om samhället använder en större andel av de totala resurserna till forskning och utveckling ökar den långsiktiga tillväxten. Fri handel gör det lätt för svenska företag att exportera nya produkter, vilket ökar företagets vinster. Det blir därför mer lönsamt att utveckla nya produkter, vilket leder till att mer resurser satsas på forskning och utveckling. Detta innebär i sin tur högre långsiktig tillväxt. En annan mekanism är att möjligheterna att importera insatsvaror och specialiserade komponenter gör forsknings- och utvecklingslaboratorierna mer produktiva. Också detta ökar den långsiktiga tillväxten. Mekanismerna beskrivs i detalj av Baldwin och Forslid (2000).

Det finns alltså övertygande skäl till att internationell handel bidrar till en högre tillväxt. Likaså finns tydliga empiriska belägg för att handeln påverkar företagets produktivitet. Trots det är det svårt att mäta exakt hur stor effekt handeln har på den ekonomiska tillväxten. Det

10 Modellen utvecklades ursprungligen av den amerikanske ekonomen Robert Solow på 1950-talet och är fortfarande den grundläggande analysmodellen för ekonomisk tillväxt.

grundläggande problemet är att storleken på handeln beror på (bland annat) efterfrågan i olika länder, vilken i sin tur påverkas av alla möjliga variabler som i sin tur också kan påverka tillväxten. Handelsflöden är med andra ord endogena. Forskningen har därför i stället fokuserat på att mäta effekterna av förändringar i länders handelspolitik. Men även på detta område finns statistiska problem. Man har i nyare forskning använt olika metoder för att hantera dessa. Regressionsanalysen har bytt fokus från att jämföra olika länder till att i stället studera tillväxt inom ett land efter specifika handelsreformer. Dessutom har man börjat använda syntetiska kontrollmetoder för att bättre undersöka om samband är kausala och modellbaserade strukturella metoder som utnyttjar att förändringar i handelshindren skiljer sig mellan olika branscher.¹¹ Irwin (2025), som gör en litteraturoversikt, drar slutsatsen att studierna nästan genomgående finner robusta effekter av handelsliberalisering för utvecklingsländer. Tillväxten i utvecklingsländer som liberaliserar sin handel blir ofta 1–1,5 procentenheter högre, vilket är en mycket hög siffra. OECD-länderna har redan en relativt fri handel, och därför är potentialen för tillväxtökningar mindre i dessa länder.

9 Slutsatser

EMU-utredningen (1996) beskrev för- och nackdelar med ett potentiellt svenskt medlemskap i euron. Det fanns vid den tiden inga empiriska studier av valutaunioner, och när det gällde handel och direktinvesteringar drog rapporten slutsatsen att ”det inte går att underbygga att deltagande i EU:s valutaunion kommer att leda till några betydande samhällsekonomiska vinster till följd av ökad handel och ökande investeringar”.¹²

Detta kapitel sammanfattar senare tids forskning om effekterna av ett euromedlemskap på handel och direktinvesteringar. Ett försök görs också att uppskatta transaktionskostnaderna som är förknippade med

11 Syntetisk kontroll är en statistisk metod som innebär att man skapar en jämförelsegrupp (kontrollgrupp) genom att kombinera flera andra länder till ett slags ”vägt genomsnitt”.

12 Sid. 405.

Sveriges handel med euroländerna. Slutligen behandlas senare forskning kring handelns effekter på produktivitet och ekonomisk tillväxt.

Kapitlets första slutsats är att de årliga transaktionskostnaderna som har att göra med valutaväxling och säkring av valutarisken mot euron ligger kring någon tiondels procent av BNP. Denna uppskattning av transaktionskostnaderna ligger nära den som gjordes i EMU-utredningen (1996). Det finns emellertid stora skillnader mellan branscher. Bygg- och försvarsindustri, som har mycket långa kontrakt, har mycket högre kostnader för valutasäkring än branscher med korta kontrakt.

Kapitlets andra slutsats är att handelseffekterna är betydligt större än vad EMU-utredningen (1996) kom fram till. Nyare empirisk forskning har i stället funnit ganska betydande handelseffekter av en gemensam valuta. Resultaten varierar påtagligt mellan olika studier, men senare studier finner att euron har ökat handelsflödena mellan euroländerna med i storleksordningen 10–15 procent. Även handelsflödena mellan euroländerna och tredje land (dit även Sverige räknas) har påverkats positivt av euron, men effekten är svagare: kanske hälften så stor som handelsökningen inom eurozonen. Denna effekt kan bero på att mindre länder som går med i eurosamarbetet får en mer likvid valuta än tidigare. Högre likviditet innebär lägre kostnader för att säkra sig mot valutakursrisk i handelstransaktioner med länder utanför euroområdet. Detta minskar handelskostnaderna med dessa länder, vilket i sin tur ökar handeln.

Den tredje slutsatsen är att ett euromedlemskap är positivt för direktinvesteringarna. Det är mycket svårt att hantera valutariskerna förknippade med långsiktiga valutasvängningar vid direktinvesteringar. Det är därför sannolikt att dessa påverkas mer av en gemensam valuta än handeln. Empiriska studierna finner också i allmänhet större effekter på direktinvesteringarna än på handeln. Moderna studier har funnit att euromedlemskapet haft positiva effekter på direktinvesteringarna mellan euroländerna på omkring 20 procent.

Om ett euromedlemskap ökar handeln har det också betydelse för produktivitetsutvecklingen, vilket betonats i de två senaste decenniernas forskning. Ökade handelsvolymen leder till selektionseffekter där de minst produktiva företagen slås ut, medan de mest produktiva företagen ökar sin produktion. Denna process innebär en högre aggregerad

produktivitet i ekonomin. Dessutom har forskningen visat på betydande produktivitetseffekter av att företagen kan etablera internationella produktionsnätverk när transaktionskostnaderna för att importera komponenter är låga. Högre produktivitet är nära förknippad med högre tillväxt, och det finns i forskningslitteraturen övertygande skäl att friare handel också innebär högre ekonomisk tillväxt på lång sikt.

Referenser

- Adam C och D Cobham (2007), Monetary Integration in Africa: A Review of the Issues, *World Economy*, 30.
- Aghion P, Bacchetta P, Ranciere R och K Rogoff (2009), Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development, *Journal of Monetary Economics*, 56.
- Alesina A, Barro R J och S Tenreyro (2003), Optimal Currency Areas, *NBER Macroeconomics Annual*, 17.
- Aristotelous K (2006), Do Currency Unions Affect Trade? Evidence from the European Union, *Journal of Common Market Studies*, 44.
- Baldwin R (1992), Measurable dynamic gains from trade, *Journal of Political Economy*, 100.
- Baldwin R (2006), The Euro's Trade Effects, European Central Bank Working Paper, 594.
- Baldwin R och R Forslid (2000), Trade liberalisation and endogenous growth: A q-theory approach, *Journal of International Economics*, 50.
- Baldwin R och V di Nino (2006), Euros and Zeros: The Common Currency Effect on Trade in New Goods, NBER Working Paper, 12673.
- Baldwin R, di Nino V, Fontage L, de Santis R A och D Taglioni (2008), Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment, Economic Papers 321, Office for Infrastructures and Logistics, Bryssel.
- Baldwin R och D Taglioni (2004), Positive OCA criteria: Microfoundations for the Rose effect, Technical report, Graduate Institute of International Studies, Geneva.

- Baldwin R och D Taglioni (2006), Gravity for dummies and dummies for gravity equations, NBER Working Paper, 12516.
- Barr D, Breedon F och D Miles (2003), Life on the Outside: Economic Conditions and Prospects Outside Euroland, *Economic Policy*, 18.
- Barro R J och S Tenreyro (2007), Economic Effects of Currency Unions, *Economic Inquiry*, 45.
- Berger H och V Nitsch (2008), Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective, *Journal of International Money and Finance*, 27.
- Berthou A och L Fontagné (2013), How Do Multiproduct Exporters React to a Change in Trade Costs? *The Scandinavian Journal of Economics*, 115.
- BIS (2022), *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2022*, Basel.
- Bomberger W A (2002), Decolonization and Estimates of the Time Series Effect of Currency Unions, University of Florida.
- Brouwer J, Paap R och J M Viaene (2008), The Trade and FDI Effects of EMU Enlargement, *Journal of International Money and Finance*, 27.
- Bun M J G och F J G M Klaassen (2002), Has the Euro Increased Trade? Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2002-108/2.
- Bun M J G och F J G M Klaassen (2007), The Euro Effect on Trade Is Not as Large as Commonly Thought, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 69.
- Cabasson B (2003), The Euro Effect on Trade: An Empirical Assessment of the Rose Effect Using Propensity Score Matching, Université Paris IX Dauphine.
- Cafiso G (2008), The Euro's Influence upon Trade: Rose Effect versus Border Effect, University of Catania.
- Camarero M, Moliner S och C Tamarit (2024), A Fresh Assessment of the Depth of the "Euro Effect" on US FDI.
- Camarero M, Moliner S och C Tamarit (2023), Which are the long-run determinants of US outward FDI? Evidence using large long-memory panels, *Journal of International Trade & Economic Development*, 34.

- Cameron G, Proudman J och S Redding (2005), Technological Convergence, R&D, Trade and Productivity Growth, *European Economic Review*, 49.
- Carril-Caccia F och E Pavlova (2018), Foreign direct investment and its drivers: a global and EU perspective, *Economic Bulletin Articles*, 4.
- Chen N och D Novy (2018), Currency Unions, Trade, and Heterogeneity, CESifo Working Paper, 7123.
- De Nardis S och C Vicarelli (2003a), Currency Unions and Trade: The Special Case of EMU, *Review of World Economics*, 139.
- De Nardis S och C Vicarelli (2003b), The Impact of the Euro on Trade: The (Early) Effect is not so Large, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi.
- De Souza L V (2002), Trade Effects of Monetary Integration in Large, Mature Economies: A Primer on the European Monetary Union, Kiel Institute for World Economics Working Paper, 1137.
- De Sousa J och J Lochard (2003), Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment? Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.
- De Sousa J och J Lochard (2007), The currency union effect on trade and the FDI channel, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.
- De Sousa J och J Lochard (2011), Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment? *Scandinavian Journal of Economics*, 113.
- Estevadeordal A, Frantz B och A M Taylor (2003), The Rise and Fall of World Trade, 1870–1939, *Quarterly Journal of Economics*, 118.
- Esteve-Pérez S, Gil-Pareja S, Llorca-Vivero R och J Paniagua (2023), Has the Euro Paid Off? A Study of the Trade-Induced Welfare Effects of the EMU, *Journal of Money, Credit and Banking*, 55.
- Faruquee H (2004), Measuring the Trade Effects of EMU, International Monetary Fund Working Paper, 04/154.
- Felbermayr G och M Steininger (2019), Revisiting the Euro's Trade Cost and Welfare Effects, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 239.
- Flam H och H Nordström (2006a), Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade, Institute for International Economic Studies, Stockholm University.

- Flam H och H Nordström (2006b), Trade Volume Effects of the Euro: Aggregate and Sector Estimates, Seminar Paper, 746, Institute for International Economic Studies, Stockholm University.
- Flam H och H Nordström (2008), The Euro Impact on FDI Revisited and Revised, Institute for International Economic Studies och Swedish National Board of Trade.
- Flam H och M Persson (2024), *Krona på rätt kurs? En ESO-rapport om den svenska valutans utveckling 1993–2024*, Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi, Stockholm.
- Flandreau M och M Maurel (2005), Monetary Union, Trade Integration, and Business Cycles in 19th Century Europe: Just Do It, *Open Economies Review*, 16.
- Frankel J A och A K Rose (2002), An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income, *Quarterly Journal of Economics*, 117.
- Glick R och A K Rose (2002), Does a Currency Union Affect Trade? The Time-Series Evidence, *European Economic Review*, 46.
- Glick R och A K Rose (2016), Currency Unions and Trade: A Post-EMU Reassessment, *European Economic Review*, 87.
- Gomes T, Graham C och N Helliwell (2006), The Euro and Trade: The Effects of Monetary Integration on Trade Flows and Economic Performance, *Bank of Canada Review*, 2006.
- Grossman G M och E Helpman (1993), *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press.
- Head K och T Mayer (2014), Gravity Equations: Workhorse, Toolkit, and Cookbook, *Handbook of International Economics*, 4.
- Honohan P (2001), Discussion of "Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?" by Torsten Persson, *Economic Policy*, 16.
- Irwin D A (2025), Does Trade Reform Promote Economic Growth? A Review of Recent Evidence, *The World Bank Research Observer*, 40.
- Kasahara H och J Rodrigue (2008), Does the use of imported intermediates increase productivity? Plant-level evidence, *Journal of Development Economics*, 87.
- Kenen P B (2002), Currency Unions and Trade: Variations on Themes by Rose and Persson, Reserve Bank of New Zealand.

- Klein M W (2005), Dollarization and Trade, *Journal of International Money and Finance*, 24.
- Klein M W och J C Shambaugh (2012), *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*, MIT Press.
- Levy Yeyati E (2003), On the Impact of a Common Currency on Bilateral Trade, Universidad Torcuato Di Tella.
- López-Córdova J E och C M Meissner (2003), Exchange-Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era, *American Economic Review*, 93.
- Melitz J (2001), Geography, Trade and Currency Union, CESifo Working Paper, 403.
- Melitz M (2003), The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity, *Econometrica*, 71.
- Melitz J (2008), Language and Foreign Trade, *European Economic Review*, 52.
- Micco A, Stein E och G Ordoñez (2003), The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU, *Economic Policy*, 18.
- Nitsch V (2002a), Comparing Apples and Oranges: The Trade Effect of Multilateral Currency Unions is Small, Bankgesellschaft Berlin.
- Nitsch V (2002b), Honey, I Shrunk the Currency Union Effect on Trade, *The World Economy*, 25.
- Nordström A (2022), Understanding the Foreign Exchange Market, *Penning- och valutapolitik*, 1, Sveriges Riksbank.
- Pakko M R och H J Wall (2001), Reconsidering the Trade-Creating Effects of a Currency Union, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 83.
- Persson T (2001), Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect? *Economic Policy*, 16.
- Petroulas P (2007), The Effect of the Euro on Foreign Direct Investment, *European Economic Review*, 51.
- Polák P (2019), The Euro's trade effect: a meta-analysis, *Journal of Economic Surveys*, 33.
- Rivera-Batiz L A och P M Romer (1991), Economic integration and endogenous growth, *Quarterly Journal of Economics*, 106.

- Roberts M J och J R Tybout (1997), The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs, *American Economic Review*, 87.
- Rose A K (2000), One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade, *Economic Policy*, 15.
- Rose A K (2001), Currency Unions and Trade: The Effect is Large, *Economic Policy*, 16.
- Rose A K (2004), A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade, NBER Working Paper, 10373.
- Rose A K (2016), Why Do Estimates of the EMU Effect on Trade Vary So Much? *Open Economies Review*, 28.
- Rose A K och C Engel (2002), Currency Unions and International Integration, *Journal of Money, Credit and Banking*, 34.
- Rose A K och E van Wincoop (2001), National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union, *American Economic Review*, 91.
- Sadikov A, Solinge G och J Zettelmeyer (2004), The Euro Effect on Trade: The (Early) Effect Is Not So Large, International Monetary Fund Working Paper, 04/115.
- Saiki A (2002), The Trade Effects of the Euro in Historical Perspective, Yale University.
- Shin Y och L Serlenga (2007), Gravity Models of Intra-EU Trade: Application of the CCEP-HT Estimation in Heterogeneous Panels with Unobserved Common Time-Specific Factors, *Journal of Applied Econometrics*, 22.
- Silva J S och S Tenreyro (2010), Currency Unions in Prospect and Retrospect, *Annual Review of Economics*, 2.
- Smith C (2002), Currency Unions and Gravity Models Revisited, Reserve Bank of New Zealand.
- Sondermann D och I Vansteenkiste (2019), Did the euro change the nature of FDI flows among member states? ECB working paper, 2275.
- Subramanian A och S-J Wei (2007), The WTO Promotes Trade, Strongly but Unevenly, *Journal of International Economics*, 72.
- Taglioni D (2004), Monetary Unions and Market Perception, *Economics Letters*, 83.

- Tenreyro S (2001), On the Causes and Consequences of Currency Unions, Harvard University.
- Thom R och B Walsh (2002), The Effect of a Common Currency on Bilateral Trade Flows: An Empirical Analysis, *Manchester School*, 70.
- Trafikverket (2024), *Analysmetod och samhällsekonomiska kalkylvärden för transportsektorn ASEK 8.0*.
- Tsangarides C G, Ewencyk P och M Hulej (2006), Stylized Facts on Bilateral Trade and Currency Unions: Implications for Africa, IMF Working Paper, 06/31.
- Yamarik S och S Ghosh (2005), A Sensitivity Analysis of the Gravity Model, *The International Trade Journal*, 19.

KAPITEL 3

Hur synkroniserad är konjunkturen i Sverige med den i euroområdet?

Jesper Hansson

1 Inledning

Efter en period med jämförelsevis stabil global konjunkturutveckling under 10–15 år från början av 1990-talet har ett flertal större störningar inträffat i världsekonomin. Först den globala finanskrisen 2008–09 med ursprung i den amerikanska bolånemarknaden, sedan den europeiska statsskuldskrisen 2011–14, följt av coronapandemi 2020 och i dess fotsår inflationskrisen 2022–24. En viktig del i hanteringen av dessa störningar har varit justering av centralbankernas penningpolitik, i första hand styrräntan. Om konjunkturen utvecklas på liknande sätt i olika länder kan en likartad penningpolitik vara önskvärd. Om det däremot finns stora skillnader i konjunkturutvecklingen är en egen penningpolitik ett viktigt instrument för att kunna stabilisera den ekonomiska utvecklingen. Mundell (1961) introducerade begreppet *optimalt valutaområde*, det vill säga ett område där en gemensam valuta – och därmed gemensam penningpolitik – är fördelaktig. Den kanske viktigaste förutsättningen för ett optimalt valutaområde är att konjunkturstörningarna är synkroniserade. Om så är fallet kan en gemensam penningpolitik bidra till att dämpa konjunktursvängningarna och växelkursen mellan länder och regioner behöver inte justeras.

Den reala växelkursen mellan länder, det vill säga den relativa prisnivån, kan behöva ändras om efterfrågan i ett land utvecklas annorlunda än i andra länder. Om efterfrågan på de varor och tjänster som ett land producerar minskar, behöver dess relativa prisnivå sänkas, det vill säga den reala växelkursen försvagas. Med en rörlig nominell växelkurs påskyndas denna anpassning eftersom priser, och framför allt löner, är trögrörliga. Långsammare anpassning av den reala växelkursen i lägen med en avvikande konjunkturutveckling i ett land är den förmodligen största nackdelen med en gemensam valuta. En annan viktig nackdel är att det inhemska ränteläget inte kan anpassas till inflationen och konjunkturläget i ekonomin eftersom styrräntan bestäms av den gemensamma centralbanken. Hur stora dessa nackdelar är beror bland annat på frekvensen och storleken på så kallade asymmetriska (landspecifika) konjunkturstörningar.¹

Sannolikheten för att drabbas av en (extern) asymmetrisk störning beror på hur ekonomiskt lika länder är. Två länder som har en likartad branschstruktur – likartad sammansättning av produktion och sysselsättning – borde normalt utsättas för liknande externa störningar i både efterfrågan och produktionsteknologi. Det är därför av intresse att studera hur lika de europeiska ekonomierna är. Även med en liknande aggregerad branschstruktur kan det emellertid finnas betydande skillnader i produktionen i en och samma bransch mellan olika länder. Det var exempelvis stor skillnad mellan Ericsson och Nokia, även om de enligt nationalräkenskaperna verkade inom samma bransch. Behovet av en justerad real växelkurs avgörs ytterst av den samlade effekten av en mängd olika störningar.

Det vanligaste sättet att studera skillnader mellan länder är att mäta likheten i ekonomisk utveckling över en konjunkturcykel. Om korrelationen mellan BNP och sysselsättning är hög mellan länder, kan man förmoda att konjunkturstörningarna varit gemensamma. Men ekonomierna kan också ha anpassat sig till skiftande förutsättningar, så att konjunkturutvecklingen trots olikartade störningar har blivit likartad. Det gäller alltså i princip att skilja mellan exogena störningar

1 Det finns så klart också fördelar med en gemensam valuta, vilket belyses i flera andra kapitel i denna bok. Det handlar bland annat om minskade transaktionskostnader vid handel, mindre påverkan av ibland oönskade växelkursrörelser och fördelar som kan komma av en djupare integrerad kapitalmarknad.

och anpassningen till dessa, som bland annat kan bestå i förändrad real växelkurs. I praktiken analyseras dock oftast korrelationen i BNP-utveckling. Det är då underförstått att skillnader förklaras av makroekonomiska störningar som inte har motverkats fullt ut av ekonomisk politik och anpassningar av den reala växelkursen.

Det förutsätts ofta att skillnader i konjunkturutvecklingen beror på exogena faktorer, utanför det egna landets kontroll. Det är förmodligen också den vanligaste anledningen, men det finns viktiga undantag när det är den inhemska politiken som har orsakat den avvikande konjunkturutvecklingen. Överhettningen av den svenska ekonomin i slutet av 1980-talet berodde exempelvis (främst) på kreditavregleringen och den därpå följande kreditexpansionen – inte på någon extern ekonomisk händelse.² Icke desto mindre hade det då varit fördelaktigt med en rörlig växelkurs, som hade kunnat bidra till att dämpa högkonjunkturen och därmed förhoppningsvis även mildra den påföljande krisen. Något liknande hände i flera sydeuropeiska euroländer i början av 2000-talet. Övergången till euron ledde till kraftigt sjunkande räntor i dessa länder, vilket stimulerade efterfrågan. Detta motverkades inte av en tillräckligt stram finanspolitik. Oavsett anledningen till en avvikande konjunkturutveckling är det i en sådan situation fördelaktigt med en flexibel nominell växelkurs och en styrränta som kan anpassas efter nationella behov. Nackdelarna med att avhända sig dessa anpassningsmekanismer är dock mindre om detta samtidigt minskar risken för destabiliserande inhemsk finanspolitik.

Graden av synkronisering av konjunkturen är sannolikt inte oberoende av växelkursregimen. En gemensam valuta bidrar högst troligt till ökad ekonomisk integration inom valutaområdet, vilket normalt stärker korrelationen i konjunkturen. Visserligen kan ökad handel och därmed specialisering i produktionen göra enskilda länder mer känsliga för sektorspecifika störningar, men spridning av konjunkturimpulser via ett större handelsutbyte och ökad finansiell integration bidrar normalt ändå till starkare korrelerad konjunktur. Ekonomins anpassningsmekanismer, inklusive finanspolitiken, påverkas också av att det inte finns någon växelkurs som kan bidra till att dämpa konjunkturcyklerna. Ett exempel på studier som visar hur korrelationen utvecklas

2 Se till exempel Jonung (2000).

under perioder med gemensam valuta är Bergman och Jonung (2011), som finner att konjunkturerna i Sverige, Norge och Danmark blev mer synkroniserade under den skandinaviska myntunionen 1873–1913.³

EMU-utredningen (1996), inklusive bilagorna av Hassler (1996) och Jansson (1996), studerade hur BNP hade samvarierat i Sverige och ett antal kärnländer i EU, länder som ganska säkert skulle komma att övergå till den gemensamma valutan och vars konjunkturutveckling tycktes vara någorlunda synkroniserad. Jag uppdaterar i det här kapitlet analyserna till att omfatta de första 26 åren med gemensam valuta. Syftet är att belysa hur lik konjunkturutvecklingen i Sverige och i euroländerna är och hur det har förändrats sedan sent 1990-tal.

Jag fokuserar analysen på de 15 länder som var EU-medlemmar i mitten av 1990-talet (EU15), det vill säga Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland och Österrike. Dessa länder har länge varit marknadsekonomier med inte alltför stora skillnader i levnadsstandard och är därmed någorlunda jämförbara i ekonomiskt hänseende. Det är därmed mest intressant att studera hur konjunkturer i Sverige samvarierar med de övriga 14 länderna i denna grupp, även om man skulle kunna jämföra med fler länder utanför EU. Av EU15-länderna har tolv infört euron som valuta, medan Danmark, Storbritannien och Sverige har behållit sina egna valutor.⁴ Jämförelser av enskilda länders ekonomiska struktur (branschammansättning) och konjunkturvariationer görs genomgående med ett vägt genomsnitt för euroområdet. Definitionen av euroområdet beror på datatillgänglighet: antingen tio länder bestående av de elva ursprungliga euroländerna minus Luxemburg (EA10) eller hela dagens euroområde med 20 länder (EA20). Luxemburg och de nio länder som anslutit efter 1999 är jämförelsevis små och påverkar inte aggregatet i nämnvärd utsträckning. EA10:s andel av hela euroområdets (EA20:s) BNP år 2023 var strax över 95 procent.

3 Under denna period hade alla de tre skandinaviska länderna guldmyntfot med samma guldvärde, 2 480 kronor per kilo guld. Sedlar och mynt utgivna i något av de tre länderna accepterades som betalningsmedel i alla tre länderna.

4 Storbritannien lämnade EU 1 februari 2020. Danmark har visserligen kvar sin valuta, men med fast växelkurs mot euron. Landet har därmed ingen egen oberoende penningpolitik och i stabiliseringspolitiskt hänseende är skillnaden liten jämfört med att ingå i valutaunionen.

2 Utvecklingen av ekonomins struktur över tid

Nuvarande EU-länder har en i ett globalt perspektiv relativt likartad branschstruktur, men det finns relevanta skillnader och utvecklingen över tid går i olika riktningar. I detta avsnitt studeras först utvecklingen inom de tio länder som var med då euron introducerades som valuta 1999.⁵ Sedan jämförs aggregatet av dessa tio länder (EA10) med enskilda euroländer samt Danmark, Storbritannien och Sverige, vilka har egen valuta.

Branschstrukturen kan mätas på flera olika sätt. Liksom i flera andra studier fokuserar detta avsnitt på sysselsättningsandelar beräknade utifrån antal sysselsatta personer i respektive bransch. (De övergripande resultaten för Sverige är liknande om man använder sig av förädlingsvärdeandelar eller andelen arbetade timmar i respektive bransch.) Datakällan är EUKLEMS, version 2024, ett forskningsprojekt som finansieras av EU-kommissionen. Den senaste versionen innehåller data för åren 1995–2021. Sysselsättningsandelar i de olika branscherna i euroområdet som helhet (EA10) och Sverige under åren 1995 och 2021 framgår av tabell 1.

5 Grekland, som införde euron 2001, har dessutom en kraftigt avvikande branschstruktur.

Tabell 1 Sysselsättningsandelar i Sverige och i euroområdet
(EA10), procent

(a) Hela ekonomin

Bransch (NACE-kod)		1995		2021	
		Sverige	EA10	Sverige	EA10
A	Jordbruk, skogsbruk och fiske	4,0	4,8	2,7	2,7
B	Utvinning av mineral	0,3	0,3	0,2	0,1
C	Tillverkningsindustri	16,8	18,7	10,5	13,0
D	Försörjning av el, gas, värme och kyla	0,6	0,6	0,6	0,4
E	Vattenförsörjning; avfallsrening, avfallshantering och sanering	0,4	0,5	0,6	0,7
F	Byggverksamhet	5,2	7,6	7,4	6,3
G	Handel; reparation av motorfordon och motorcyklar	12,7	14,7	11,9	13,9
H	Transport och magasinering	4,7	5,0	4,4	4,9
I	Hotell- och restaurangverksamhet	2,5	3,9	3,2	4,8
J	Informations- och kommunikationsverksamhet	3,0	2,3	4,5	3,2
K	Finans- och försäkringsverksamhet	1,9	3,0	2,0	2,4
L	<i>Fastighetsverksamhet</i>	<i>1,6</i>	<i>0,9</i>	<i>1,8</i>	<i>1,1</i>
M	Verksamhet inom juridik, ekonomi, vetenskap och teknik	4,2	4,2	6,3	6,8
N	Uthyrning, fastighetsservice, resetjänster och andra stödtjänster	3,1	4,0	5,4	7,5
O	<i>Offentlig förvaltning och försvar; obligatorisk socialförsäkring</i>	<i>5,8</i>	<i>8,3</i>	<i>4,8</i>	<i>6,7</i>
P	<i>Utbildning</i>	<i>10,4</i>	<i>6,2</i>	<i>11,0</i>	<i>6,6</i>
Q	<i>Vård, omsorg och sociala tjänster</i>	<i>18,1</i>	<i>8,9</i>	<i>17,9</i>	<i>12,1</i>
R	Kultur, nöje och fritid	2,1	1,2	2,4	1,7
S	Annan serviceverksamhet	2,7	2,8	2,5	3,0
T	<i>Hushållens produktion av diverse varor och tjänster för eget bruk</i>	<i>0,0</i>	<i>2,1</i>	<i>0,1</i>	<i>2,1</i>
Marknadssektorn (A-K, M-N, R-S)		64,1	73,7	64,5	71,4

(b) Tillverkningsindustrin

Bransch (NACE-kod)	1995		2021	
	Sverige	EA10	Sverige	EA10
C10-12 Livsmedel, drycker och tobak	10,6	12,7	10,4	15,9
C13-15 Textilier, kläder och läder- och skinnvaror	2,5	11,1	1,3	5,5
C16-18 Trä- och pappersvaror; grafisk produktion	16,5	9,1	12,8	6,5
C19 Stenkol och petroleumprodukter	0,3	0,4	0,6	0,4
C20-21 Kemikalier och läkemedel	3,3	5,9	3,4	6,6
C22-23 Gummi och plast; andra icke-metaller	6,5	9,6	7,1	8,9
C24-25 Stål och metall; metallvaror	15,8	14,1	17,9	15,4
C26 Datorer, elektronik och optik	7,3	4,0	3,7	3,7
C27 Elapparat	4,4	5,0	4,3	4,8
C28 Övriga maskiner	12,2	9,2	13,6	11,3
C29-30 Motor- och släpfordon; andra transportmedel	13,1	8,7	16,9	9,8
C31-33 Möbler och annan tillverkning; reparation av maskiner	7,5	10,3	8,0	11,3

Källor: EUKLEMS, version 2024, och egna beräkningar.

Sverige avviker mest från euroområdet i fråga om utbildning (NACE-bransch P) samt vård, omsorg och sociala tjänster (NACE-bransch Q). Dessa branscher har betydligt högre sysselsättningsandelar i Sverige än i EA10, vilket innebär att de flesta andra branscher har lägre andelar. Det är främst en följd av en större offentligt finansierad välfärdssektor i Sverige. Branscher vars produktion huvudsakligen betalas av offentlig sektor, som exempelvis vård och utbildning, samt fastighetsverksamhet (NACE-bransch L), som till ganska stor del utgörs av beräknat nyttjandevärde för egna hem är inte särskilt konjunkturkänsliga.⁶ De påverkas inte på samma sätt av exogena asymmetriska störningar vars effekter skulle kunna dämpas av en rörlig växelkurs. Det är därför intressant att även studera likheter inom marknadssektorn, det vill säga de branscher vars produktion huvudsakligen säljs på privata marknader. Denna sektor omfattar cirka 65 procent av sysselsättningen i

6 Detsamma gäller för hushållens produktion av diverse varor och tjänster för eget bruk (NACE-bransch T) som dock är av helt obetydlig storlek i Sverige.

Sverige och drygt 70 procent i euroområdet. Flera tidigare studier har också särskilt studerat sammansättningen inom tillverkningsindustrin som säljer en jämförelsevis stor andel av sin produktion på export och därmed kan påverkas mer av en rörlig nominell växelkurs.

2.1 Skillnader i branschstrukturens utveckling sedan mitten av 1990-talet

Grodzicki (2014) studerade hur sysselsättningsandelarna inom olika branscher utvecklades 1970–2006 i EU15 samt 1995–2006 i hela EU (EU25).⁷ Han beräknade Krugmans specialiseringsindex, vilket definieras som absolutvärdet av skillnaderna mellan sysselsättningsandelarna i land i och sysselsättningsandelarna i ett jämförelseland (en jämförelseregion) j summerat över ekonomins n olika branscher:

$$KSI_{i,j,t} = \sum_{k=1}^n \left| \frac{y_{i,t}^k}{Y_{i,t}} - \frac{y_{j,t}^k}{Y_{j,t}} \right|$$

$Y_{i,t}$ anger total sysselsättning i land i under år t . Indexet kan anta värden mellan 0 (identisk branschstruktur) och 2 (totalt olik branschstruktur). Den övergripande slutsatsen i artikeln var att EU15-ekonomierna hade blivit mer lika över tid, särskilt inom tillverkningsindustrin, men att skillnaderna avseende kunskapsintensiteten i tjänstebanscher ökat. I den större gruppen EU25 kunde man inte se någon trend i graden av homogenitet under perioden 1995–2006, trots de tidigare forna öststaternas övergång från plan- till marknadsekonomi.

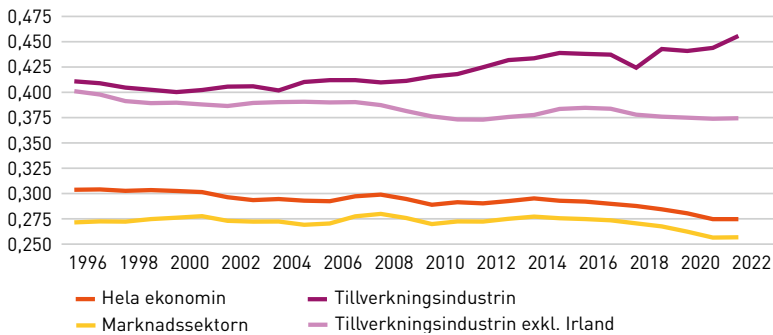
Hansson och Sjöholm (1996) jämförde Sveriges branschstruktur inom tillverkningsindustrin med 13 andra OECD-länder, både sådana som potentiellt kunde komma att ingå i den europeiska valutaunionen och andra länder, som exempelvis USA och Japan. De beräknade specialiseringsindex på samma sätt som Grodzicki (2014) men använde förädlingsvärdeandelar i stället för sysselsättningsandelar. Slutsatsen blev att den svenska tillverkningsindustrin 1993 var mest lik den i USA och Finland. Studien fann inte större likhet mellan Sverige och poten-

7 Sysselsättning mäts som antal arbetade timmar. EU25 avser de 25 länder som var medlemmar i mitten av 2000-talet.

tiella medlemmar i valutaunionen än mellan Sverige och OECD-länder som inte var aktuella för den.

Den samlade utvecklingen inom euroområdet (EA10) enligt min beräkning kan illustreras av medelvärdet för specialiseringsindexet för alla $10 \times 9/2 = 45$ parvisa jämförelser mellan de tio länderna. Skillnaderna i sysselsättningsandelar inom hela ekonomin mellan de tio euroländerna uppvisar en svagt nedåtgående trend 1995–2021 (se figur 1). Skillnaderna är något mindre i marknadssektorn, det vill säga de branscher som främst säljer på privata marknader, men utvecklingen över tid är snarlik. De större skillnaderna för hela ekonomin beror huvudsakligen på skillnader i den offentliga sektorns omfattning, som påverkar storleken på branscherna utbildning samt vård och omsorg.

Figur 1 Medelvärde för specialiseringsindex i de ursprungliga euroländerna (EA10)



Anm.: Indexet kan anta värden mellan 0 (fullständig likhet) och 2 (fullständig olikhet).

Källor: EUKLEMS version 2024 och egna beräkningar.

Skillnaderna inom tillverkningsindustrin är påtagligt större och i hela euroområdet (EA10) har de ökat över tid. Det beror dock uteslutande på utvecklingen på Irland, där bland annat andelen av industrisysselsättningen inom kemikalier och läkemedel (NACE-branscherna C20–21) har stigit betydligt mer än inom euroområdet i genomsnitt. Om Irland exkluderas, har skillnaderna även inom industrin minskat något över tid.

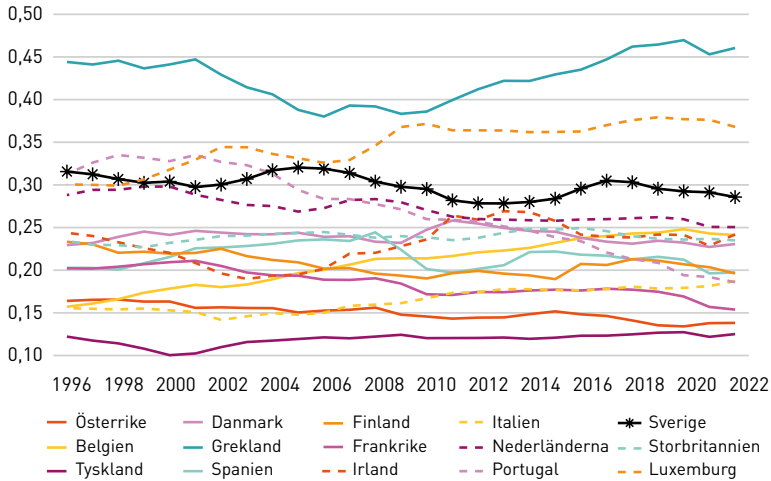
Det genomsnittliga värdet på specialiseringsindexet är ovägt, så utvecklingen kan drivas av att små länder har blivit mer lika sina större

grannländer, som inte nödvändigtvis blivit mer lika varandra. För att studera hur branschstrukturen har utvecklats i enskilda länder – inklusive Sverige – jämfört med andra EU-länder redovisas nedan specialiseringsindexet för alla enskilda EU15-länder i förhållande till aggregatet av de tio euroländerna EA10.

2.2 Branschstrukturens utveckling i enskilda länder

Specialiseringsindexet för hela ekonomin i de 15 gamla EU-länderna redovisas i figur 2. Skillnaden blir närmast per definition mindre i de stora länderna eftersom dessa påverkar den aggregerade branschstrukturen för hela EA10 betydligt mer än ett litet land. Tyskland, som stod för cirka 30 procent av den totala sysselsättningen i de tio euroländerna under perioden, har lägst specialiseringsindex. Österrike har dock näst lägst indexvärde, betydligt lägre än flera större länder. De länder där branschstrukturen mest liknar den i euroområdet som helhet är Tyskland, Österrike, Frankrike och Italien. Grekland skiljer ut sig, med genomgående större skillnad än övriga länder. Det beror främst på en betydligt större andel av sysselsättningen i jordbruk, skogsbruk och fiske (NACE-bransch A). Sverige är det land som efter Grekland och Luxemburg har störst skillnad i sysselsättningsandelar jämfört med euroområdet. Det beror som tidigare noterats till stor del på den större offentliga sektorn i Sverige.

Figur 2 Specialiseringsindex jämfört med euroområdet – hela ekonomin



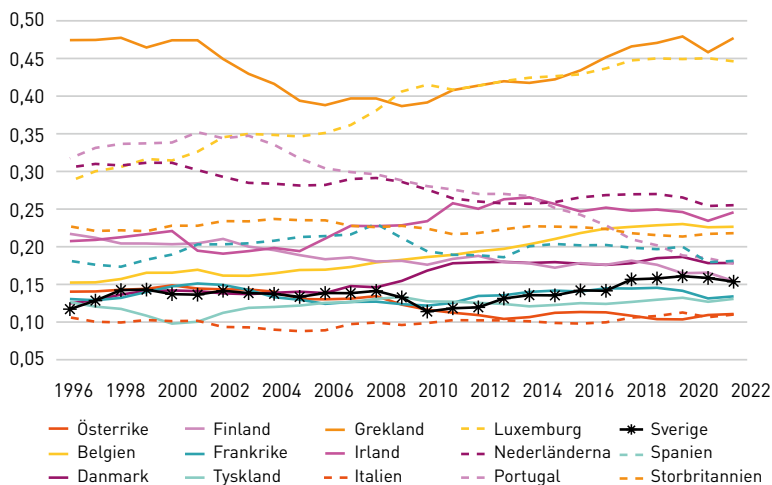
Anm.: Indexet kan anta värden mellan 0 (fullständig likhet) och 2 (fullständig olikhet).

Källor: EUKLEMS version 2024 och egna beräkningar.

Det är svårt att urskilja generella trender i utvecklingen över tid i de olika länderna. Portugal är det land som har uppvisat störst konvergens i branschstruktur under perioden. Sverige, Finland, Danmark, Nederländerna och Frankrike har också blivit mer lika euroområdet. Specialiseringsindex för hela ekonomin uppvisar sammantaget en svagt nedåtgående trend i majoriteten av länderna, vilket till en del kan förklaras med minskade skillnader i storleken på den offentliga sektorn. Det är egentligen bara för Luxemburg som skillnaden i branschstruktur har ökat påtagligt, men det är av mindre relevans eftersom landet är så litet och en betydande del av arbetskraften är bosatt i grannländerna.

Om vi fokuserar på branschstrukturen i marknadssektorn, alltså de branscher som främst säljer sin produktion på privata marknader, framträder delvis en annan bild (se figur 3). Grekland och Luxemburg är fortfarande mest olika euroområdet, men för övriga länder är skillnaden generellt betydligt mindre, med lägre indexvärden i figur 3 än i figur 2. För Sverige är nedgången i indexvärde särskilt stor och i marknadssektorn är branschstrukturen i Sverige mycket lik den i euroområdet.

Figur 3 Specialiseringsindex jämfört med euroområdet – marknadssektorn



Anm.: Indexet kan anta värden mellan 0 (fullständig likhet) och 2 (fullständig olikhet).

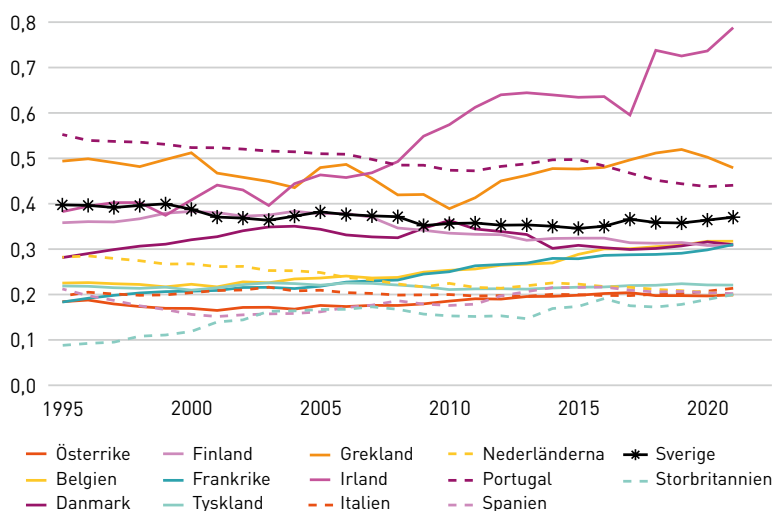
Källor: EUKLEMS version 2024 och egna beräkningar.

Specialiseringsindexet i marknadssektorn för Sverige är relativt oförändrat över tid och ligger mellan placering två och fem inom gruppen av 15 länder. Med andra ord har endast ett till fyra länder haft mer lika sysselsättningsandelar jämfört med euroområdet. Sverige har ungefär samma indexvärde som Frankrike och Tyskland under större delen av perioden. Nederländerna har blivit mer lika euroområdet medan Luxemburg, Irland och Belgien har blivit mer olika. För övriga nio länder är skillnaderna mätt med specialiseringsindexet ungefär lika stora 2021 som de var 1995.

Eftersom det är tillverkningsindustrin som förmodligen är mest utsatt för exogena asymmetriska konjunkturstörningar, kan det vara intressant att studera hur skillnaderna ser ut inom denna bransch. Specialiseringsindex för alla 15 länder beräknat för tolv delbranscher inom tillverkningsindustrin redovisas i figur 4. Här avviker Sverige mer från euroområdet som helhet än för marknadssektorn (figur 3). Det är bara Irland, Grekland och Portugal som har en mer avvikande branschstruktur. Sverige sticker ut med en högre andel av industrisysselsättningen

inom motorfordons- och trävaruindustrierna, samt mindre andel av sysselsättningen inom livsmedels- och textilindustrierna (se tabell 1). Tillverkningsindustrin stod dock 2021 bara för 10,5 procent av den totala sysselsättningen i Sverige, en nedgång från 16,8 procent 1995, så betydelsen för den samlade ekonomiska utvecklingen av dessa skillnader ska kanske inte överdrivas. Det finns också en svag tendens till minskade skillnader över tid.

Figur 4 Specialiseringsindex jämfört med euroområdet – tillverkningsindustrin



Anm.: Indexet kan anta värden mellan 0 (fullständig likhet) och 2 (fullständig olikhet).

Källor: EUKLEMS version 2024 och egna beräkningar.

2.3 Slutsatser om skillnaderna i branschstrukturen

Det leder för långt att här i detalj beskriva utvecklingen i enskilda länder, inklusive Sverige, vilket skulle krävas för att förstå och möjligen förutse framtida utveckling. Den övergripande slutsatsen är att skillnaderna i branschstruktur inom marknadssektorn mellan Sverige och euroområdet är liten. De flesta nuvarande euroländer i EU15 har större

skillnader än Sverige och så har det varit under hela perioden 1995–2021.

Beaktar man hela ekonomin, det vill säga även de branscher vars produktion huvudsakligen finansieras av offentlig sektor (utbildning samt vård och omsorg), avviker Sveriges branschstruktur betydligt från de flesta euroländers, även om skillnaderna har minskat något över tid. Risker att utsättas för en asymmetrisk konjunkturstörning blir dock rimligen inte högre av att Sverige har en större, huvudsakligen offentligt finansierad, sysselsättning inom branscherna utbildning samt vård och omsorg. Nyttan av att ha en självständig penningpolitik och egen valuta för att parera eventuella störningar i efterfrågan på utbildning och vård torde vara begränsad. Det är därför rimligare att basera slutsatserna på skillnader inom marknadssektorn.

Skillnaderna inom tillverkningsindustrin är mer relevanta att beakta. Sverige har en avvikande sammansättning av tillverkningsindustrin, med bland annat en större andel av industrisysselsättningen inom de konjunktur känsliga motorfordons- och trävaruindustrierna. Det innebär att vi sannolikt skulle drabbas något hårdare än ett genomsnittligt euroland av en global konjunkturedgång inom dessa branscher. Sammantaget var dock sysselsättningen 2021 i dessa branscher (NACE-branscherna C16–18 och C29–39) endast tre procent av den totala sysselsättningen i Sverige, så även vid en konjunkturedgång i dem är det inte troligt att ekonomin som helhet skulle drabbas av en betydande sysselsättningsminskning.

3 Synkronisering av konjunkturen mellan EU15-länderna

Även om den övergripande branschstrukturen är ganska lik i EU15-länderna, har konjunkturutvecklingen vid många tillfällen skiljt sig åt. Startskottet för det som skulle bli en uppsjö av empiriska studier av samvariationen av den europeiska konjunkturen inför eurons införande var Bayoumi och Eichengreen (1993). De jämförde bland annat korrelationer mellan EU-länder och mellan åtta amerikanska regioner. En slutsats var att EU-länderna utsattes för större asymmetriska stör-

ningar än de amerikanska regionerna. Samtidigt var skillnaderna mellan Tyskland och några kärnländer i EU mindre. Skillnaderna mellan kärnländerna och övriga länder (periferin) var dock större. Campos och Macchiarelli (2016) gjorde om Bayoumi och Eichengreens studie, med 25 år av nya data. De fann att skillnaderna mellan kärna och periferi har minskat över tid.

Två bilagor till EMU-utredningen (1996), Hassler (1996) och Jansson (1996), analyserade den svenska konjunkturons samvariation med den i andra OECD-länder, både potentiella deltagare i valutaunionen och övriga länder, under perioden fram till mitten av 1990-talet. Resultaten i de två studierna skiljer sig en del åt beroende på olika data och metodval, men båda fann en ganska hög grad av samvariation av konjunkturutvecklingen i en kärna av länder bestående av Tyskland, Frankrike, Nederländerna och Österrike. Samvariationen mellan konjunkturen i Sverige och dessa kärnländer respektive andra EU-länder var betydligt mindre. EMU-utredningen (1996) menade dock att dessa resultat var svårtolkade. Skillnaden i konjunkturutvecklingen mellan Sverige och andra EU-länder skulle kunna bero på att vi hade fört en avvikande stabiliseringspolitik, med bland annat ett flertal devalveringar under 1970- och 80-talen.

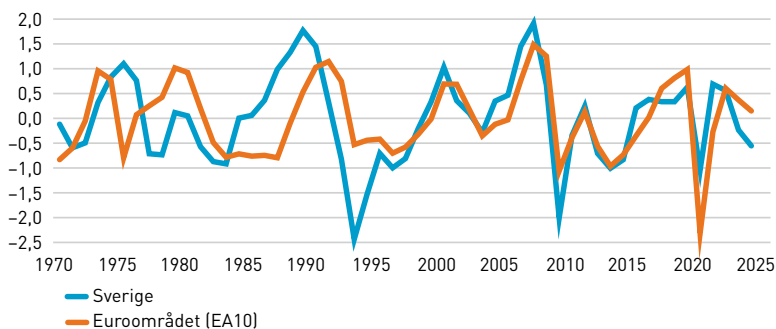
Sedan mitten av 1990-talet har litteraturen inom detta område växt explosionsartat, därtill med användning av nya metoder och datakällor. Resultaten varierar rejält, men metastudien av Campos med flera (2019) finner att korrelationerna inom EU generellt är högre efter eurons införande 1999 än före. Det gäller för både länder inom euroområdet och utanför. Estimat som baseras på kvartalsdata eller ekonomiska skattningar av utbuds- respektive efterfrågestörningar visar generellt på lägre grad av synkronisering. Även val av metod för att beräkna konjunkturläge spelar roll för resultaten.

3.1 Konjunkturutvecklingen i EU15-länderna 1970–2024

Konjunkturläget mäts i detta avsnitt med BNP-gapet, det vill säga BNP:s procentuella avvikelse från sin trend. Figur 5 illustrerar BNP-gapen i Sverige och euroområdet, beräknade med årsdata för perioden

1970–2024.⁸ Trenden är beräknad med den vanligast förekommande metoden, det så kallade HP-filtret.⁹ Det ger BNP-gap som är ganska lika dem som EU-kommissionen och OECD regelbundet redovisar i sina konjunkturrapporter. Andra metoder för att beräkna trenden ger andra skattningar av BNP-gapet som kan se ganska annorlunda ut. Det påverkar korrelationerna mellan BNP-gapen, men den inbördes rangordningen mellan länder och tidsperioder är mindre känslig. Det betyder att om BNP-gapet i Frankrike är påtagligt starkare korrelerat med euroområdet än vad Finlands BNP-gap är, så gäller det nästan alltid, oavsett vilken rimlig metod för beräkning av trend som används.

Figur 5 BNP-gap i Sverige och euroområdet, 1970–2024, procent av potentiell BNP



Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

BNP-gapen i Sverige och euroområdet är starkt korrelerade och har en liknande amplitud sedan mitten av 1990-talet. Volatiliteten i en mindre ekonomi som den svenska brukar vanligen vara högre än i en större ekonomi som euroområdets. Om man tittar noga i figuren, ser man att så var fallet fram till 2015. Den större volatiliteten i euroområdet där-

8 Euroområdet representeras liksom tidigare av de tio ursprungliga euroländerna (EA10), som omfattar cirka 96 procent av hela euroområdets (EA20:s) BNP. För Irland används BNI i stället för BNP 1995–2024 för att undvika de extremt stora variationerna i BNP som orsakas av hur vinster i multinationella företag redovisas, eftersom Irland är hemvist för en avvikande hög andel sådana företag.

9 HP-filtret är en statistisk metod för att beräkna en trend i data. Hur jämn trenden blir bestäms av den så kallade utjämningsparametern, som här har satts till standardvärdet 100.

efter är en konsekvens av det större fallet i BNP i euroområdet under coronapandemin 2020. Det är också tydligt för blotta ögat att korrelationen mellan BNP-gapen har blivit högre på 2000-talet. Skillnaderna i konjunkturutvecklingen har alltså varit större före införandet av den gemensamma valutan 1999 och folkomröstningen om euron i Sverige 2003 än under senare år.

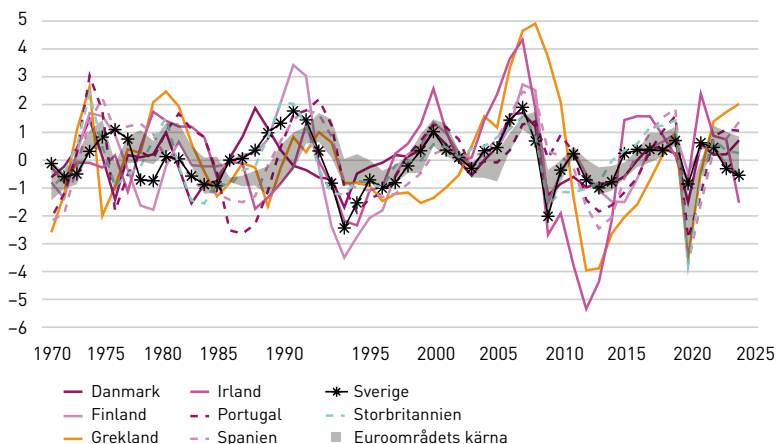
Under 2000-talet har Sveriges BNP-gap sällan avvikit mer än en dryg halv procentenhet från euroområdets. Bortsett från pandemiåret 2020 är de största avvikelserna 2009 och 2024, då Sverige hade tydligt lägre BNP-gap än euroområdet. Båda dessa år var kronans växelkurs mot euron svag – troligen hade BNP-gapet varit ännu något mera negativt i Sverige utan stimulansen från en svag krona. Det är dock främst besöksnäringen och gränshandeln som påverkas relativt snabbt av en svagare växelkurs. Växelkursvariationer påverkar industriproduktionen ganska lite på kort sikt. Lönsamheten påverkas självklart, och det kan i sin tur påverka investeringar i produktionskapacitet, men dessa tar lång tid att påbörja.¹⁰

Figur 6 illustrerar BNP-gap i ett antal enskilda EU15-länder. BNP-gapen i euroområdets kärna som här representeras av Belgien, Frankrike, Italien, Nederländerna, Tyskland och Österrike är redovisade som ett skuggat fält som visar högsta respektive lägsta BNP-gap inom denna grupp av sex länder. Skillnaden mellan BNP-gapen inom kärnländerna har varit jämförelsevis liten under hela perioden 1970–2024, sällan överstigande en procentenhet. Konjunkturer har alltså varit synkroniserad inom denna grupp av länder. Konjunkturer i övriga EU15-länder, bortsett från Irland och Grekland, har blivit mer synkroniserad med kärnländernas konjunktur sedan mitten av 1990-talet.¹¹ BNP-gapet i Sverige ligger nästan inom fältet för kärnländernas BNP-gap under varje enskilt år sedan 1995.

10 Se Flodéns kapitel (nummer 5) för mer om hur kronans försvagning mot euron 2008–09 bidrog till en annan ekonomisk utveckling i Sverige än i Finland.

11 BNP-gapet i Luxemburg avviker ganska mycket från kärnländernas och har exkluderats i figur 6.

Figur 6 BNP-gap i enskilda EU15-länder, 1970–2024, procent



Anm. Skuggat fält visar högsta respektive lägsta BNP-gap bland euroområdets sex kärnländer, det vill säga Belgien, Frankrike, Italien, Nederländerna, Tyskland och Österrike.

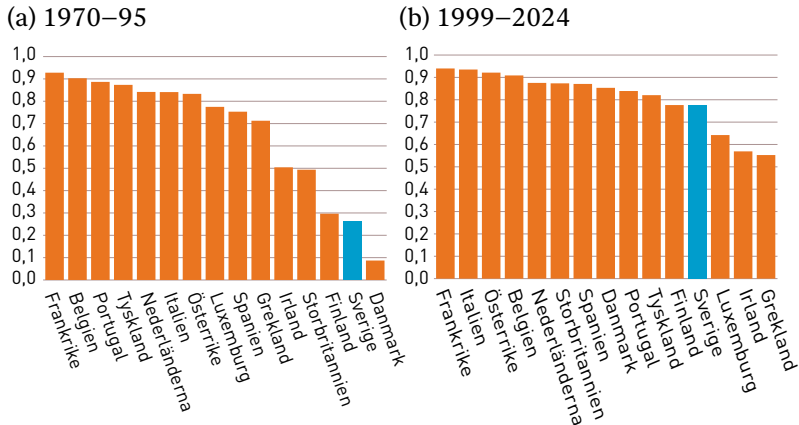
Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

3.2 Synkronisering av konjunkturen före och efter eurons införande

Att konjunkturen, mätt med BNP-gapet, har blivit mer synkroniserad mellan EU15-länderna kan illustreras mer formellt genom att beräkna korrelationer mellan respektive lands BNP-gap och BNP-gapet i hela euroområdet för olika tidsperioder. Figur 7 visar korrelationskoefficienter beräknade för två lika långa tidsperioder, 1970–95 respektive 1999–2024. Den tidigare perioden spänner huvudsakligen över åren som analyserades i EMU-utredningen (1996), den senare perioden omfattar de 26 åren sedan euron introducerades som valuta. Korrelationen är generellt högre under den senare perioden. Det är bara i Portugal, Luxemburg och Tyskland som korrelationen har blivit något lägre. Störst ökning av korrelationen har skett i de tre nordiska länderna och Storbritannien. BNP-gapen i de tre nordiska länderna var mycket svagt korrelerade med euroområdets gap under den tidigare perioden. Efter 1999 har korrelationen ökat kraftigt i Sverige och

ännu mer i Danmark och Finland. I dessa tre länder är BNP-gapet fortfarande svagare korrelerat med BNP-gapet i euroområdet än i de flesta andra EU15-länder, men skillnaden är ganska liten. Under den senare perioden är det egentligen bara Grekland, Irland och Luxemburg som märker ut sig med påtagligt svagare korrelation.

Figur 7 Korrelation med BNP-gap i euroområdet (EA10)



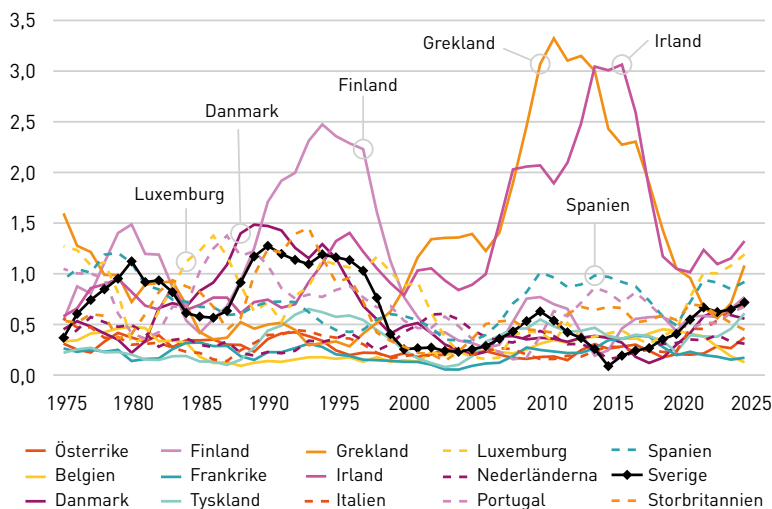
Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

För att konjunkturen ska kunna anses vara synkroniserad behöver den både vara starkt (positivt) korrelerad och ha en liknande amplitud. Om exempelvis BNP-gapet i Sverige är perfekt korrelerat med det i euroområdet, men alltid är dubbelt så stort i absoluta tal, skulle det vara en fördel med en egen penningpolitik som kunde stabilisera BNP mer än vad ECB:s gemensamma penningpolitik gör. För att råda bot på problemet med olika amplitud i gapen och även studera utvecklingen över tid har jag beräknat absolutvärdet av skillnaden mellan BNP-gapen i enskilda länder och i euroområdet. Måttet varierar kraftigt mellan enskilda år och för att kunna analysera utvecklingen mellan en konjunkturcykel redovisas fem års glidande medelvärden i figur 8.¹²

12 En konjunkturcykel kan förmodas vara åtminstone fem år lång. Att ta med flera år i medelvärdesberäkningen ger en jämnare utveckling, men till priset av sämre möjlighet att analysera kortare perioder.

I början av 1990-talet hade Danmark, Finland, Sverige och Storbritannien störst avvikelse från konjunkturen i euroområdet. Under perioden sedan eurons införande har avvikelserna för alla dessa fyra länder dock varit betydligt mindre. Under denna period är det i stället Grekland och Irland som har haft störst avvikelse, vilket också förklarar den låga korrelationen för dessa länder i figur 7. Sverige hade en låg avvikelse 2000–2019, periodvis lägre än genomsnittet även för euroområdets kärnländer, men skillnaden har ökat under 2020-talet. Det beror både på en starkare BNP-utveckling i Sverige under pandemin 2020–21 och på en större avmattning när inflationen och räntorna steg 2023–24. Under hela perioden 1999–2024 var den genomsnittliga absolutavvikelsen mindre än i Sverige i sju av de 15 jämförelseländerna, men skillnaderna är relativt små, vilket också korrelationsanalysen visar.

Figur 8 Graden av synkronisering av BNP-gap, procentenheter



Anm.: Absolutvärde av skillnad mot euroområdet, fem års glidande medelvärde, procentenheter
Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

På ett övergripande plan har alltså konjunkturerna i Danmark, Finland och Sverige blivit mer synkroniserade med den i euroområdet under

de senaste decennierna. Visserligen beror det förmodligen till stor del på att länderna drabbades av både finanskrisen 2008 och coronapandemin 2020 på ett likartat sätt som euroområdet som helhet. Även om mindre, mer normala konjunktursvängningar möjligen inte är lika synkroniserade är det dock just de större konjunkturedgångarna som är viktigast för valet av växelkursregim. Ekonomin kan, med stöd av finanspolitiken, lättare anpassa sig till en liten asymmetrisk konjunkturförändring utan att den nominella växelkursen behöver förändras. Det är egentligen först vid stora och långvariga konjunkturstörningar som en egen penningpolitik och variation i växelkursen påtagligt underlättar anpassningen.

4 Graden av synkronisering av arbetsmarknadsläget

Svårigheterna med att skatta ett relevant mått på potentiell BNP är välkänt i både den statistiska litteraturen och den praktiska politiken. Syftet med att använda BNP-gapet är att det ska spegla resursutnyttjandet, det vill säga mängden lediga produktionsresurser i ekonomin. Men ibland kan BNP vara tillfälligt hög utan att resursutnyttjandet är ovanligt högt, som en följd av tillfälligt snabb ökning i produktiviteten. I en sådan situation kan sysselsättningens avvikelse från trend vara ett bättre mått på resursutnyttjandet, även om det inte alls beaktar kapacitetsutnyttjandet av realkapitalstocken. Dessutom kan man fundera på om inte stabilisering av sysselsättningen i praktiken är ett överordnat mål för den ekonomiska politiken. Sysselsättningsgapet är förmodligen mer relevanta för medborgarna än BNP-gapet.¹³ Det utesluter inte att stabiliseringspolitiken i praktiken fokuserar på BNP-gapet, eftersom det vanligen ändras före sysselsättningsgapet och det tar tid att vidta ekonomisk-politiska åtgärder, och sedan ännu mer tid innan de får full effekt. Men när man i efterhand studerar konjunkturutvecklingen kan

13 Ett alternativt mått skulle vara arbetslösheten, som samvarierar starkt med sysselsättningen eftersom utbudet av arbetskraft är relativt stabilt. Jag föredrar sysselsättningsgapet eftersom det är ett bredare mått som är närmare kopplat till resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, men resultaten av den empiriska analysen torde vara ganska lika.

det vara mer relevant att studera sysselsättningsgapet, eftersom det är närmare kopplat till resursutnyttjande och välfärd.

Sysselsättningsgapet beräknas som avvikelsen mellan faktisk sysselsättningsgrad och potentiell sysselsättningsgrad. Sysselsättningsgraden definieras här som sysselsättningen i förhållande till befolkningen inom åldersgruppen 20–64 år. Potentiell sysselsättningsgrad är rimligen ganska trögrörlig. Den bestäms av strukturella och demografiska faktorer som ändras långsamt. En hög andel yngre i åldern 20–24 år, varav många studerar, leder till en lägre genomsnittlig sysselsättningsgrad för hela gruppen 20–64 år. Starkare ekonomiska incitament att delta i arbetskraften och att vara sysselsatt, exempelvis i form av jobbskatteavdrag, höjer sysselsättningsgraden. Dessa förändringar påverkar dock (potentiell) sysselsättningsgrad långsamt och förhållandevis oberoende av konjunkturen. Potentiell sysselsättningsgrad kan därmed skattas med en statistiskt beräknad trend, som till exempel HP-filter. I resten av detta avsnitt gör jag om beräkningarna från föregående avsnitt, men med sysselsättningsgapet som ett mått på konjunkturen.

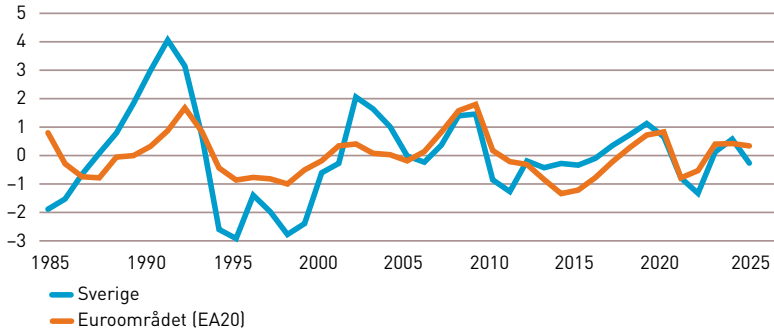
4.1 Sysselsättningsgapets synkronisering inom EU15-länderna 1983–2024

Figur 9 visar sysselsättningsgapet i Sverige och euroområdet beräknat med årsdata för perioden 1983–2024.¹⁴ Den största skillnaden mellan sysselsättningsgapen är att svängningarna i Sverige var betydligt större än i euroområdet fram till ungefär 2005. Därefter är skillnaderna betydligt mindre, maximalt cirka en procentenhet, även om utvecklingen under enskilda år avviker en del. Sysselsättningsgapet var exempelvis mer negativt i Sverige än i euroområdet 2009–10 men mindre

14 Trenden är liksom i föregående avsnitt beräknad med ett HP-filter med utjämningsparameter 100. OECD:s data för sysselsättningsgrad för EU15-länderna börjar 1983, utom för Storbritannien där första observation är 1984 och Österrike där serien börjar 1994. Eurostat, som sammanställer officiella data från de nationella statistikbyråerna och beräknar aggregatet för euroområdet, publicerar tyvärr inga data för sysselsättningsgraden före 1995. Jag har använt OECD:s data 1983–94 och data från Eurostat 1995–2024. Euroområdet avser 19 länder i OECD:s data och 20 länder i Eurostats data; det tillkommande landet är Kroatien, som dock inte påverkar genomsnittet nämnvärt. De ursprungliga euroländerna svarar för över 90 procent av det nuvarande euroområdets sysselsättning.

negativt 2013–14. För att bedöma om avvikelserna är problematiskt stora behöver de jämföras med hur det ser ut i andra länder.

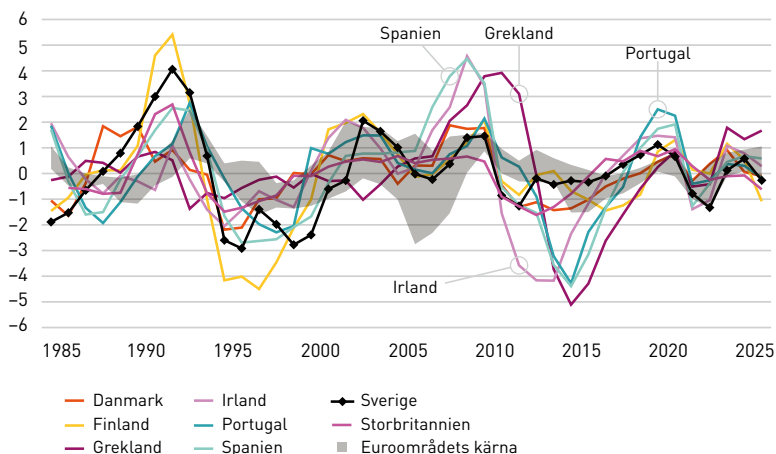
Figur 9 Sysselsättningsgap i Sverige och euroområdet, 1983–2024, procent av potentiell sysselsättning



Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

Figur 10 visar sysselsättningsgapen i ett antal enskilda EU15-länder. Liksom för BNP-gapen i figur 6 redovisas gapen i euroområdets kärna som ett skuggat fält som visar högsta respektive lägsta sysselsättningsgap inom denna grupp av sex länder. Skillnaderna mellan sysselsättningsgapen i kärnländerna var fram till 2007 större än mellan BNP-gapen (se figur 6), men har sedan dess sällan överstigit en procentenhet. Övriga nio länder har periodvis haft större avvikelser i sysselsättningsgapen. Sedan 2005 är det särskilt Irland, Grekland, Portugal och Spanien som har haft större skillnader i gapet. Under denna period har sysselsättningsgapet bara uppvisat marginellt större skillnader i Sverige än i euroområdets kärnländer.

Figur 10 Sysselsättningsgap i enskilda EU15-länder, 1983–2024, procent av potentiell BNP



Anm. Skuggat fält visar högsta respektive lägsta BNP-gap bland euroområdets sex kärnländer, det vill säga Belgien, Frankrike, Italien, Nederländerna, Tyskland och Österrike.

Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

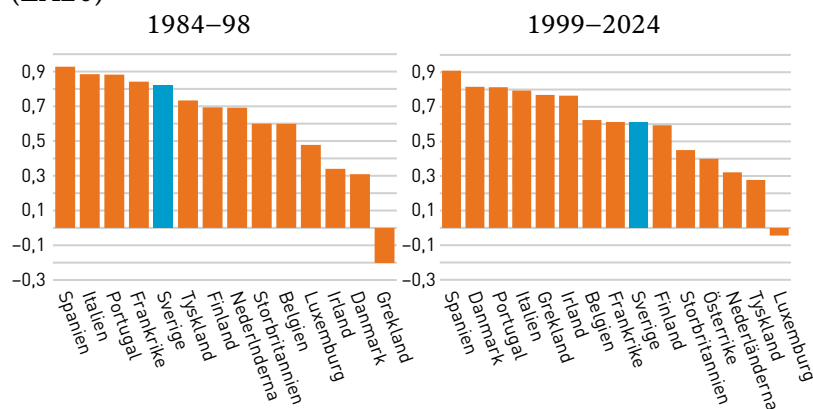
4.2 Korrelationen i sysselsättningsgapen före och efter eurons införande

Korrelationen mellan de enskilda ländernas sysselsättningsgap och motsvarande gap i euroområdet under perioderna före respektive efter eurons införande redovisas i figur 11. Korrelationen har inte ändrats särskilt mycket (mindre än 0,1 enheter) för Belgien, Finland, Italien, Portugal och Spanien, där den är hög under båda perioderna. I Frankrike, Nederländerna, Sverige och Storbritannien har korrelationen minskat något (mer än 0,1 enheter) men i Luxemburg och Tyskland har den minskat påtagligt (mer än 0,4 enheter). I Danmark, Grekland och Irland har korrelationen ökat. Det tycks finnas en viss tendens till att korrelationen har ökat i de mer perifera euroländerna.

Något förvånande är Österrike, Nederländerna, Tyskland och Luxemburg länderna med lägst korrelation med euroområdets sysselsättningsgap under perioden sedan euron infördes, 1999–2024. Det beror delvis på en avvikande utveckling under åren före finanskrisen, men

också på att amplituden i gapen i en del sydeuropeiska länder har varit större och därmed har påverkat euroområdet gap mer. Det är därmed svårt att dra slutsatser utifrån korrelationernas storlek. Hög korrelation behöver ju inte betyda att storleken på gapen är lika. Det framgår trots det att Sverige inte utmärker sig som ett land där sysselsättningsgapet avviker mer från euroområdet än i många andra länder.

Figur 11 Korrelation med sysselsättningsgap i euroområdet (EA20)

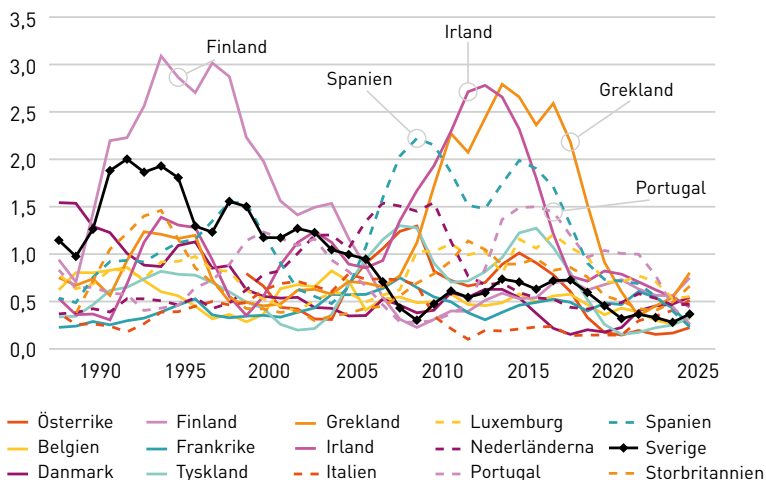


Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

För att studera utvecklingen över kortare tidsperioder och även beakta skillnader i sysselsättningsgapens amplitud har jag, liksom för BNP-gapet, beräknat absolutvärdet av skillnaden mellan sysselsättningsgapen i de enskilda länderna och i euroområdet (se figur 12). Från att ha haft störst genomsnittlig avvikelse tillsammans med Finland i början av 1990-talet är Sverige de senaste åren ett av länderna med minst avvikelse. Det är bara Tyskland och Österrike som helat tiden har mindre genomsnittlig absolutavvikelse i sysselsättningsgapet jämfört med euroområdet de senaste åtta åren. Det sista året, 2024 (som avser genomsnittlig absolutavvikelse 2020–24), har även Belgien, Frankrike, Portugal och Spanien något lägre avvikelse än Sverige. Mätt på detta sätt har konjunktur- och arbetsmarknadsläget i Sverige sedan början

av finanskrisen 2007 uppvisat större likheter med det i euroområdet som helhet än som varit fallet i de flesta andra EU15-länder.

Figur 12 Graden av synkronisering av sysselsättningsgap, procentenheter



Anm.: Absolutvärde av skillnad mot euroområdet, fem års glidande medelvärde, procentenheter.

Källor: Eurostat, OECD och egna beräkningar.

5 Inflationen sedan euron infördes

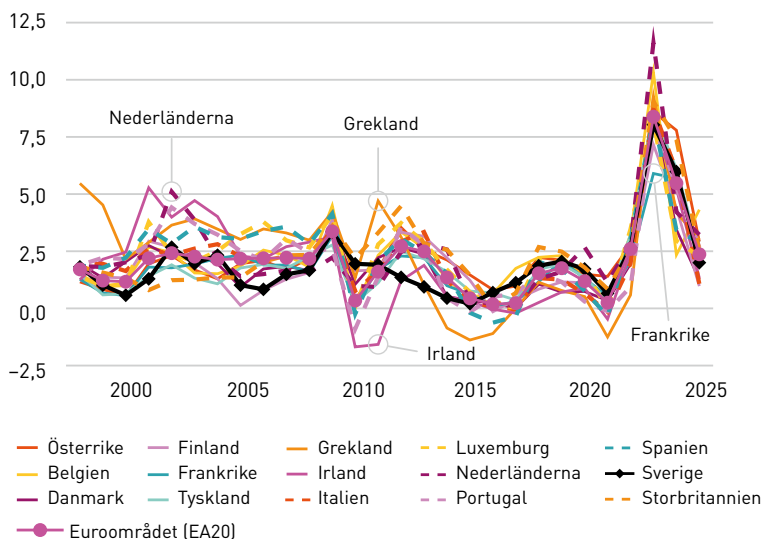
Konjunktoren är huvudsakligen ett realt begrepp som avser variation i ekonomisk aktivitet, som BNP och sysselsättning. Men penningpolitiken syftar främst till att stabilisera inflationen och det kan därför vara intressant att även beskriva hur synkroniserad inflationsutvecklingen varit för att kasta ljus på frågan om ett svenskt medlemskap i valutaunionen, och därmed avsaknad av egen penningpolitik, skulle innebära en mer volatil inflation.

Eurostats officiella statistik för det harmoniserade konsumentprisindexet HIKP är tillgängligt för alla länder från och med 1997. Under tidigare perioder var inflationen både högre, mer volatil och mindre

synkroniserad mellan länder, eftersom målen för penningpolitiken var olika. Från och med 1999, då euron introducerades som valuta, fick alla euroländer ett gemensamt inflationsmål på två procent. Sverige och Storbritannien hade redan sedan början av 1990-talet explicita inflationsmål på två procent, medan Danmark och Grekland hade fast växelkurs mot euron och därmed fick ett implicit inflationsmål – samma som i euroområdet.

Figur 13 visar inflationens utveckling i EU15-länderna sedan 1997. Det är slående hur hög samvariationen är även före den stora uppgången i inflationen 2022–23. Det är egentligen bara i Grekland och Irland som inflationen, liksom konjunkturen mätt med BNP- och sysselsättningsgapen, periodvis har avvikit påtagligt från inflationen i euroområdet som helhet. När inflationen steg kraftigt 2022 ökade spridningen mellan enskilda länder rejält, vilket till stor del kan förklaras av skillnader i energiprisernas utveckling. I Frankrike gick inflationen upp betydligt mindre än i övriga länder, eftersom man var mindre beroende av fossilas och har regleringar av hushållens elpriser. I Sverige har hushållen i stor utsträckning rörliga elpriser och inflationen påverkas därmed jämförelsevis mycket och snabbt av stigande elpriser i producentledet. Dessa skillnader påverkas inte av om Sverige skulle ha euro som valuta. Varken Riksbanken eller ECB anpassar penningpolitiken efter tillfälliga variationer i energipriser.

Figur 13 Inflation (HIKP) i EU15-länderna och euroområdet, 1997–2024, procent



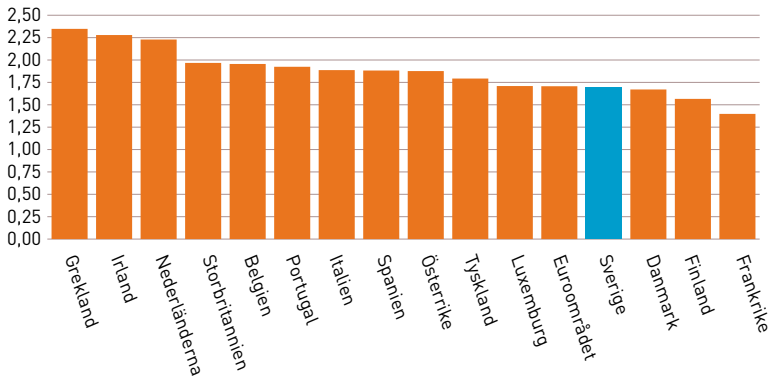
Källor: Eurostat och egna beräkningar.

Även om inflationen i Sverige under enskilda år inte har avvikit mer från den i euroområdet än för flertalet andra länder är korrelationen med eurorådets inflation något lägre fram till inflationsuppgången 2022. I Sverige föll inflationen under inflationsmålet på två procent 2004–07, medan den låg still på drygt två procent i euroområdet. Under finanskrisåret 2009 föll inflationen betydligt mindre i Sverige och var närmare inflationsmålet som en följd av försvagningen av växelkursen för kronan. Under 2011 föll inflationen åter under inflationsmålet i Sverige, medan den steg över målet i euroområdet. Även vid detta tillfälle bidrog utvecklingen av kronans växelkurs till att förklara skillnaden. Troligen hade inflationen i Sverige varit något mer synkroniserad med inflationen i euroområdet om vi inte hade haft en rörlig växelkurs, men det innebär inte nödvändigtvis att inflationen hade varit stabilare.

Figur 14 visar den genomsnittliga variationen i inflationen i de enskilda länderna under perioden 1999–2024. Inflationen har varit jämförelsevis stabil i Sverige, men skillnaderna mellan länderna är inte

särskilt stor. Variationer i kronans växelkurs har åtminstone fram till 2021 sannolikt bidragit till att minska svängningarna i den svenska inflationen något. Men under den stora inflationsuppgången 2022–23 bidrog tvärtom kronförsvagningen till högre inflation i Sverige, vilken trots det ändå inte steg mer än i euroområdet. Inflationen har i genomsnitt varit något mer stabil i både Danmark och Finland än i Sverige trots, eller kanske tack vare, fast växelkurs mot euron.

Figur 14 Variation i inflationen, 1999–2024, standardavvikelse, procentenheter



Källor: Eurostat och egna beräkningar.

Sammanfattningsvis har inflationen i Sverige varit ungefär lika stabil som i jämförbara EU15-länder. Den rörliga växelkursen och den självständiga penningpolitiken, med ett uttalat mål om stabil inflation kring två procent, har alltså inte inneburit en påtagligt mer stabil inflation i Sverige. Det krävs dock djupare analys för att bedöma huruvida svängningarna hade varit större eller mindre om Sverige hade haft euron som valuta.

6 Sammanfattning och diskussion av resultaten

Efter en kort sammanfattning av de empiriska resultaten diskuterar jag i detta avsnitt några faktorer som kan påverka graden av konjunktursynkronisering och hur de kan tänkas utvecklas framöver.

6.1 Branschstruktur

Sveriges branschstruktur liknar den i euroområdet som helhet något mer än de flesta euroländers, åtminstone i marknadssektorn. Beaktar man hela ekonomin, avviker Sverige mer än de flesta andra länder, eftersom vi har en jämförelsevis stor offentlig sektor. Skillnaderna har dock minskat något över tid. Tillverkningsindustrins sammansättning är också mer olik i Sverige än i de flesta andra EU15-länder. Det finns ingen tydlig trend i hur Sveriges relativa branschstruktur inom marknadssektorn har utvecklats under perioden 1995–2021. Baserat på denna information är sannolikheten för att Sverige drabbas av en asymmetrisk störning, och därmed får en avvikande konjunkturutveckling jämfört med i euroområdet, ungefär densamma som i de flesta större euroländer. Det har inte heller skett någon tydlig förändring sedan mitten av 1990-talet.

6.2 Konjunktur mätt med BNP-gap

Konjunkturen, mätt med BNP-gapet, var i Sverige och övriga nordiska EU-länder ganska svagt korrelerad med konjunkturen i euroområdet fram till mitten av 1990-talet. Generellt var konjunkturerna inom EU-länderna endast marginellt mer synkroniserade under perioden 1999–2024 än under den lika långa perioden 1970–1995. I Sverige, liksom i Danmark och Finland, har dock konjunkturen blivit påtagligt mer synkroniserad med euroområdets. Under den senare perioden är korrelationen nästan lika hög som för euroområdets kärnländer. Denna utveckling kan delvis förklaras av två stora gemensamma störningar, finanskrisen 2008 och coronapandemin 2020, men sannolikt har även ökad ekonomisk integration via handel med varor och tjänster, ökad rörlighet av arbetskraften och djupare finansiell integration bidragit.

6.3 Konjunktur mätt med sysselsättningsgap

Sysselsättningsgapet, som är ett alternativt mått på konjunkturen, var i Sverige ganska olikt det i euroområdet fram till cirka 2005. Korrelationen mellan det svenska sysselsättningsgapet och euroområdets var trots det jämförelsevis hög under perioden 1984–98, och minskade sedan under perioden 1999–2024. Att sysselsättningsgapet i Sverige ändå blev mer lik euroområdets förklaras av att svängningarna (amplituden) i Sveriges sysselsättningsgap har minskat. Sedan 2005 är skillnaden mellan det svenska sysselsättningsgapet och euroområdets mindre än motsvarande skillnad för de flesta andra EU15-länder.

6.4 Inflation

Inflationen i nästan alla EU15-länder har varit mycket starkt synkroniserad med inflationen i euroområdet som helhet sedan euron introducerades 1999. Inflationen i Sverige har varit något mer stabil än i de flesta euroländer, vilket möjligen kan förklaras av kronans rörliga växelkurs. Försvagningen av den svenska kronan under finanskrisen 2008–09 bidrog exempelvis till en inflation närmare inflationsmålet under 2009. Men inflationen har varit ännu något mer stabil i både Finland och Danmark (som har fast växelkurs mot euron) och den stabila inflationen i Sverige ska nog i huvudsak tillskrivas andra orsaker.

6.5 Tolkning av resultaten

Jämfört med hur det såg ut i mitten av 1990-talet tyder de flesta indikatorer på att konjunkturerna i Sverige och euroområdet har blivit mer synkroniserade än tidigare. Det är sannolikt en följd av flera olika faktorer, där ökad ekonomisk integration genom mer handel, större rörlighet av arbetskraft över gränserna, fler multinationella företag och högre grad av finansiell integration har bidragit. Även om denna utveckling har möjliggjort ökad specialisering av produktionen, vilket ökar känsligheten för sektorspecifika störningar, har nettoresultatet blivit mer synkroniserade konjunkturer. I dessa orostider med eskalerande handelskonflikt mellan USA och resten av världen är det troligt att den ekonomiska integrationen inom EU kommer att öka. Det kan-

ske inte sker lika snabbt som under eurons första tio år, men riktningen är i alla fall tydlig.

Även andra mekanismer bidrar till att förklara konjunkturernas samvariation. De Graue och Ji (2017) bygger en teoretisk modell där förtroendekanalen (*animal spirits*) hos hushåll och företag är en viktig förklaring till att konjunkturerna sprider sig snabbt mellan länder som har stort handelsutbyte. De finner empiriskt stöd för att förtroendekanalen är särskilt viktig i valutaunioner. De senaste årens stora händelser med coronapandemi, terrorattacker och kriget mellan Ryssland och Ukraina är exempel på händelser som, utöver den direkta ekonomiska påverkan de via handel och finansiella priser, har påverkat efterfrågeutvecklingen i liknande riktning inom EU. Det är troligt att förtroendekanalen växer sig ännu starkare, åtminstone i de västra delarna av EU.

På senare år har konjunkturvariationerna i allt större omfattning berott på utbudsstörningar. Då är det inte självklart att en flexibel växelkurs bidrar till att stabilisera inflation och konjunktur. Tvärtom är det tänkbart att åtminstone inflationen skulle ha blivit något lägre 2022–23 om vi inte haft en egen valuta som försvagades mot euron. Visserligen hade vi fått ungefär samma ränteläge även som euroland, eftersom Riksbanken och ECB höjde styrräntan till samma nivå, men med lägre inflation skulle vi ha kunnat bedriva en mindre stram finanspolitik som kunde ha bidragit till en starkare konjunktur.

EU-kommissionens kamp för att få medlemsländerna att efterleva de gemensamma budgetreglerna kan också ha bidragit till att öka synkroniseringen av konjunkturerna inom EU. Flera länder, däribland Sverige, har dock haft högre ambitionsnivå för statsfinanserna än EU:s minimikrav och har därmed kunnat föra en stundtals avvikande finanspolitik. Dessutom har efterlevnaden av EU:s budgetregler varit svag i många länder. Finanspolitiken i Sverige har enligt bland annat Lyhagen och Shahnazarian (2023) och Finanspolitiska rådet (2023) bidragit jämförelsevis framgångsrikt till att stabilisera konjunkturer i Sverige. Analyserna indikerar att finanspolitiken i genomsnitt har varit kontracyklisk under 2000-talet, vilket inte varit fallet överallt i euroområdet. Detta har tenderat att minska samvariationen med euroområdets konjunktur (se vidare kapitlet 5 och 6 av Flodén respektive Calmfors).

De goda erfarenheterna av och det starka stödet för det finanspolitiska ramverket i kombination med nuvarande låga offentliga skuld i Sverige innebär att utsikterna för att finanspolitiken även framgent ska kunna bidra till stabilisering av konjunkturen är goda. Att finanspolitiken har fungerat bra i Sverige de senaste 30 åren är dock ingen garanti för att den kommer att kunna användas för att stabilisera konjunkturen framöver. Finland hade så sent som 2007 lika starka statsfinanser som Sverige, men efter en utdragen ekonomisk nedgång sedan finanskrisen har statsskulden stigit påtagligt som andel av BNP. De senaste åren har Finland utan framgång kämpat med att få ner statsskulden igen. Danmark är ett exempel på motsatsen. Där har man sedan 1980-talets början haft en fast växelkurs, först mot D-marken och därefter mot euron, och framgångsrikt använt finanspolitiken för att mildra konjunktursvängningarna.

7 Slutsatser

Mina övergripande slutsatser är att konjunkturen i Sverige har blivit mer synkroniserad med den i euroområdet och att det mesta talar för att utvecklingen inte reverseras framöver. Risken för att Sverige kan komma att drabbas av en asymmetrisk konjunkturstörning, där en egen valuta skulle kunna mildra effekterna, är inte större än i de flesta andra euroländer. Snarare är risken något mindre.

Referenser

- Assarsson B och C Olsson (1993), *Makroekonomiska chocker och ekonomisk struktur – En jämförelse mellan Sverige och EG-länderna*, Bilaga 2 till EG-konsekvensutredningen, SOU 1994:4, Stockholm.
- Bayoumi T och B Eichengreen (1993), *Shocking aspects of European monetary integration*, i Torres F och F Giavazzi (red.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.

- Bayoumi T och B Eichengreen (2017), Aftershocks of Monetary Unification: Hysteresis with a Financial Twist, IMF Working Paper, 17/55.
- Bergman U och L Jonung (2011), Business Cycle Synchronization in Europe: Evidence from the Scandinavian Currency Union, *The Manchester School*, 79.
- Campos N F, Fidrmuc J och I Korhonen (2019), Business cycle synchronisation and currency unions: A review of the econometric evidence using meta-analysis, *International Review of Financial Analysis*, 61.
- Campos N F och C Macchiarelli (2016), Core and Periphery in the European Monetary Union: Bayoumi and Eichengreen 25 Years Later, *Economics Letters*, 147.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.
- Finanspolitiska rådet (2023), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- De Grauwe P och Y Ji (2017), The International Synchronisation of Business Cycles: the Role of Animal Spirits, *Open Economy Review*, 28.
- Grodzicki M (2014), Structural Similarities of the Economies of the European Union, *Equilibrium, Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 9.
- Hansson J och F Sjöholm (1996), Asymmetriska chocker – ett hinder för svenskt medlemskap i EMU? *Ekonomisk Debatt*, 24.
- Hassler J (1996), *Internationell samvariation inom tillverkningsindustrin 1975–1995*, Bilaga 4 till EMU-utredningen, SOU 1996:158, Stockholm.
- Jansson P (1996), *Sverige och den europeiska monetära unionen: hur stor är sannolikheten att vi drabbas av asymmetriska chocker?* Bilaga 5 till EMU-utredningen, SOU 1996:158, Stockholm.
- Jonung L (2000), Från guldmyntfot till inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under det 20:e seklet, *Ekonomisk Debatt*, 28.
- Lyhagen J och H Shahnazarian (2023), *Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige*, Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:90, Stockholm.
- Mundell RA (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51.

KAPITEL 4

Hur mycket bättre är Riksbankens penningpolitik för Sverige än ECB:s?

Karl Walentin

1 Inledning

Teorin om vilka länder som bör ha gemensam valuta och penningpolitik går tillbaka till Mundell (1961). En teoretisk distinktion som är viktig för detta är i vilken grad som konjunkturvariationen i ett land beror på landspecifika störningar respektive störningar som är gemensamma för hela valutaområdet. Vid landspecifika störningar och gemensam valuta är det viktigt att konjunkturen kan stabiliseras på andra sätt än med penningpolitik.¹

Det här kapitlet behandlar frågan om i vilken grad en framtida självständig svensk penningpolitik kan antas passa bättre för Sverige än Europeiska centralbankens, ECB:s, penningpolitik. För att analysera detta ställer jag tre delfrågor som behandlas i var sitt avsnitt:

1. Vilka möjligheter har Riksbanken att föra en självständig penningpolitik, det vill säga att avvika från ECB:s penningpolitik, i en situation när Sverige fortsatt står utanför eurosamarbetet?
2. Är den svenska ekonomin mer räntekänslig än euroområdet och är det i så fall ett problem?

1 Se kapitel 6 av Calmfors för en utförlig analys av finanspolitikens möjligheter att stabilisera en ekonomi i en valutaunion vid landspecifika störningar.

3. I vilken grad påverkas ECB:s penningpolitik av finanspolitiska hänsyn på ett sätt som inte passar Sverige?

De två sistnämnda delfrågorna ställs för att förstå hur väl ECB:s penningpolitik skulle passa den svenska ekonomin vid gemensamma störningar (och liknande konjunkturutveckling).

2 Möjligheterna att avvika från ECB:s penningpolitik

Det här avsnittet analyserar hur stora möjligheter det finns för Riksbanken att avvika från den penningpolitik som bedrivs av ECB i ett scenario där Sverige fortsätter att stå utanför valutaunionen. Först går jag igenom relevant ekonomisk teori. Sedan behandlas frågan mer praktiskt utifrån skillnaderna i tidigare penningpolitik mellan Riksbanken, ECB och Federal Reserve. Avslutningsvis reflekterar jag kring Kanadas erfarenheter av att föra en avvikande penningpolitik.

2.1 Den dominerande teorin

Enligt den dominerande teoribildningen, ursprungligen Mundell-Fleming-modellen (Fleming 1962, Mundell 1963), kan ett land med flytande växelkurs (till skillnad från ett land med fast växelkurs) ha både fria internationella kapitalflöden och bedriva självständig penningpolitik. Även enligt den modernare nykeynesianska teoribildningen, till exempel i läroböcker som Galí (2015), har länder med flytande växelkurs mycket goda möjligheter att bedriva sin penningpolitik utan att begränsas av hur räntan sätts i andra länder. Penningpolitiken kan stabilisera efterfrågan i ekonomin genom att bestämma styrräntan. Högre styrränta gör det mer attraktivt för hushåll att minska sin konsumtion och i stället spara. Dessutom omfördelar högre styrränta förmögenhet från låntagare till långivare och de senare antas konsumera en mindre andel av sin inkomst. I detta slags modeller kan styrräntan i den inhemska ekonomin väljas oberoende av styrräntan i andra ekonomier. I

praktiken begränsas den penningpolitiska självständigheten i viss mån av olika friktioner och komplikationer. Dessa behandlas nedan.

Den viktigaste begränsningen för självständighet i den nationella penningpolitiken är potentiella problem kopplade till valutakurseffekter av en avvikande penningpolitik (styrränta). Teoretiskt brukar det antas att förväntad avkastning är densamma på placeringar i olika länder. Vidare antas att den förväntade framtida växelkursen inte påverkas av dagens styrränta. Detta innebär så kallad öppen ränteparitet (*uncovered interest rate parity*), det vill säga att en ränteförändring i ett enskilt land (en valuta) bör leda till en sådan växelkursförändring att den förväntade avkastningen i landet, justerat för förväntade växelkursförändringar, är oförändrad jämfört med placeringar i en annan valuta. En räntesänkning bör därmed leda till att valutan förväntas appreciera (öka i värde) framöver. Detta uppnås genom att den egna valutan initialt deprecierar (minskar i värde). Empiriskt har oskyddad ränteparitet dock svagt stöd. Många andra faktorer än ränteskillnader förefaller vara viktiga för valutakursen, rimligen genom att de påverkar den förväntade framtida valutakursen. Men det är samtidigt tydligt både teoretiskt och empiriskt att styrräntor har effekt på valutakurser.²

De problem kopplade till växelkursrörelser vid självständig penningpolitik (avvikande styrränta) som oftast nämns i forskningslitteraturen avser:

1. Lån i utländsk valuta/balansräkningskanalen.
2. Problem på inhemsk aktie- och fastighetsmarknad vid kraftiga kapitalinflöden.
3. Importerad inflation.

För många utvecklingsländer är problem 1 den kanske viktigaste utmaningen. Det beror på att i dessa länder är det vanligt att staten, banker, företag och ibland även hushåll lånar i en utländsk valuta, till exempel amerikanska dollar. Det betyder att skulderna till utlandet i termer av den egna valutan ökar vid en depreciering. Detta verkar åtstramande på ekonomin, det vill säga åt motsatt håll än den ökning av konsumtionen som en räntesänkning skapar via andra kanaler. Den beskrivna

2 Se Bouakez och Normandin (2010) för empiriska skattningar av detta, som samtidigt visar på avvikelser från öppen ränteparitet.

åtstramningseffekten via skuldökningen kallas balansräkningskanalen och innebär kraftiga begränsningar av penningpolitikens handlingsfrihet om ett land är alltför valutaexponerat på grund av upplåning i utländsk valuta. Denna problematik uppmärksammades mycket under 1990-talet.³ Balansräkningskanalen hävdades vara en viktig del av pesokrisen i Mexiko under tidigt 1990-tal och i flera länder i Sydostasien under Asienkrisen 1997. Det är viktigt att notera att stora problem via balansräkningskanalen historiskt nästan uteslutande har uppstått då en fast växelkurs plötsligt har övergetts, inte i samband med svängningar i en rörlig växelkurs. Anledningen är att låntagare i länder med rörlig växelkurs är vana vid att växelkursen, och därmed värdet på eventuella utländska lån, rör sig kontinuerligt.

För Sverige anses lån i utländsk valuta medföra begränsade makroekonomiska utmaningar. Landet har haft rörlig växelkurs med avsevärd volatilitet under flera decennier. I Sverige är det dessutom nästan enbart företag och banker som finansierar sig i dollar eller euro, inte hushåll. Dock betonar Riksbanken regelbundet potentiella problem kopplade till svenska bankers exponering mot utländska valutor.⁴

Även problem 2, kapitalinflöden som skapar uppblåsta eller volatila tillgångspriser, är främst ett problem för andra slags länder än Sverige. En utmaning för svensk penningpolitik har visserligen varit att låg styrränta har drivit upp fastighetspriserna, men investerarna har primärt varit inhemska och förändringar i internationella kapitalflöden har spelat en begränsad roll. Problem 3, det vill säga de förändringar i inflationen som växelkursrörelser kan leda till är det för Sverige mest relevanta problemet. Detta är dock inte en reell begränsning utan bara en förstärkning av den effekt som styrräntan har på inflationen. Om Riksbanken vill minska inflationen genom en räntehöjning, kommer denna att både dämpa inhemsk efterfrågan, och därmed inhemska priser, och dämpa importpriser genom att kronan stiger i värde.

3 Se till exempel Eichengreen och Hausman (1999) samt Jeanne och Zettelmeyer (2002).

4 Se till exempel Sveriges Riksbank (2017), sid. 29.

2.2 Teori som problematiserar självständig penningpolitik

Hélène Rey (2013) driver i en inflytelserik artikel tesen att det är omöjligt för länder att ha både fria kapitalflöden och helt självständig penningpolitik. Rey hävdar att ett enskilt land inte kan avvika från den globala finansiella cykeln (i fråga om ränta och riskapitet), som domineras av USA, samtidigt som det tillåter fria kapitalflöden. En räntehöjning i en liten öppen ekonomi kan under vissa förhållanden leda till kapitalinflöden som motverkar dess åtstramande effekt genom att öka konsumtion eller investeringar. Detta kan begränsa möjligheterna till självständig penningpolitik. Det betraktas som ett "dilemma" att det därmed inte går att ha både självständig penningpolitik och fria kapitalflöden. Rey argumenterar därför för att skapa utrymme för självständig penningpolitik genom att införa begränsningar av de internationella kapitalflödena samt använda makrotillsynsåtgärder (begränsa möjligheterna för hushåll och företag att låna) för att motverka de negativa effekterna av globala kapitalflöden. Senare forskning (Aizenman med flera 2016) har visat att goda institutioner och sund finanspolitik minskar de problem med kapitalflöden vid avvikande ränta som Rey betonar. Ett rimligt synsätt är därmed att Reys tes om ett policydilemma främst är tillämplig på ekonomier som är väsensskilda från den svenska, kanske främst tillväxtekonomier (*emerging economies*).

2.3 Praktik: Vad kan vi lära oss av att jämföra svensk och utländsk penningpolitik?

Penningpolitik är mångfacetterad och alla jämförelser av penningpolitik mellan olika centralbanker blir därför ofullständiga. Det här avsnittet redogör främst för skillnader i styrränta mellan Riksbanken och ECB. Mer översiktligt berörs skillnader i fråga om tillgångsköp samt penningpolitikens mål och systematiska reaktioner på förändringar i ekonomin.

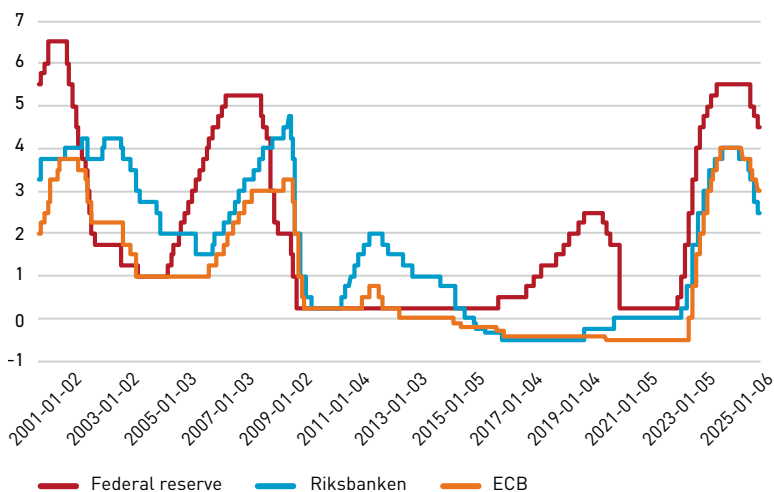
En viktig utgångspunkt när olika centralbankers penningpolitik jämförs är att konjunkturcyklerna i västvärlden under flera decennier främst drivits av gemensamma störningar. Korrelationen mellan BNP-tillväxten i Sverige och eurozonen är enligt Lindé och Reslow

(2017) 0,89 för perioden 1994–2016. Hanssons kapitel (nummer 3) visar också på en stark samvariation i konjunkturen mellan Sverige och euroområdet. Hansson visar även att branschstrukturen i svenskt privat näringsliv liknar den i euroområdet, vilket minskar sannolikheten för att eventuella branschspecifika störningar ska leda till skillnader i konjunkturutvecklingen.

Den höga graden av samvariation i konjunkturen mellan Sverige och euroområdet gör det naturligt att även penningpolitiken samvarierar. Den relevanta frågan blir då hur svensk penningpolitik har avvikit från till exempel ECB:s penningpolitik vid de tillfällen då våra ekonomier, och kanske främst inflationen, har skiljt sig åt.

Låt oss börja med att analysera möjligheterna att föra en avvikande penningpolitik genom att studera hur styrräntan i Sverige har förhållit sig till motsvarande räntor hos våra viktigaste handelspartners under 2000-talet. Detta dokumenteras i figur 1. Riksbankens styrränta har samvarierat tydligt med ECB:s men också, fast i lägre grad, med Federal Reserves. Det är intressant att trots USA:s dominerande position på den globala finansiella marknaden, har styrräntan ofta skiljt sig med flera procentenheter mellan USA och Sverige.

Figur 1 Styrräntor, 2000–25, procentenheter



Källa: Ekonomifakta.

Skillnaden mellan ECB:s och Riksbankens styrräntor har i regel varit liten. Den var störst under eurokrisen i början av 2010-talet då ECB höll sin styrränta nära noll. Under denna period valde Riksbanken en betydligt högre styrränta, av oro för att hushållens skuldsättning var problematiskt hög. Från december 2010 till december 2013 översteg Riksbankens styrränta ECB:s motsvarande ränta med minst en procentenhet. Trots det överväldigades inte den svenska ekonomin av stora kapitalinflöden under denna period.

Även 2007–08, då Riksbanken valde en högre ränta, var skillnaden betydande. I samband med inflationsvågen som inleddes 2022 agerade Riksbanken snabbare än ECB både i höjnings- och sänkningssfasen, men ränteskillnaderna förblev små. Dock försvagades kronan väsentligt under denna period.

En annan form av penningpolitik är tillgångsköp, det vill säga köp av olika räntebärande värdepapper. Dessa görs främst när styrräntan begränsas av en (verklig eller upplevd) nedre gräns strax under noll, som under perioden 2013–19 för både Riksbanken och ECB. Från 2015 använde båda centralbankerna köp av värdepapper som ett kompletterande penningpolitiskt instrument till styrräntan. Senare gav båda dessa institutioner lån till banker till räntor som var bundna på längre sikt. Federal Reserve har också använt flera former av okonventionell penningpolitik; tillgångsköp påbörjades redan 2009 i anslutning till den globala finanskrisen. Det är dock mycket svårare att jämföra sådana okonventionella penningpolitiska instrument mellan olika centralbanker än styrränteförändringar. En internationell översikt av tillgångsköp ges i en studie från Riksbanken av Anderson med flera (2022). Där visas att Riksbanken 2015–17 köpte mindre än hälften så mycket tillgångar som ECB, räknat som andel av BNP. En viktig förklaring till detta är att den svenska statsskulden var (och är) låg, vilket begränsade hur mycket statsobligationer som kunde köpas. Sett som andel av de utestående statsobligationerna var Riksbankens och ECB:s köp mer likvärdiga. Federal Reserve gjorde under denna tidsperiod inga aktiva tillgångsköp.

Den kanske viktigaste aspekten av penningpolitiska skillnader mellan länder gäller penningpolitikens mål och hur penningpolitiken systematiskt reagerar på olika förändringar. Det överordnade formella

penningpolitiska målet för både ECB och Riksbanken är att stabilisera inflationen. Hänsyn till realekonomin, det vill säga arbetslöshet och BNP-gap, kommer i andra hand. Federal Reserve har i stället två mål: inflationsstabilisering och maximering av sysselsättningen. Beslutsfattarna i centralbankerna, i Riksbankens fall främst direktionen, försöker uppnå de penningpolitiska målen både genom beslut om olika åtgärder såsom ränteförändringar och genom kommunikation av olika slag. Kommunikationen sker bland annat genom penningpolitiska rapporter och protokoll från penningpolitiska möten. Trots dess centrala roll är kommunikationen kring respektive centralbanks mål och strategi samt systematiska penningpolitik så komplex att det är nästan omöjligt att göra kvantitativa jämförelser.

Ett viktigt exempel på relevansen av centralbankers kommunikation och systematiska beteendemönster är hur de påverkar växelkurser. Anledningen är att växelkurser till stor del bestäms av förväntningar om framtiden. En plausibel tolkning av att kronan tenderar att falla i värde i internationella konjunkturnedgångar är att Riksbanken uppfattas föra en systematiskt mer aktiv penningpolitik än de flesta andra centralbanker. Ett mindre troligt alternativ är att kronan av något annat skäl anses extra riskfylld under lågkonjunkturer eller vid finansiell oro (på fackspråk kallas detta en kontracyklisk landspremie).

Penningpolitiska beslutsfattare uppfattar det i allmänhet som problematiskt om styrräntan avviker alltför mycket från de stora centralbankernas, primärt ECB:s i Sveriges fall.⁵ I linje med detta påverkades även Riksbankens beslut om tillgångsköp under perioden 2015–19 kraftigt av en strävan att följa ECB.⁶ Det förefaller som att beslutsfattare på centralbanker däremot känner sig mer fria att avvika från varandra när det gäller kommunikation om framtida styrräntor och avvägningar i penningpolitiken.

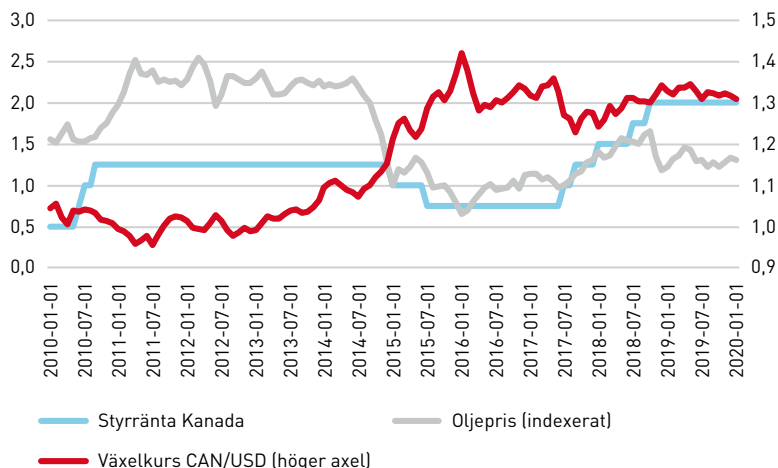
Visst förekommer det episoder då ekonomiska störningar inträffar med stora ränteskillnader och valutakursförändringar som följd. Kanske är detta den främsta fördelen med en självständig penningpolitik – att kunna parera en ekonomisk kris genom att anpassa penningpolitiken till just det enskilda landets behov. Det är dock ovanligt

5 Sveriges Riksbank (2024), sid. 43.

6 Se till exempel Sveriges Riksbank (2016), sid. 5.

att penningpolitiken är grundorsaken till sådana växelkursrörelser. Penningpolitiken är snarare ett symptom. I sådana lägen är det svårt att undvika växelkursrörelser genom att välja en mindre avvikande styrränta. Kanada är ett typiskt fall som illustreras i figur 2. Eftersom olja och oljeprodukter är en av Kanadas främsta exportvaror, innebar oljeprisets kraftiga fall 2014–16 en betydande negativ ekonomisk störning. Värdet på kanadensiska exportvaror föll och växelkursen behövde anpassas till detta. Som bakgrund bör nämnas att styrräntan i USA började höjas stegvis i slutet av 2015 (se figur 1). Bank of Canada avstod initialt från att sänka styrräntan, men detta ledde till en konjunktur nedgång och ett ökat behov av, och förväntningar om, framtida räntesänkningar. Det senare accelererade försvagningen av den kanadensiska valutan, som deprecierade kraftigt 2014–16, vilket syns som en ökning av antalet Kanadadollar per USA-dollar i figur 2. Detta är ett exempel på en återkommande penningpolitisk avvägning i öppna ekonomier: Centralbanken kan välja att inte avvika med räntan från sina handelspartners (behålla ränteparitet) idag, men riskerar då större makroekonomiska obalanser i morgon.

Figur 2 Kanada: räntor och valutakurs efter ett fall i oljepriserna, 2010–20



Anm.: Oljepriset har indexerats till 1 för januari 2015.

Källa: Federal Reserve Economic Data (FRED), Federal Reserve Bank of St. Louis.

2.4 Sammanfattning angående möjligheterna till avvikande penningpolitik

Enligt den dominerade teoribildningen finns det goda möjligheter för ett land med rörlig växelkurs att bedriva självständig penningpolitik. En mer negativ syn förs fram av Rey (2013), som betonar problem kopplade till kapitalflöden. Tidvis har den svenska styrräntan avvikit kraftigt från både ECB:s och Federal Reserves räntor. Markanta skillnader har även funnits vad gäller tillgångsköp och kommunikation kring framtida penningpolitik.

Beslutsfattare på centralbanker finner det ofta problematiskt att avvika med penningpolitiken gentemot omvärlden, främst vad gäller styrräntan, men det är svårt att se några större problem med detta för den svenska ekonomin. Med andra ord förefaller Riksbanken ha varit onödigt försiktig vad gäller att låta styrräntan avvika från ECB:s.

3 Är Sverige mer räntekänsligt än euroområdet?

För att förstå hur väl ECB:s penningpolitik skulle passa Sverige vid gemensamma ekonomiska störningar behöver vi veta om räntekänsligheten är densamma som i euroområdet. Om räntekänsligheten är annorlunda behövs en annan penningpolitik än i euroområdet också vid gemensamma störningar. Om Sverige är mer räntekänsligt, bör styrräntan reagera mindre i Sverige än i euroområdet vid sådana störningar. Detta avsnitt analyserar därför om det finns anledning att tro att den svenska ekonomin är mer räntekänslig än euroområdets, det vill säga om svensk inflation eller BNP svarar mer på en given förändring av styrräntan.⁷ Detta är en både praktiskt och teoretiskt intressant fråga. Jag kommer främst att analysera BNP:s räntekänslighet.

⁷ Det krävs även att den neutrala (långsiktiga) räntan och räntespreadarna (skillnaden mellan styrräntan och räntan som företag och hushåll möter) är desamma för att samma styrränta ska passa olika länder. Jag bortser här från sådana eventuella skillnader. När det gäller den neutrala räntan går det att argumentera för att det inte bör finnas några skillnader på sikt vid fria kapitalrörelser (se Armelius med flera 2018). Däremot är det svårt att argumentera för att räntespreadarna är desamma i alla EU-länder. Till exempel tenderar de att vara högre i länder i Sydeuropa med svaga statsfinanser.

3.1 Bestämningsfaktorer för räntekänslighet

I debatten har det under de senaste åren hävdats att Sveriges ekonomi är mer räntekänslig än euroområdet, alltså att BNP och andra aggregerade variabler reagerar mer på styrränteförändringar (eller, för att vara mer exakt, penningpolitiska chocker) i Sverige.⁸ Nedan listar jag viktiga bestämningsfaktorer för hur räntekänslig en ekonomi är. Därefter visas hur bestämningsfaktorerna i Sverige förhåller sig till dem i euroområdet.

Tabell 1 Bestämningsfaktorer för BNP:s räntekänslighet

Faktor	Sverige jämfört med euroområdet
1a Hushållens bruttoskuld i förhållande till BNP (+)	Högre
1b Hushållens räntebindningstid (-)	Lägre
2a Företagens bruttoskuld i förhållande till BNP (+)	Högre
2b Företagens räntebindningstid (-)	Lägre
3 Offentlig sektors bruttoskuld i förhållande till BNP (+)	Lägre
4 Tillverkningsindustrins andel av BNP (+)	Samma
5 Graden av likviditetsbegränsning för hushåll (+)	Lägre

Anm.: Plus- respektive minustecken anger i vilken riktning faktorerna påverkar ekonomins räntekänslighet. Den sista kolumnen anger om respektive faktor (variabel) har ett högre/lägre värde i Sverige än i euroområdet.

När det gäller faktorerna 1 och 2 pekar data på att ekonomin är mer räntekänslig i Sverige än i euroområdet. Det beror främst på att hushållen har en högre skuldkvot (skuld i förhållande till disponibel inkomst) och kortare räntebindningstid på sina bostadslån i Sverige än i euroländerna. De svenska hushållens skuldkvot (158 procent 2023) har varit cirka dubbelt så hög som genomsnittet för euroländerna (84 procent 2023) de senaste åren enligt Eurostat (2025a). Den genomsnittliga räntebindningstiden för bolån i Sverige är cirka två år, medan till exempel Belgien och Tyskland har cirka tio års bindningstid (Sveriges Riksbank 2022 samt Badarinza med flera 2018). Skillnaden är alltså stor mellan räntebindningstiden i Sverige och i viktiga euroländer. Spanien är det enda eurolandet som har kortare genomsnittlig räntebindnings-

8 Ett exempel är Annika Winsth (SVT 2023), men det finns även många andra, inklusive Riksbanken.

tid än Sverige. Skulden hos de svenska företagen jämfört med BNP, över 100 procent, är bland de högsta i EU (Europeiska Kommissionen 2024) och har kort räntebindningstid i ett internationellt perspektiv. Det senare är dock troligen av begränsad betydelse. Holm-Hadulla och Thürlwächter (2021) finner nämligen inte någon effekt av företagens räntebindningstid på BNP:s räntekänslighet när de jämför olika euro-länder.

När det gäller faktor 3, den offentliga sektorns skuld i förhållande till BNP, går det att argumentera för att Sverige är mindre räntekänsligt än euroländerna eftersom statsskulden är så låg. Detta väcker frågan hur man bör väga ihop olika typer av skuld för att förstå räntekänsligheten. Kan vi rentav använda total bruttoskuld, det vill säga summan av hushållens, företagens och den offentliga sektorns skuld? Svaret är nej. Anledningen är att räntekänsligheten primärt handlar om hur efterfrågan i landet påverkas. Det bestäms i sin tur främst av hur mycket förmögenhet som en ränteförändring omfördelar mellan olika agenter i ekonomin (beroende på skuldsättning och räntebindningstid) och vilka skillnader som finns mellan dessa agenter benägenhet att spendera av sin förmögenhet. För hushåll förefaller den marginella konsumtionsbenägenheten, alltså den andel av en inkomstförändring som spenderas, i genomsnitt vara 0,5 på årsbasis (Fagereng med flera 2021 för Norge). Kaplan och Violante (2022) rapporterar att den internationella litteraturen finner att den marginella konsumtionsbenägenheten är 0,15–0,25 under det första kvartalet efter en inkomstförändring. Konsumtionsbenägenheten skiljer sig dock åt kraftigt mellan olika typer av hushåll. Den är högre för unga respektive kreditbegränsade hushåll (Fagereng med flera 2021). För den offentliga sektorn är motsvarande siffra mycket lägre, vilket innebär att offentlig skuldsättning är mindre viktig för räntekänsligheten än hushållens skuldsättning. Till exempel finner Bouscasse och Hong (2023) inte någon respons alls från ränteförändringar på statens utgifter och skattesatser för USA. I stället växer statsskulden när räntan ökar. Man kan dock tänka sig att stater som är nära gränsen för hur mycket skuld de klarar av (tänk Grekland eller Italien) har statsfinansier som svarar betydligt mer på ränteförändringar. En liknande situation råder för kommuner i Sverige (och övriga nordiska länder) eftersom de har krav på balanserade budgetar och därför

måste anpassa utgifter eller skatter till ökade ränteutgifter även på kort sikt.⁹ Den övergripande slutsatsen är dock att det saknas belägg för att offentlig skuld och hushållens skuld har samma effekt. Vi kan därför inte använda ett lands totala bruttoskuld för att bedöma räntekänsligheten. Hushållens skuldnivå är mycket viktigare för den totala räntekänsligheten än den offentliga skuldsättningen.

Det finns en litteratur som hävdar att en viktig bestämningsfaktor för räntekänsligheten är hur stor del av ekonomin som tillverkningsindustrin utgör (faktor 4). Skälet är att efterfrågan på varor från tillverkningsindustrin tenderar att vara mer räntekänslig än efterfrågan på tjänster. Datsenko och Fleck (2024) visar på just detta samband för euroländer. De visar även i en separat övning hur tillverkningsindustrin i eurozonen reagerar flera gånger starkare än tjänstesektorn på ränteförändringar. För Sverige är andelen tillverkningsindustri (20 procent mätt som andel av förädlingsvärde 2022 enligt Eurostat) nära medianen bland euroländerna och lägre än medianen sett till sysselsättning. Denna faktor talar därför inte för att svensk ekonomi är mer räntekänslig än euroländernas.

Teoretiskt är betydelsen av faktor 5 väl underbyggd: Ju mer likviditets- eller kreditbegränsat ett hushåll är, desto starkare reagerar dess konsumtion på inkomstchocker, till exempel från ränteförändringar. Almgren med flera (2022) visar empiriskt att det finns ett tydligt positivt samband mellan andelen likviditetsbegränsade hushåll och i vilken grad ränteförändringar påverkar BNP för euroländerna. Andelen likviditetsbegränsade hushåll mäts i deras artikel genom olika enkätmaat. Det mått som även är tillgängligt för Sverige kommer från EU:s *Survey on Income and Living Conditions* (SILC). Enligt denna enkät är andelen svenska hushåll som är likviditetsbegränsade (cirka 20 procent) betydligt lägre än för euroområdet (cirka 30 procent). Studien av Almgren med flera (2022) indikerar därmed att penningpolitiken har ett svagare genomslag på BNP i Sverige än i euroområdet.

9 Se kapitel 6 av Calmfors om finanspolitiken i denna volym.

Sammanfattning av hur olika bestämningsfaktorer påverkar Sveriges räntekänslighet

Sammanfattningsvis talar såväl hushållens och företagens höga skuldsättning som den korta räntebindningstiden för att Sveriges ekonomi är mer räntekänslig än euroländernas. Det gör däremot inte de andra faktorerna: Offentlig skuldsättning är låg, tillverkningsindustrins andel är nära medianen för euroländerna och andelen likviditetsbegränsade hushåll är låg. Jag har dock argumenterat för att hushållens skuldsättningsgrad är mycket viktigare för räntekänsligheten än den offentliga skuldsättningsgraden. Räntebindningstiden för hushåll är också en central faktor. En rimlig bedömning utifrån strukturella faktorer förefaller därmed vara att BNP är mer räntekänslig i Sverige än i euroområdet.

En separat indikation på den kvantitativt stora betydelsen av hushållens skuldkvot för konsumtionens räntekänslighet är studien av Stockhammar med flera (2022). Den finner att styrräntans effekt på den svenska konsumtionen fördubblats under de senaste 15 åren då hushållens skuldsättning har ökat från cirka 150 till cirka 200 procent av deras disponibla inkomst. Även Laséen (2022) finner att hushållens skuldkvot är avgörande för räntekänsligheten. Studien visar att löneinkomst och arbetslöshet påverkas kraftigare av ränteförändringar i de svenska kommuner där hushållen har högst skuldkvot.

Konvergens av bestämningsfaktorer

Om räntekänsligheten är högre i Sverige än i eurozonen, finns det någon anledning att tro att den kommer att konvergera mot euroområdets medelvärde över tid om Sverige inträder i valutaunionen? Kommer faktorerna som påverkat räntekänsligheten då att anpassas till en genomsnittlig nivå inom valutaunionen? Finns det till exempel anledning tro att svenska hushåll kommer att välja samma räntebindningstid och skuldkvot som det genomsnittliga hushållet i euroområdet? Den stora spridningen vad gäller dessa faktorer mellan länderna i euroområdet indikerar att eventuella sådana tendenser är mycket svaga. Det är vidare svårt att se några mekanismer som talar för det. Jag ser ingen sådan mekanism när det gäller skuldkvoten. Varför skulle

ett enskilt hushåll anpassa storleken på sina bolån till vad som är brukligt i andra länder? Däremot kan man tänka sig att om ECB:s styrränta ändras mer eller oftare än Riksbankens, skulle räntebindningstiderna i Sverige kanske öka efter en övergång till euron. Som vi såg i figur 1 har dock ECB:s styrränta historiskt sett inte rört sig mer än Riksbankens. En annan faktor som skulle kunna leda till förlängda räntebindningstider i Sverige är om en euroanslutning bidrar till att sänka den svenska löptidspremien, med följderna att det blir billigare att binda räntan. En ytterligare möjlig anledning till att räntebindningstiden skulle konvergera mellan euroländerna är om regleringar kopplade till bolån blev mer lika. För de resterade bestämningsfaktorerna finns inga uppenbara krafter som gör att de konvergerar mot ett genomsnitt för euroländerna.

3.2 Direkta (men inkompleta) mått på ekonomins räntekänslighet

Hur räntekänslig skulle den svenska ekonomin bli jämfört med genomsnittet i euroområdet om Sverige införde euron? Så länge Sverige står utanför valutaunionen finns inget direkt mått på hur svensk ekonomi skulle reagera på förändringar i ECB:s styrränta vid ett medlemskap. Det är inte samma sak att utsättas för en svensk styrränteförändring och en styrränteförändring som påverkar hela euroområdet. När det gäller inflationen, talar ekonomisk teori för att effekterna av ränteförändringar är större när Sverige har en flytande valutakurs. Skälet är att det vid en euroanslutning inte längre finns någon växelkurseffekt via importerade varor från euroområdet som påverkar inflationen. Inflationens räntekänslighet skulle därmed minska om Sverige övergick till euron. För BNP finns i stället två motverkande mekanismer:

1. Efterfrågan på svenska varor skulle påverkas mer av en europeisk ränteförändring efter en euroanslutning än av Riksbankens tidigare ränteförändringar. Det beror på att ECB:s ränteförändringar påverkar efterfrågan också i andra (euro)länder.
2. Å andra sidan blir efterfrågeförändringen för svensk export svagare om Sverige är med i valutaunionen eftersom det då inte längre finns någon växelkurs mot euroområdet som kan förändras.

Ett tecken på att den första mekanismen kan vara starkast är att det har visats empiriskt att svensk industriproduktion ökar ungefär lika mycket som industriproduktionen i euroområdet när ECB sänker räntan (Potjagailo 2016).

Vi kan ändå lära oss något om frågan genom att jämföra hur BNP har svarat på styrränteförändringar i Sverige respektive i euroländerna. En bra översikt av vad vi vet empiriskt om effekterna av att den svenska styrräntan ändras ges i Berggren med flera (2024). De redovisar resultaten från ett stort antal studier. Enligt översikten är medianen för den maximala effekten på BNP (efter något mer än ett år) av en tillfällig räntehöjning med 1 procentenhet enligt empiriskt skattade modeller för Sverige 0,4–0,5 procent beroende på exakt metod. Deras egen skattning är att BNP faller med som mest 0,8 procent. Författarna bedömer att denna skattning är högre än andra studiers därför att effekterna har ökat över tiden och att de använder senare data. De visar empiriskt att effekten på svensk BNP av Riksbankens styrränteförändringar har fördubblats mellan 2005 och 2015 samt gör tolkningen att detta beror på de svenska hushållens ökade skuldsättning. Studien visar också att medianvärdet i ett stort antal modeller för USA och euroområdet är att BNP faller med 0,5 procentenheter, det vill säga lika mycket som i Sverige.

Berggren med fleras (2024) översikt stödjer således inte hypotesen att BNP är mer räntekänslig i Sverige än euroområdet. Men en bokstavig jämförelse bör inte göras om man vill förstå hur räntekänsligt Sverige skulle vara som medlem i valutaunionen. När ECB ändrar räntan påverkas ju, som framhållits ovan, inte bara efterfrågan i Sverige utan också efterfrågan i övriga euroländer, med indirekta effekter på svensk ekonomi via vår export. Den senare effekten uppstår inte när Riksbanken ändrar sin styrränta. Dessutom är det troligt att den ökning av räntekänsligheten av BNP som Berggren med flera dokumenterat är större i Sverige än i euroområdet. Anledningen till detta är att hushållens skuldsättning har ökat mer i Sverige (se Stockhammar med flera 2022).

Konsekvenser av högre räntekänslighet i Sverige

Sammantaget drar jag slutsatsen att BNP är mer räntekänslig i Sverige än genomsnittet för euroområdet. Detta stöds främst av min analys av bestämningsfaktorer för räntekänsligheten.

Hur problematiskt är det för ett land med en mer räntekänslig ekonomi att vara med i en valutaunion? En skillnad i räntekänslighet mellan ett enskilt land och valutaunionen som helhet innebär att den gemensamma styrräntan passar dåligt för landet både när penningpolitiken är åtstramande och när den är stimulerande, det vill säga nästan hela tiden. Omfattningen av detta problem beror på hur stor skillnaden är i räntekänslighet. Att ekonomin förefaller vara mer räntekänslig i Sverige än i euroområdet gör en svensk anslutning till valutaunionen mindre attraktiv, då ECB:s penningpolitik inte skulle styras av det ekonomiska läget i Sverige.

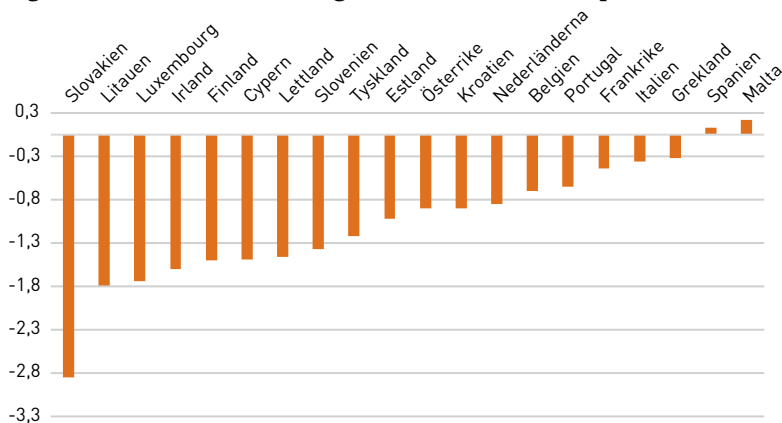
En intressant faktor för att förstå i vilken grad skillnader i räntekänslighet skapar spänningar inom euroområdet är att studera de länder som redan är med i eurosamarbetet. För dessa är det direkta måttet på hur BNP reagerar på ränteförändringar inte hypotetiskt och jämförelsen är därför enkel att göra. Två studier som skattat effekterna av ECB:s ränteförändringar på landsnivå är Almgren med flera (2022) samt Datsenko och Fleck (2024). Tyvärr använder båda studierna en annan metod (högfrekvent identifikation)¹⁰ än de studier som Berggren med flera (2024) sammanställt, så estimaten bör inte jämföras. Det relevanta budskapet från Almgren med flera (2022) samt Datsenko och Fleck (2024) är att räntekänsligheten skiljer sig kraftigt åt mellan euroländerna. Detta syns i figur 3, som visar estimaten från Datsenko och Fleck för BNP:s räntekänslighet för alla euroländer 1999–2019.¹¹ För Italien och Frankrike finner Datsenko och Fleck (2024) att räntekänsligheten (den procentuella minskningen av BNP när styrräntan tillfälligt höjs med 1 procentenhet) är låg: 0,3–0,4. För Tyskland är den

10 Högfrekvent identifikation av penningpolitiska störningar går ut på att mäta hur relevanta räntor rör sig under den dag (eller timme) som ett penningpolitiskt beslut publiceras. Metoden introducerades av Kuttner (2001). Den skiljer sig väsentligt från äldre, mer vedertagna metoder/antaganden, som används i till exempel Berggren med flera (2024). Dessa metoder bygger i stället på antagandet att det tar tid innan penningpolitiska störningar påverkar inflation och BNP.

11 En kortare period används för de länder som införde euron senare.

mycket högre: 1,2. Högst räntekänslighet rapporteras för Slovakien, 2,8. Almgren med flera (2022) rapporterar liknande resultat: stora skillnader i räntekänslighet bland euroländerna och ungefär samma rangordning mellan länderna som i Datsenko och Fleck (2024). Den stora spridningen i räntekänslighet för euroländerna indikerar att det är omöjligt för ECB att bedriva en penningpolitik som passar alla länder i valutaområdet även när konjunkturvariationerna är gemensamma. En positiv tolkning är att ECB redan hanterar denna utmaning och att Sveriges avvikande räntekänslighet vid en eventuell anslutning till valutaunionen därmed inte är ett nytt fenomen.

Figur 3 BNP:s räntekänslighet i euroländerna, procent



Anm.: Diagrammet visar den genomsnittliga responsen av BNP (i procent) under tio kvartal på en tillfällig räntehöjning med 1 procentenhet.

Källa: Datsenko och Fleck (2024).

4 Påverkas ECB:s penningpolitik av finanspolitiska hänsyn på ett sätt som inte passar Sverige?

För att förstå hur ECB:s penningpolitik skulle passa Sverige vid ett euromedlemskap behöver vi först notera att penning- och finanspolitik

är nära sammankopplade. De är ömsesidigt beroende av varandra av flera skäl. En första anledning är att båda påverkar den aggregerade efterfrågan. Till exempel kan ekonomin stabiliseras under en lågkonjunktur genom antingen penning- eller finanspolitik. Styrräntan kan sänkas eller det offentliga finansiella sparandet minskas. Därför beror ECB:s penningpolitik på hur finanspolitiken bedrivs av euroländerna.

För det andra är penning- och finanspolitik sammankopplade genom att styrräntan påverkar kostnaden för den offentliga (netto)skulden. De flesta EU-länder har till skillnad från Sverige en stor offentlig nettoskuld, vilket innebär att statsfinanserna för dessa länder avsevärt försämrats genom ökade ränteutgifter när styrräntan höjs.

För det tredje kan det för vissa länder, främst dem med svaga offentliga finanser, finnas en effekt från finanspolitik till inflationen och därmed statsskuldräntorna. När finanspolitiken skapar tvivel om en stats förmåga att återbetala sina lån, så stiger inflationsförväntningarna och därmed statsskuldräntorna, vilket påverkar förutsättningarna för penningpolitiken. Ett tydligt exempel i närtid är hur Storbritanniens statsskuldräntor steg som en reaktion på dåvarande premiärminister Liz Truss expansiva budgetförslag i september 2022.

Huvudfrågan i detta avsnitt är om ECB:s penningpolitik kan komma att påverkas av finanspolitiska hänsyn på ett sätt som är olyckligt för Sverige vid ett euromedlemskap. Svaret är att det finns en påtaglig risk att ECB kommer att föra en asymmetrisk stabiliseringspolitik – mer kraftfull i lågkonjunkturer och otillräckligt åtstramande i överhettningar – som kan vara problematisk för Sverige. Det finns två orsaker till detta.

För det första kommer flera stora euroländer att ha svårt att föra en expansiv finanspolitik i lågkonjunkturer därför att deras skuldbörda gör ökade budgetunderskott problematiska. Eftersom statsskulden i flera euroländer är så höga kommer både de finansiella marknadernas reaktioner och EU:s stabilitets- och tillväxtpakt att innebära begränsningar av hur mycket finanspolitiken kan användas för att stimulera ekonomin i lågkonjunkturer. Den genomsnittliga offentliga (brutto) skuldsättningen i euroområdet var vid utgången av 2024 87,4 procent

av BNP.¹² Detta är långt över den gräns för skuldsättning på 60 procent av BNP som EU:s stabilitets- och tillväxtpakt stipulerar.¹³ Sveriges bruttoskuldsättning var enligt Eurostat 33,5 procent vid samma tidpunkt.

Det finns en hel del empiriskt stöd för att den diskretionära finanspolitiken i euroländerna har varit procyklisk, det vill säga att aktiva politiska beslut förstärkt konjunktursvängningarna (se till exempel Cronin och McQuin 2021 samt andra referenser i kapitel 6 av Calmfors). Det råder dock inte fullständig enighet om detta. Till exempel är bilden i Afonso och Carvalho (2022) något mer positiv. De finner att endast 6 av 19 undersökta euroländer fört en procyklisk finanspolitik. Vidare betonar de att cyklicaliteten varierat kraftigt över tiden och att politiken var mest procyklisk 2010–13, det vill säga under eurokrisen.

Sammantaget finns det goda skäl att tro att ECB:s penningpolitik kan behöva kompensera för en otillräckligt expansiv finanspolitik i lågkonjunkturer genom att vara mer kraftfull än vad som annars skulle vara nödvändigt. I kombination med den högre räntekänsligheten i Sverige innebär detta att ECB:s penningpolitik kommer att passa sämst för Sverige just i lågkonjunkturer, eftersom två faktorer då samverkar och gör penningpolitiken mer expansiv än vad svenska förhållanden motiverar.

För det andra kan ECB:s räntehöjningar vid överhettning eller hög inflation begränsas av de påfrestningar för statsfinanserna som uppkommer för de mest skuldsatta euroländerna. Denna begränsning är särskilt problematisk vid stora negativa utbudsschocker (till exempel höjda oljepriser) eftersom inflationen, och därmed styrräntan, då är hög samtidigt som BNP-tillväxten är lägre än normalt, vilket innebär att statsfinanserna också blir mer ansträngda. Mycket talar för att utbudsschocker blir allt viktigare framöver på grund av en hög geopolitisk konfliktnivå. Detta gör det troligt att ECB:s penningpolitik regelbundet kommer att vara otillräckligt stram i ekonomiska lägen med

12 Eurostat (2025b)

13 Se kapitel 7 av Andersson och Jonung för en analys av den offentliga skuldsättningen och EU:s regler för den.

hög inflation i framtiden. Det är dock ett mindre problem för Sverige så länge den svenska ekonomin fortsätter vara mer räntekänslig än euroområdet, eftersom dessa två skillnader motverkar varandra.

5 Sammanfattning och slutsatser

Detta kapitel har analyserat hur mycket bättre anpassad till Sverige penningpolitiken kan förväntas vara om vi fortsätter att stå utanför valutaunionen. Argument har presenterats för att möjligheterna att bedriva självständig penningpolitik är goda. Trots detta kan skillnaden i styrränta mellan Riksbanken och ECB i allmänhet förväntas vara begränsad. Det är främst vid ekonomiska störningar som är specifika för Sverige eller extrema gemensamma sådana som den självständiga penningpolitiken blir verkligt värdefull. Nationell penningpolitik verkar då som en försäkring mot att efterfrågan varaktigt kommer ur balans. Det förefaller som att svensk ekonomi är mer räntekänslig än euroområdets, främst på grund av högre skuldsättning och kortare räntebindningstid för de svenska hushållen. Detta gör en svensk anslutning till valutaunionen mindre fördelaktig.

Slutligen innebär de högre statsskulder i euroområdet att ECB kan förväntas föra en asymmetrisk penningpolitik som är mer expansiv i lågkonjunkturer än vad som skulle passa Sverige bäst, men mindre åtstramande i högkonjunkturer. Kombinerat med den högre räntekänsligheten i Sverige innebär detta att ECB:s penningpolitik kan antas vara minst lämpligt utformad för Sverige i lågkonjunkturer, eftersom två faktorer då samverkar för att göra den gemensamma penningpolitiken mer expansiv än vad svenska förhållanden motiverar. Däremot kommer den högre räntekänsligheten i Sverige och de europeiska finanspolitiska begränsningarna att motverka varandra vid högkonjunkturer, vilket innebär att ECB:s penningpolitik då kan passa Sverige bättre.

Referenser

- Afonso A och F T Carvalho (2022), Time-varying cyclicalities of fiscal policy: The case of the Euro area, *North American Journal of Economics and Finance*, 62.
- Aizenman J, Chinn M D och H Ito (2016), Monetary policy spillovers and the trilemma in the new normal: Periphery country sensitivity to core country conditions, *Journal of International Money and Finance*, 68.
- Almerud J, Krygier D, Lundvall H och M Njie (2024), Measuring Riksbank Monetary Policy: Shocks and Macroeconomic Transmission, Sveriges Riksbank Working Paper, 445.
- Almgren M, Gallegos J-E, Kramer J och R Lima (2022), Monetary Policy and Liquidity Constraints: Evidence from the Euro Area, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14.
- Andersson B, Beechey M, Österholm P och P Gustafsson (2022), Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022, Riksbanksstudie nr 2.
- Armeliuss H, Solberger M och E Spånberg (2018), Is the Swedish neutral interest rate influenced by other countries? *Penning- och valutapolitik*, 1.
- Badarinsa C, Campbell J Y och T Ramadorai (2018), What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages, *Management Science*, 64.
- Berggren E, Mammos S och I Strid (2024), Penningpolitikens effekter i Sverige under inflationsmålsperioden: skattningar med strukturella VAR-modeller, Staff memo, Sveriges Riksbank.
- Bouakez H och M Normandin (2010), Fluctuations in the foreign exchange market: How important are monetary policy shocks? *Journal of International Economics*, 81.
- Bouscasse P och S Hong (2023), Monetary-Fiscal Interactions in the United States, Sciences Po.
- Calmfors L, Seim A och J Hassler (2023), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi, Stockholm.

- Corsetti G, Kuester K och G Müller (2018), The case for flexible exchange rates after the Great Recession, *Penning- och valutapolitik*, 1.
- Cronin D och K McQuinn (2021), The (Pro-)Cyclicality of Government Consumption in the EU and Official Expectations of Future Output Growth: New Evidence, *International Economics and Economic Policy*, 18.
- Datsenko R och J Fleck (2024), Country-Specific Effects of Euro-Area Monetary Policy: The Role of Sectoral Differences, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 12 november.
- Eichengreen B och R Hausmann (1999), Exchange rates and financial fragility, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*.
- Europeiska Kommissionen (2024), In-Depth Review 2024 of Sweden, Institutional Paper, 277, Bryssel.
- Eurostat (2025a), Gross debt-to-income ratio of households, <http://ec.europa.eu/eurostat/sectoraccounts>.
- Eurostat (2025b), Government debt at 87.4% of GDP in euro area, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-22042025-bp>.
- Fagereng A, Holm M och G Natvik (2021), MPC Heterogeneity and Household Balance Sheets, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13.
- Fleming M (1962), Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates, IMF Staff Papers, 9.
- Holm-Hadulla F och C Thürwächter (2021), Heterogeneity in corporate debt structures and the transmission of monetary policy, *European Economic Review*, 136.
- Jeanne O och J Zettelmeyer (2002), "Original Sin", Balance Sheet Crises, and the Roles of International Lending, Vol. 2, International Monetary Fund, Washington.
- Jorda O (2005), Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections, *American Economic Review*, 95.

- Kaplan G och G Violante (2022), The Marginal Propensity to Consume in Heterogeneous Agent Models, *Annual Review of Economics*, 14.
- Kuttner K (2001), Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market, *Journal of Monetary Economics*, 47.
- Lindé J och A Reslow (2017), Tar svenska prognosmakare tillräcklig hänsyn till Sveriges omvärldsberoende? *Penning- och valutapolitik*, 2.
- Mundell R (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51.
- Mundell R (1963), Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29.
- Potjagailo G (2016), Spillover effects from euro area monetary policy across the EU: A factor-augmented VAR approach, Kiel Working Paper, 2033.
- Rey H (2013), Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*.
- Stockhammar P, Strid I och T Tornese (2022), Hur har konsumtionens räntekänslighet förändrats när skuldkvoten har stigit? *Ekonomisk Kommentar*, 9.
- Sveriges Riksbank (2016), Penningpolitiskt protokoll, april.
- Sveriges Riksbank (2017), En gränsöverskridande banksektor med betydande tillgångar och skulder i utländsk valuta innebär risker för den finansiella stabiliteten, *Finansiell stabilitetsrapport*, 1, fördjupning.
- Sveriges Riksbank (2022), Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin, *Penningpolitisk rapport*, fördjupning, september.
- Sveriges Riksbank (2025), Redogörelse för penningpolitiken 2024.
- SVT (2023), "Nordeas chefekonom: Ta det lugnt med räntan", <https://www.svt.se/nyheter/ekonomi/nordeas-chefekonom-ta-det-lugnt-med-rantan>.

KAPITEL 5

Kronan och konjunkturen

Martin Flodén

1 Inledning

EMU-utredningens (1996) slutsatser spelade en avgörande roll när Sverige valde att inte ansluta till euron vid introduktionen 1999. Utredningen bedömde att en anslutning skulle gynna den ekonomiska effektiviteten och Sveriges politiska inflytande i den europeiska unionen men att de stabiliseringspolitiska riskerna skulle öka. Mot bakgrund av att den svenska ekonomin fortfarande präglades av den djupa krisen under 1990-talets inledande år rekommenderade utredningen att Sverige skulle avvakta med en anslutning till den gemensamma valutan.

Tre decennier senare står Sverige fortfarande utanför valutaunionen. Jag försöker i det här kapitlet redogöra för hur den svenska konjunkturutvecklingen hittills har påverkats av utanförskapet och diskutera om de stabiliseringspolitiska riskerna skulle öka om vi inte längre hade en växelkurs som rör sig fritt och reagerar på störningar som drabbar Sverige eller världsekonomin.

1.1 Stabiliseringspolitiken begränsas vid en euroanslutning

Vid en euroanslutning skulle stabiliseringspolitiken direkt påverkas negativt av två förändringar. För det första skulle penningpolitiken beslutas av Europeiska centralbanken, ECB. Eftersom centralbanker huvudsakligen har ett enda verktyg att arbeta med – styrräntan – utformas penningpolitiken utifrån det som bäst passar valutaområdet i

genomsnitt. Vid ett euromedlemskap skulle penningpolitiken i Sverige alltså inte kunna anpassas till specifikt svenska förhållanden.

För det andra skulle det inte längre finnas en svensk nominell växelkurs som kan reagera på störningar. Med en flytande växelkurs är det visserligen marknadskrafterna och inte någon beslutsfattare som avgör hur kronans värde rör sig, men man tänker sig att förändringar i växelkursen vanligtvis bidrar till att motverka landspecifika störningar som drabbar den svenska ekonomin.

De landspecifika störningar länderna drabbas av kan ta många olika former. Det kan handla om att länder med initialt lägre inkomst konvergerar mot de övriga länderna och därför växer snabbare. Då kan en stramare penningpolitik vara motiverad, till exempel för att dämpa alltför snabba uppgångar i tillgångspriser och kredittillväxt. Det kan också handla om mer tillfälliga skillnader i ländernas ekonomiska utveckling, till exempel orsakad av skillnader i finanspolitisk inriktning. Ett annat exempel är om ländernas näringsstruktur ser olika ut samtidigt som det globala utbudet eller efterfrågan ändras på specifika marknader.

1.2 Inte självklart att en rörlig växelkurs stabiliserar konjunkturutvecklingen

Betydelsen av de stabiliseringspolitiska nackdelar som följer av en gemensam valuta beror på dels hur sannolikt det är att ekonomin drabbas av landspecifika störningar, dels hur sådana störningar kan hanteras antingen med annan ekonomisk politik eller genom marknadskrafter. I kapitel 6 av Calmfors diskuteras behovet av en mer aktiv finanspolitik vid en euroanslutning. Exempel på marknadskrafter som kan motverka störningarnas effekter är pris- och löneförändringar samt arbetskraftens rörlighet mellan länderna.

Friheten att utforma penningpolitiken utifrån landets egna behov kan även medföra nackdelar. För länder med en historik av hög och volatil inflation kan denna frihet vara en källa till osäkerhet som bidrar till ekonomisk instabilitet. Att ansluta sig till en gemensam valuta där förtroendet för penningpolitiken är starkare och inflationsförväntningarna lägre kan då tänkas innebära att stabiliseringspolitiken blir

mer effektiv.¹ Argument som dessa var viktiga i den svenska diskussionen under 1980- och 90-talen men är knappast längre relevanta då förtroendet för Riksbanken och inflationsmålet har stärkts.

Ett annat argument som har förts fram till förmån för en gemensam valuta är att förväntningarna på den långsiktiga prisnivån blir mer stabila i en valutaunion.² Kärnan i argumentet är att landspecifika chocker inte påverkar förväntningarna på den långsiktiga prisnivån i en valutaunion. Om ett land drabbas av en negativ störning som medför att landets inflation sjunker behöver då landets framtida inflation bli högre än inflationen i de andra länderna i unionen. De högre inflationsförväntningarna bidrar till att dämpa störningens effekter. Den här mekanismen ser jag som tämligen perifer, men om man lägger vikt vid den borde man kunna uppnå samma effekt utanför valutaunionen genom att övergå från ett inflationsmål till ett mål för prisnivån.

En mer relevant, och för Sverige aktuell, fråga är om kronans växelkurs verkligen bidrar till ökad realekonomisk stabilitet. Flytande växelkurser har visat sig vara volatila och svåra att förklara med nationalekonomisk teori. Växelkurserna förändras av många anledningar och rörelserna underlättar inte alltid stabiliseringspolitiken. Tydliga exempel är när världsekonomin påverkas av gemensamma, globala störningar såsom den globala finanskrisen eller de senaste årens inflationsuppgång. Under den globala finanskrisen 2008–09 gynnades den svenska ekonomin av att kronan försvagades. Men detta betyder att andra länder samtidigt påverkades negativt av att deras valutor stärktes. Under inflationsepisoden 2022–23 försvagades kronan återigen, men detta bidrog då till att försvåra för penningpolitiken i Sverige medan andra länder gynnades av att en starkare valuta höll tillbaka inflationsuppgången.

Växelkursrörelserna kan även vara ett symtom på risker som inte alltid materialiseras. Data som jag redovisar i kapitlet indikerar att de viktiga valutorna på de internationella finansmarknaderna brukar stärkas i oroliga tider och att små valutor som den svenska kronan försvagas.

1 Se Giavazzi och Pagano (1988).

2 Cook och Devereux (2016) visar att högre inflationsförväntningar i en valutaunion kan förbättra stabiliseringspolitiken om styrräntans nedre gräns riskerar att binda. Born med flera (2024) menar att stabiliseringspolitiken kan förbättras även om man bortser från styrräntans nedre gräns.

Detta förklaras ofta av att marknadsaktörerna söker sig till likvida och säkra tillgångar under sådana episoder. En svagare krona under en ekonomisk kris innebär dels ett större fall i svenska tillgångsvärden, dels att det blir dyrare för svenska aktörer att få tillgång till den eftertraktade likviditeten i dollar och euro. Att tillhöra ett större valutaområde bidrar därför till en bättre förmåga att värna den finansiella stabiliteten. Detta bör man väga mot värdet av att konjunkturedgången i länder med små valutor ofta mildras av att valutan deprecierar i oroliga tider.

2 Den övergripande ekonomiska utvecklingen i och utanför euroområdet

Trots ett drygt kvartssekels erfarenhet av den gemensamma valutan är det svårt att enbart med aggregerade data fastställa hur valet att gå med i eller stå utanför valutaunionen har påverkat ekonomin. Länderna är olika i många dimensioner och deras ekonomiska utveckling har påverkats av många andra faktorer än valet av valuta.³

En sammanfattning av den makroekonomiska utvecklingen i de olika länderna är ändå värdefull för den fortsatta diskussionen. Tabell 1 visar olika mått på tillväxten från 1998 till 2024 och tabell 2 indikatorer på ekonomiernas volatilitet och samvariation över konjunkturcykeln. De inkluderade länderna är indelade i två grupper. I den första gruppen ingår nio av de elva länder som övergick till euron redan 1999.⁴ I den andra gruppen ingår Danmark och Sverige – två EU-länder som ännu har en egen valuta – samt ett antal länder som inte är EU-länder men som kan vara intressanta att ha med i en jämförelse.

3 Det finns dock studier som ändå försöker skatta sådana effekter. Enders med flera (2013) finner inget tydligt stöd för att storleken på konjunktursvängningarna har påverkats av euron. Däremot finner de, som väntat, att den reala växelkursen mellan länderna i valutaunionen har blivit mer stabil.

4 Jag utesluter genomgående Irland och Luxemburg från tabellerna: Irland eftersom landets nationalräkenskaper påverkas kraftigt av amerikanska multinationella företags koncern-interna transaktioner, Luxemburg eftersom landet är litet och har en mycket specialiserad näringsstruktur.

2.1 Tillväxten har varit förhållandevis stark i Sverige

Baserat på tabell 1 är det svårt att finna stöd för att den gemensamma valutan har bidragit till en allmänt förbättrad effektivitet i medlemsländerna. Samtliga inkluderade euroländer har haft en svagare BNP-tillväxt per capita än Sverige. Detsamma gäller för BNP per person i arbetsför ålder, konsumtion per capita och arbetsproduktivitet.

Tabell 1 Tillväxt, 1998–2024

	BNP			Konsumtion per capita		Produktivitet		Sysselsätt- ningsgrad
	Total	Per capita	15–74	Privat	Total	{syss}	{tim}	15–74
Euroländer								
Belgien	55	34	37	24	27	21	19	7
Finland	43	32	34	37	35	15	25	9
Frankrike	44	26	28	29	30	14	20	7
Italien	15	11	16	6	7	–3	6	10
Nederländerna	56	36	36	18	29	19	23	10
Portugal	34	27	29	30	28	23	33	3
Spanien	60	32	35	21	30	11	18	10
Tyskland	35	29	34	21	29	12	27	12
Österrike	47	28	28	18	19	14	32	8
	43	28	31	23	26	14	22	8
Andra länder								
Sverige	71	42	42	44	28	30	35	6
Danmark	52	35	37	25	25	28	31	5
Kanada	71	26	23	44	39	17	28	3
Norge	52	20	17	54	47	16	20	1
Nya Zeeland	106	49	44	63	61	21	25	12
Schweiz	62	29	29	18	18	20	32	6
Storbritannien	53	30	30	33	36	24	27	3
USA	80	47	42	58	49	47	50	–2

Anm.: Förändring i procent från 1998 till 2024 utom sysselsättningsgraden som avser förändring i procentenheter. BNP och konsumtion avser volym. "BNP 15–74" avser BNP per person 15–74 år gammal. Sysselsättningsgraden avser samma åldersgrupp. Produktivitet avser BNP per sysselsatt respektive per arbetad timme.

Källor: OECD Economic Outlook 2024:2 (prognos för 2024) förutom produktivitet per arbetad timme som är från OECD:s produktivitetsdatabas och som avser förändring från 1998 till 2023 samt befolkningsdata för Schweiz som är från IMF WEO.

Den svaga europeiska tillväxten i förhållande till USA har diskuterats flitigt det senaste året. Diskussionen har särskilt tagit fart efter att EU-kommissionen gav Mario Draghi, tidigare chefen för Europeiska centralbanken, i uppdrag att föreslå åtgärder för att stärka unionens konkurrenskraft (se Draghi 2024).

Tabell 1 bekräftar att flertalet europeiska länder har halkat efter USA under de senaste decennierna. Men tabellen visar också att den svaga tillväxten främst har präglat euroområdet snarare än hela Europa samt att USA sticker ut med en mycket hög produktivitetstillväxt, även jämfört med länder utanför Europa.

2.2 Globala störningar har präglat konjunkturutvecklingen

Fokus i det här kapitlet är dock inte på den övergripande tillväxten utan på hur valutasamarbetet har påverkat förutsättningarna för stabiliseringspolitiken och i förlängningen konjunkturutvecklingen. Som nämndes inledningsvis befann sig den svenska ekonomin i ett besvärligt läge efter 1990-talskrisen. Det fanns en farhåga att den svenska ekonomin skulle utvecklas annorlunda än övriga Europas och att en annan stabiliseringspolitik därför skulle behövas.

Det här var dock inte en specifikt svensk frågeställning. Under 1990-talet debatterade nationalekonomer livligt hur förutsättningarna för den europeiska stabiliseringspolitiken skulle påverkas av den gemensamma valutan. Många lyfte fram att de europeiska länderna var långt ifrån det som i litteraturen brukar kallas ett *optimalt valutaområde*. Till exempel visade Bayoumi och Eichengreen (1993) att varken USA eller Europa kunde betraktas som ett optimalt valutaområde men att de europeiska ekonomierna var avsevärt mindre synkroniserade än amerikanska delstater. Därtill menade Krugman (1993) att den marknadsintegration och det utökade handelsutbyte som följer av en gemensam valuta skulle kunna medföra att länderna i en valutaunion blir mer specialiserade och mindre diversifierade. Krugman menade att risken att drabbas av landspecifika störningar därför skulle öka efter övergången till en gemensam valuta.

I en empirisk studie fann dock Frankel och Rose (1998) inget stöd för att länder som handlar mycket med varandra i högre utsträckning drabbas av landspecifika störningar. Tvärtom var deras slutsats att ekonomierna blir mer synkroniserade när handeln ökar, vilket bland annat kan förklaras av att värdekedjor då blir mer sammanflätade. Kapitel 3 av Hansson visar att denna slutsats har stärkts efter introduktionen av euron. I takt med att den internationella handeln har tilltagit har samvariationen mellan euroländernas ekonomier blivit starkare, men slutsatsen gäller även samvariationen mellan andra ekonomier i västvärlden. Även tabell 2 bekräftar den här bilden. Alla länder i urvalet uppvisar en stark samvariation över konjunkturcykeln.⁵

Visserligen kan de alltmör sammanflätade globala värdekedjorna ha bidragit till den starka samvariationen, men det är också tydligt att länderna under de senaste decennierna har påverkats av stora gemensamma störningar. Figur 1 visar hur perioden domineras av den globala finanskrisen 2008, då samtliga ekonomier drabbades av en djup och utdragen nedgång, samt av svängningarna kring pandemin 2020.⁶ Även bortsett från dessa episoder syns tydliga samvariationer mellan länderna. Till exempel började konjunkturen att försvagas snabbt kring millennieskiftet efter inbromsningen i IT-sektorn och terrorattackerna i USA. Mycket tyder alltså på att de större störningar som har påverkat den svenska ekonomin de senaste 25 åren har varit globala och liknat de störningar som påverkat andra länder.

5 Nya Zeeland är ett undantag med tydligt lägre korrelation än övriga länder. I tabellen visas volatilitet och korrelation baserade på HP-filtrerade kvartalsdata, men bilden blir liknande om man i stället utgår från OECD:s bedömda BNP-gap i årsdata. HP-filtrering är en metod som delar upp en tidsserie i trend och avvikelse från denna. BNP-gapet beräknas således här som BNP:s procentuella avvikelse från trenden.

6 Nedgången under andra kvartalet 2020 blev mycket djup i vissa länder. För att behålla en användbar vertikal skala i figur 1 är det kvartalet uteslutet.

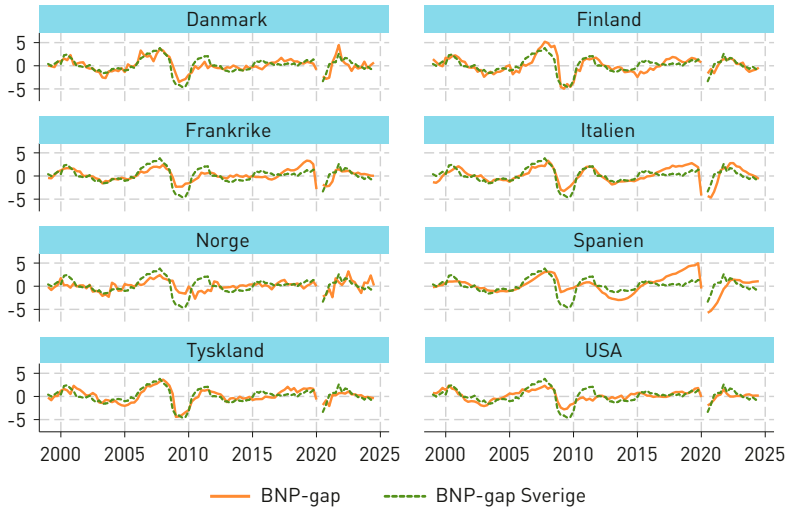
Tabell 2 Volatilitet och samvariation över konjunkturen,
1999:kv1–2024:kv3

	Volatilitet				Samvariation		
	BNP-gap	BNP	Konsum-tion	Syssel-sättning	Sverige	Tyskland	USA
Euroländer							
Belgien	1,7	1,9	2,0	0,7	0,79	0,78	0,76
Finland	1,9	2,7	1,9	1,6	0,79	0,89	0,68
Frankrike	2,0	2,2	1,9	1,0	0,69	0,84	0,73
Italien	2,4	2,9	2,8	1,5	0,71	0,80	0,58
Nederländerna	1,8	2,2	2,4	1,3	0,69	0,80	0,58
Portugal	2,5	3,0	2,9	2,3	0,47	0,59	0,43
Spanien	2,8	3,4	3,6	3,4	0,52	0,63	0,51
Tyskland	1,8	2,1	2,0	1,2	0,80	1,00	0,66
Österrike	2,1	2,4	2,1	1,3	0,68	0,78	0,64
	2,1	2,5	2,4	1,6	0,68	0,79	0,62
Andra länder							
Sverige	1,8	2,2	2,1	1,4	1,00	0,80	0,76
Danmark	1,6	2,1	2,2	1,5	0,76	0,76	0,77
Kanada	1,7	2,0	2,0	2,3	0,66	0,73	0,77
Norge	1,3	1,3	2,6	1,3	0,48	0,52	0,58
Nya Zeeland	1,6	1,8	2,1	1,6	0,27	0,24	0,29
Schweiz	1,5	1,7	1,2	1,1	0,71	0,80	0,68
Storbritannien	2,8	3,2	3,8	0,9	0,66	0,71	0,72
USA	1,4	1,7	1,9	2,5	0,76	0,66	1,00

Anm.: Tabellens första kolumner visar standardavvikelser för BNP-gap (procentuell avvikelse från trend), BNP och privat konsumtion (fyra kvartals rullande procentuell årlig tillväxt) samt antal sysselsatta (procentuell förändring jämfört med motsvarande kvartal föregående år). De tre sista kolumnerna visar korrelationen mellan BNP-gapen i respektive länder. BNP-gapen är beräknade som procentuell avvikelse från HP-filtrerad trend för 1990kv1–2024kv4 (2020kv2 exkluderades i beräkningen av korrelationen).

Källa: Egna beräkningar baserade på OECD EO 2024:2.

Figur 1 BNP-gap, procent av potentiell BNP



I princip kan ekonomiernas starka samvariation vara en följd av att den ekonomiska politiken framgångsrikt har motverkat de landspecifika störningar som har drabbat länderna.⁷ En annan, men liknande, förklaring skulle kunna vara att växelkurserna har rört sig på ett sådant sätt att de landspecifika konjunkturerna har blivit mer synkroniserade.

Jag återkommer nedan till frågorna kring hur den svenska ekonomiska politiken har avvikit från den i övriga Europa liksom till hur kronan har utvecklats under tidsperioden. Innan dess vill jag dock notera att farhågorna kring de stabiliseringspolitiska problem som följer av att tillhöra en valutaunion inte kan avfärdas utifrån de europeiska erfarenheterna. De inledande kolumnerna i tabell 2 visar att euroländernas ekonomier i genomsnitt har varit lite mer volatila än övriga ekonomier. Detta gäller särskilt Italien, Portugal och Spanien, det vill säga länder som drabbades hårt under den europeiska skuldkrisen. Variationen mellan euroländerna är dock stor och flera länder uppvisar konjunk-

7 För att ta hänsyn till detta kan man som Calmfors i kapitel 6 uppskatta hur BNP-gapen skulle ha utvecklats utan aktiv finanspolitik. För att isolera de landspecifika störningarna skulle man dock även behöva ta hänsyn till penningpolitiken och de automatiska stabilisatorerna samt hur allt detta har påverkat ekonomierna över tid.

tursvängningar i samma storleksordning, eller mindre, än de svenska. För att förstå betydelsen av Sveriges val att stå utanför valutasamarbetet behövs en noggrannare granskning av hur ekonomierna har utvecklats och vilka störningar de har utsatts för.

2.3 Den svenska penningpolitiken har liknat euroområdet

Figur 2a visar att Riksbankens styrränta har utvecklats ungefär på samma sätt som ECB:s under perioden 1999–2025. Korrelationen mellan de två räntorna är 0,96 och räntan var i genomsnitt 1,7 procent i Sverige jämfört med 1,5 procent i euroområdet. Den mest påtagliga skillnaden syns just efter finanskrisen då Riksbanken höjde styrräntan tidigare och snabbare än ECB.

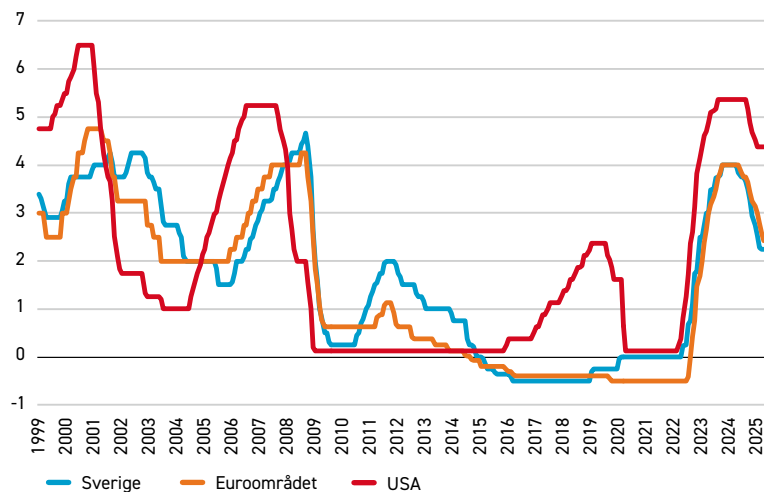
Under perioden har många centralbanker tidvis använt tillgångsköp som ett komplement till styrräntan. Riksbankens användning även av sådan penningpolitik har liknat ECB:s (se figur 2b). Båda centralbankerna lanserade program för tillgångsköp under första halvåret 2015 då respektive styrränta hade sänkts till negativ nivå. Och båda centralbankerna utökade sina tillgångsköp i samband med pandemin 2020.

Tillgångsköpen inom euroområdet har emellertid varit ungefär dubbelt så omfattande (i förhållande till ekonomiernas storlek) som Riksbankens. Som medlem i valutaunionen skulle Riksbanken således ha behövt göra mer omfattande tillgångsköp. Flera faktorer talar dock för att mer omfattande tillgångsköp inte skulle ha medfört en tydligt annorlunda konjunkturutveckling i Sverige. För det första tyder mycket på att tillgångsköp under normala tider inte har särskilt stora makroekonomiska effekter i Sverige.⁸

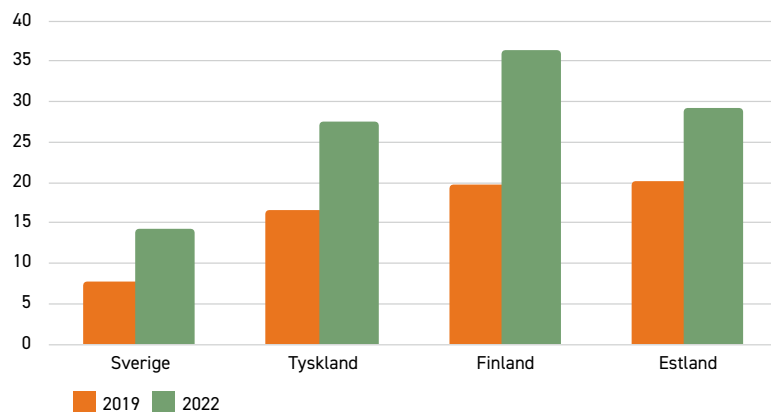
⁸ Se Flodén (2022).

Figur 2 Penningpolitiken i Sverige och omvärlden

(a) Styrräntor, procent



(b) Tillgångsinnehav, procent av BNP



Anm.: Euroområdets styrränta avser refinansieringsräntan till och med 2008 och inlåningsräntan från 2015 samt ett genomsnitt av de två räntorna för 2009–2014. Den amerikanska styrräntan avser från december 2008 mittpunkten i centralbankens målintervall. Penningpolitiskt motiverade tillgångsinnehaven enligt bokfört värde.

Källor: Riksbanken, BIS, FRED samt egna beräkningar (panel a). Egna beräkningar baserat på respektive centralbanks årsredovisningar samt Eurostat (panel b).

För det andra var de mer begränsade tillgångsköp som Riksbanken genomförde under pandemins inledning – då finansmarknaderna fungerade dåligt – tillräckligt stora för att stabilisera marknaderna.

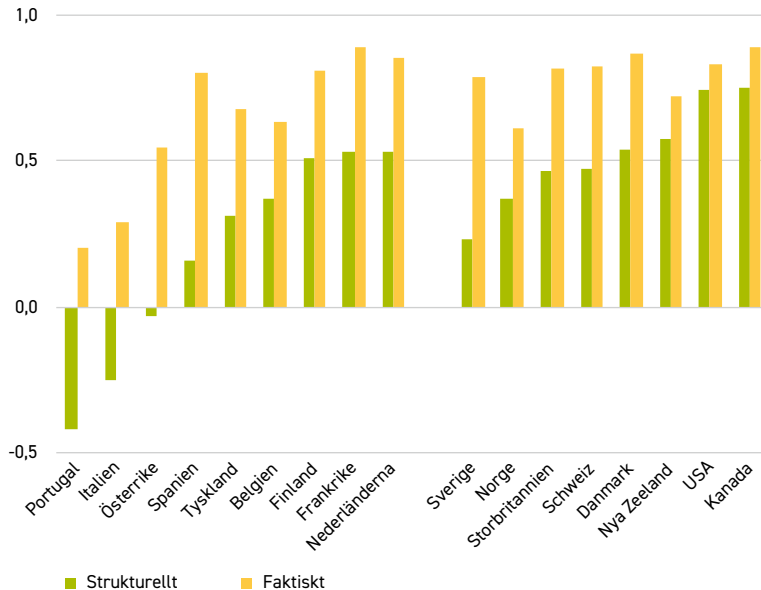
För det tredje är utbudet av svenska statsobligationer litet, på grund av den förhållandevis låga statsskulden. Riksbankens köp av statsobligationer hade därför inte kunnat vara särskilt mycket större än de köp som genomfördes fram till pandemins utbrott. Situationen hade därför kunnat bli liknande den som Estlands centralbank har stått inför. Deras tillgångsköp domineras av obligationer utgivna av internationella organisationer eftersom utbudet av estniska statspapper är mycket begränsat. Sådana köp har förmodligen en obetydlig effekt på konjunkturläget i hemlandet.

2.4 Tydligare skillnader i finanspolitiken

I en valutaunion förväntas finanspolitiken få en större roll i konjunkturpolitiken. En förutsättning för att stabiliseringspolitiken ska bli lyckad är dock att de offentliga finanserna är tillräckligt starka för att finanspolitiken ska kunna göras mer expansiv under en lågkonjunktur utan att stimulansen motverkas av stigande obligationsräntor. Som jag påpekade inledningsvis lyfte EMU-utredningen (1996) fram detta som ett argument mot en svensk euroanslutning eftersom den svenska ekonomin då fortfarande präglades av 1990-talets ekonomiska kris. Förutsättningarna att bedriva en mer aktiv konjunkturlös finanspolitik är idag bättre eftersom de offentliga finanserna nu är starka. På den här punkten har alltså förutsättningarna för en svensk anslutning till euron förbättrats (se kapitel 6 av Calmfors för en utförligare diskussion).

Figur 3 indikerar att den oro som lyftes fram i EMU-utredningen kan ha praktisk relevans. Det finansiella sparandet har visserligen varit mer volatilt (finanspolitiken har varit mer ”aktiv”) i euroländerna än i Sverige. Men figuren visar att det strukturella sparandet har varit negativt korrelerat med BNP-gapet i flera av de euroländer där volatiliteten varit hög. Detta kan tolkas som att finanspolitiken i de länderna har varit procyklisk, det vill säga att länderna har behövt strama åt finanspolitiken under konjunktturnedgångar. I så fall har finanspolitiken bidragit till större konjunktursvängningar snarare än att motverka landspecifika störningar, som inte hanteras av den gemensamma penningpolitiken.

Figur 3 Offentlig sektors primära finansiella sparande över konjunkturen



Anm.: Figuren visar korrelationen mellan årsdata för den offentliga sektorns primära finansiella sparande och BNP-gapet. En positiv korrelation innebär att finanspolitiken stramas åt i högkonjunktur och så vidare. Det strukturella, eller konjunkturjusterade, sparandet utgörs av det faktiska sparandet rensat för automatiska stabilisatorer.

Källa: OECD EO 2024:2.

3 Kronans utveckling

Utöver den penningpolitiska frihet som följer av en rörlig växelkurs brukar ytterligare en fördel lyftas fram, nämligen att förändringar i växelkursen kan motverka störningar som annars påverkar konjunkturen eller leder till obalanser i handeln med omvärlden.⁹ Erfarenheten har dock visat att växelkurser är mycket volatila och rör sig av många anledningar. Det är därför inte självklart att rörelser i växelkursen bidrar till att stabilisera ekonomin.

⁹ De här argumenten går tillbaka åtminstone till Milton Friedmans (1953) klassiska bidrag. Se Tavlas (2024) för en nutida sammanfattning.

3.1 Kronan har, liksom andra valutor, varit volatil

Figur 4 visar att kronans nominella värde mot euron har varit volatilt samt att kronan under det senaste dryga decenniet har blivit allt svagare. Tabell 3 visar dock att kronans volatilitet inte är anmärkningsvärd jämfört med andra valutor som flyter fritt.¹⁰ Kronan har i själva verket varit mindre volatil än till exempel den kanadensiska dollarn och det brittiska pundet. Däremot har kronans reala, det vill säga inflationsjusterade, växelkurs uppvisat en starkare deprecieringstrend än de övriga valutorna.¹¹

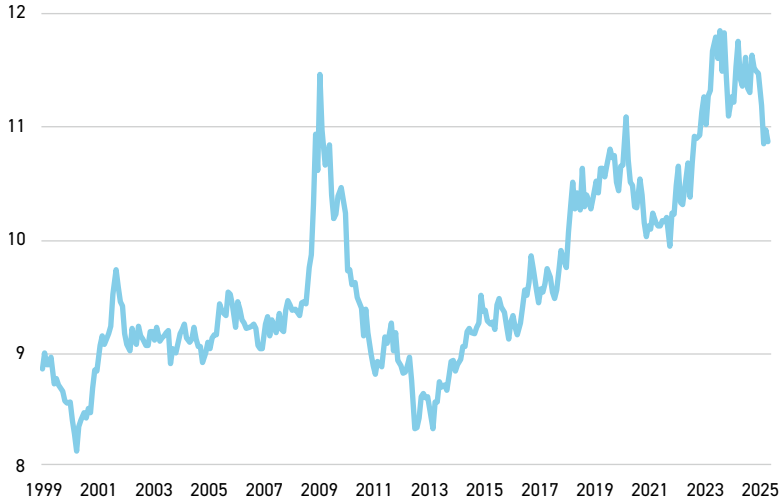
Några perioder sticker ut med särskilt stora kronrörelser. Under den snabbaste uppbyggnadsfasen av IT-bubblan, från inledningen av 1999 till toppen i april 2000, stärktes kronan mot euron med drygt tio procent samtidigt som Stockholmsbörsen steg med 90 procent. När börsen sedan tappade mer än halva värdet, föll kronan mot euron och var i september 2001 svagare än i utgångsläget (se figur 5a). Eftersom IT-sektorn var stor i Sverige kan man möjligen tolka nedgången i den sektorn som en större chock för den svenska ekonomin än omvärldens. Börsutvecklingen i Sverige var dock inte exceptionell. Börserna föll kraftigt i många länder och i Finland, där Nokia dominerade börsindexet, var både uppgången och fallet större. Trots avsaknaden av en valuta som stötdämpare blev konjunkturutvecklingen i Finland inte sämre än i Sverige (se figur 5b).

10 Att de reala växelkurserna i euroområdet samt den danska kronan uppvisar en förhållandevis låg volatilitet förklaras av att länderna har samma valuta (eller fast växelkurs) och dessutom handlar mycket med varandra. De handelsviktade växelkurserna blir därför mycket stabila (det gäller såväl nominella som reala växelkurser).

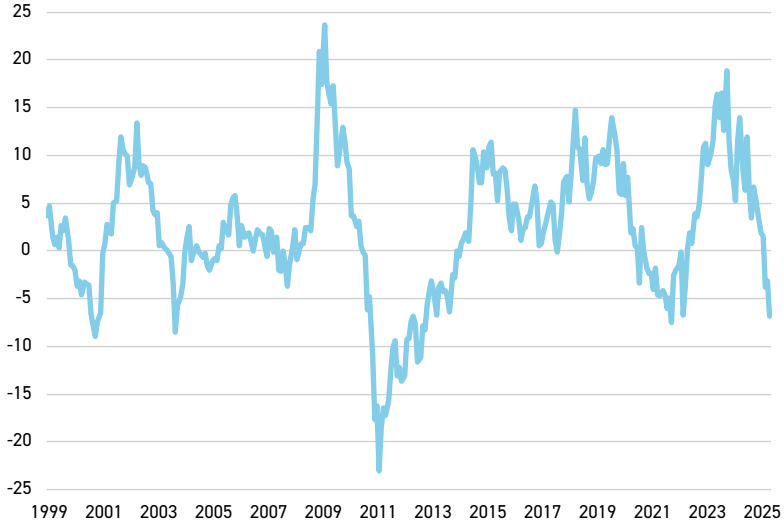
11 I avsnitt 3.2 nedan reser jag dock frågetecken kring om måttet på den reala växelkursen är rättvisande.

Figur 4 Kronans växelkurs mot euron

(a) Kronor per euro



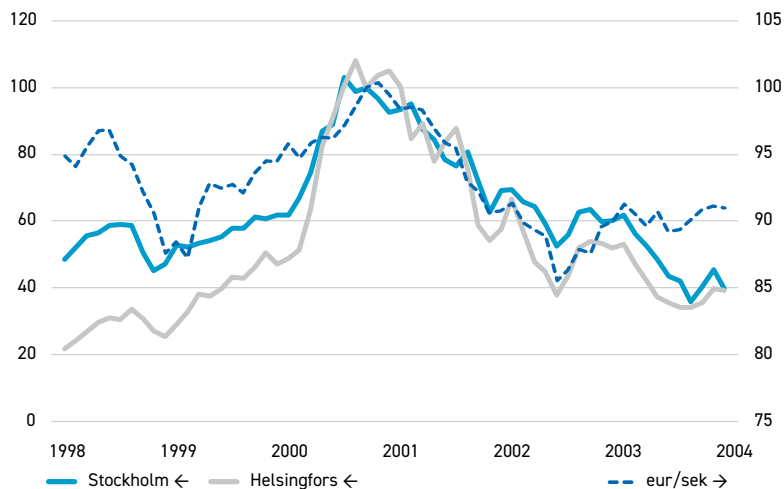
(b) Kronans depreciering mot euron, procent



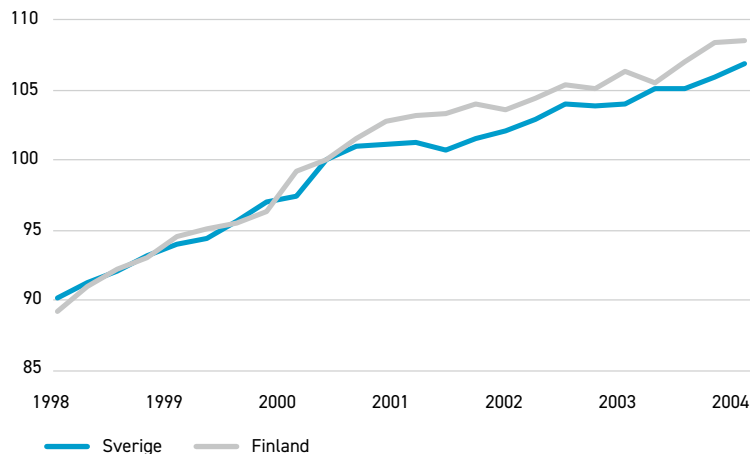
Anm.: Månadsdata, sista observation är maj 2025. Den nedre panelen visar hur kronan har deprecierat (positiva värden) eller apprecierat (negativa värden) under en tvåårsperiod.
Källa: Riksbanken.

Figur 5 Finland och Sverige under IT-bubblan och efterföljande IT-krasch, 1998–2004

(a) Börsindex och kronan



(b) BNP



Anm.: Börsindex (vänster axel) för Stockholm ("All share") respektive Helsingfors ("OMX"), index april 2000 = 100. Växelkursen (höger axel) visas som index för euro per krona (högre värde innebär starkare krona), index april 2000 = 100. BNP volym, index 2000kv2 = 100.

Källor: Ekonomifakta, Finlands bank, Riksbanken samt OECD EO 2024:2.

Under den globala finanskrisen blev kronrörelserna ännu större. Från augusti 2008 till februari 2009 försvagades kronan med drygt 20 procent mot euron. Men kronan återhämtade sig snabbt fram till mitten av 2010, och kronförstärkningen fortsatte sedan fram till mitten av 2012 då kronan var drygt 10 procent starkare än före finanskrisen.

Flera förklaringar har lyfts fram till de stora rörelserna under den globala finanskrisen. För det första sänkte Riksbanken sin styrränta lite mer än den europeiska centralbanken, vilket till viss del kan ha bidragit till kronfallet.

För det andra brukar kronan i likhet med flera andra små valutor försvagas när den globala osäkerheten tilltar. Den här förklaringen styrks till viss del när man jämför kronans utveckling med andra valutor. Kronan försvagades ännu mer mot så kallade tillflyktsvalutor som den amerikanska dollarn, schweizerfrancen och den japanska yenen (nästan 60 procent!) medan kronan var förhållandevis stabil mot andra små valutor så som den norska kronan och den nyzeeländska dollarn.

Tabell 3 bekräftar den här bilden. De flesta fritt flytande valutorna uppvisar en positiv korrelation mellan valutans värde och landets BNP-gap. Med andra ord tenderar växelkursen att tappa i värde när landets konjunktur försvagas. Undantagen i tabellen är USA, euroområdet och Schweiz. Det är anmärkningsvärt att den svenska kronan har högst positiv korrelation av samtliga valutor i tabellen. På så sätt kan kronan ses som motsatsen till en tillflyktsvaluta.

Tabell 3 Växelkurser, 1999–2025

	Nominell växelkurs			Trend	
	Volatilitet 1 månad	Volatilitet 12 månader	Korrelation med BNP-gap	Real växelkurs	Bytes- förhållande
Euroländer					
Belgien	0,6	2,4	-0,06	-0,2	-0,2
Finland	0,7	3,0	-0,32	-0,3	-0,5
Frankrike	0,6	2,6	-0,02	-0,5	+0,0
Italien	0,6	2,6	-0,07	-0,2	-0,1
Nederländerna	0,7	2,9	-0,12	-0,1	-0,1
Portugal	0,3	1,3	-0,13	-0,1	+0,4
Spanien	0,5	2,2	-0,09	-0,1	-0,1
Tyskland	0,7	3,1	-0,16	-0,4	+0,1
Österrike	0,4	1,8	-0,18	-0,2	-0,2
	0,6	2,4	-0,13	-0,1	-0,1
Euroområdet	1,3	5,4	-0,10	-0,2	
Andra länder					
Sverige	1,3	5,2	+0,30	-1,2	-0,1
Danmark	0,6	2,7	-0,23	-0,2	+0,4
Kanada	1,5	6,2	+0,15	-0,0	+0,6
Norge	1,6	5,7	+0,03	-1,0	+1,6
Nya Zeeland	2,0	7,8	+0,14	-0,9	+1,2
Schweiz	1,3	4,4	-0,25	-0,1	-0,3
Storbritannien	1,4	5,6	+0,09	-1,0	+0,5
USA	1,2	5,5	-0,35	-0,2	+0,4

Anm.: Samtliga växelkurser avser handelsvägda index där ett högre värde innebär en appreciering. Växelkursens volatilitet baseras på månadsdata för nominellt växelkursindex (från BIS) och beräknas som standardavvikelsen för procentuell förändring per månad respektive 12-månadersperiod. Korrelationen med BNP-gap baseras på kvartalsdata (från OECD 1999kv1–2024kv3) och beräknas som korrelationen mellan procentuell förändring av växelkursen och procentenheters förändring av BNP-gap. BNP-gap enligt HP-filter. Trend avser tidstrend, procentuell årlig förändring. Real (inflationsjusterad) växelkurs enligt BIS-data, bytesförhållande (förhållandet mellan landets export- och importpriser) enligt OECD-data. Källor: Egna beräkningar baserade på Bank for International Settlements (BIS) och OECD EO 2024:2.

För det tredje drabbades de svenska bankerna hårt under finanskrisen på grund av sina exponeringar mot Baltikum. Investerare såg detta som en extra osäkerhetsfaktor för hela den svenska ekonomin. När osäkerheten kring baltländernas anslutning till euron avtog lättade också

trycket på den svenska kronan. Detta bidrog förmodligen till att kronan i stället stärktes snabbt under 2009 och 2010. Till detta kommer dels att krisen allt tydligare flyttade in i euroområdet i samband med den skuldskris som först drabbade Grekland men sedan även Italien, Spanien, Irland och Portugal, dels att Riksbanken började höja styrräntan tidigare och mer än andra centralbanker (se figur 2).

3.2 Gradvis försvagning av kronan

Efter de stora svängningarna 2008 till 2012 började kronan under 2013 att gradvis försvagas, en process som fortgick fram till 2023. Den här trendmässiga försvagningen är lite svårare att förklara. Bacchetta och Chikhani (2021) menar att försvagningen delvis kan förklaras av Riksbankens penningpolitiska beslut i kombination med kommunikation kring den önskade kronutvecklingen. Deras slutsats är ändå att en stor del av försvagningen inte fångas av typiska förklaringsfaktorer och att kronan var undervärderad när deras studie författades.

Även Riksbanken (2023) menar att kronförsvagningen till viss del kan förklaras av skillnader i penningpolitiken. Dessa kan dock inte förklara storleken på kronförsvagningen och inte heller den långa trenden. Riksbanken lyfter fram ett antal ytterligare tänkbara förklaringar, såsom svenskarnas stora flöden av pensionssparande till utlandet samt trendföljande beteende på finansmarknaderna.

Det är dock omtvistat hur mycket av den nominella försvagningen som även har varit en *real* försvagning av kronan. Enligt Eurostats HIKP-mått steg prisnivån i Sverige med 67 procent från december 1998 till januari 2025. Under samma period steg prisnivån med 68 procent i Tyskland enligt samma mått, och ungefär lika mycket i euroområdet som helhet (se tabell 4). Den här statistiken tyder alltså på att de nominella priserna har utvecklats snarlikt i Sverige och euroområdet, vilket i så fall innebär att kronans reala växelkurs har försvagats ungefär lika mycket som den nominella kursen.

Tabell 4 Ackumulerad prisökning enligt olika prismått, procent

	HIKP		PPP	
	1998–2025	2012–2023	1998–2025	2012–2023
Danmark	62	18	76	24
Finland	64	21	77	26
Frankrike	62	23	69	20
Norge	85	41	138	42
Sverige	67	29	107	44
Tyskland	68	29	68	29
USA	89	29	127	45
Euroområdet	72	25	75	23

Anm.: PPP-datan avser priser för privat konsumtion och anges i relativa nivåer men presenteras här som ett påslag på Tysklands HIKP-priser. '1998–2025' avser december 1998 till januari 2025. '2012–2023' avser december till december. Prisindex för USA har kompletterats med KPI-data för 1998:12–2001:12 samt 2024:12–2025:1. Euroområdet består av de faktiska euroländerna i HIKP-kolumnerna men de ursprungliga elva länderna i PPP-kolumnen.

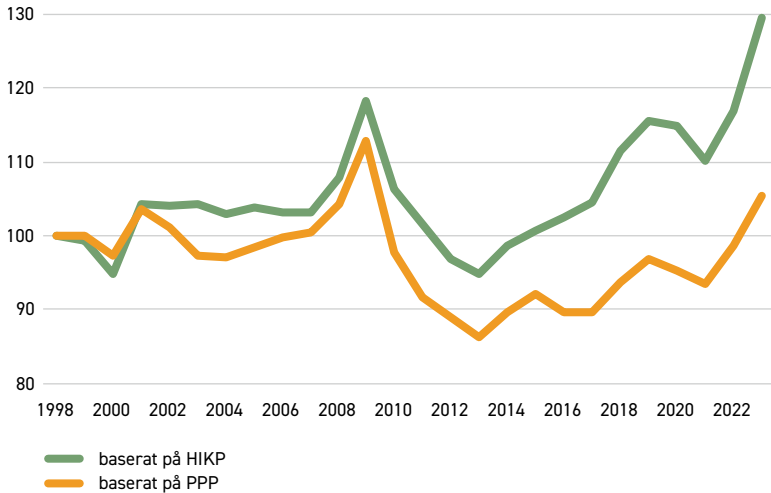
Källa: Egna beräkningar baserat på Eurostats HIKP- och PPP-data. KPI för USA från St. Louis FRED.

Tyskland (2020) visar dock att inflationsstatistiken så som den beräknas i KPI- och HIKP-måtten i högre utsträckning har tagit hänsyn till kvalitetsförbättringar i Sverige än i övriga Europa.¹² Bilden blir väldigt annorlunda om man i stället utgår från Eurostats och OECD:s undersökningar av prisskillnader mellan länder, den så kallade PPP-statistiken.¹³ Enligt den ökade konsumentpriserna 23 procent mer i Sverige än i Tyskland från 1998 till 2023! Det skulle innebära att den reala kronkursen endast försvagades med några procent mot euron under tidsperioden trots att den nominella försvagningen var 29 procent (se figur 6).

12 Hansson (2023) visar ytterligare indikatorer, till exempel löneutvecklingen, på att inflationen har varit högre i Sverige än euroområdet.

13 KPI- och HIKP-måtten följer priset på en representativ konsumtionskorg i respektive land över tiden. PPP-statistiken jämför i stället priset på liknande varor och tjänster i olika länder vid en given tidpunkt. Deaton och Heston (2010) beskriver hur PPP-statistiken tas fram och hur den kan användas. De avslutande kolumnerna i tabell 4 visar att bilden av inflationsutvecklingen relativt Tyskland blir väldigt annorlunda inte enbart för Sverige utan även för Norge och USA om den baseras på PPP-statistiken.

Figur 6 Real växelkurs mot Tyskland, 1998-2023, index



Anm.: Årsdata, index 1998 = 100. Den reala växelkursen är beräknad som *nominell växelkurs (kronor per euro) x svensk prisnivå/tysk prisnivå*. Ett högre värde innebär således en real kron-depreciering.

Källor: Egna beräkningar baserade på Eurostat.

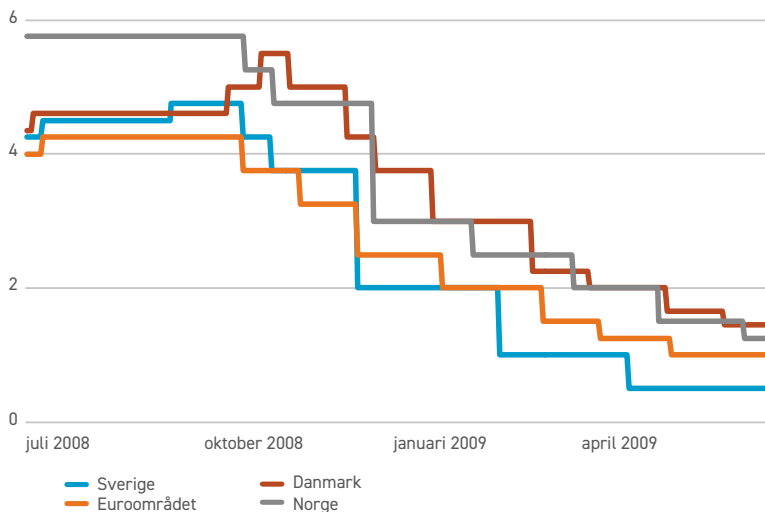
Om vi lutar på PPP-statistiken behöver även tolkningen av mycket annan statistik revideras. Det gäller bland annat de tillväxtsiffror som jag redovisade tidigare i kapitlet. Det är alltså angeläget att förstå de stora skillnaderna mellan de vanliga konsumentprisindexen och de PPP-baserade måtten, men att analysera detta ligger utanför arbetet i det här kapitlet. Jag tar därför inte ställning till vilka mått vi bör fästa störst vikt vid.

Bilden av de kortsiktiga förändringarna i den reala växelkursen påverkas dock inte av valet av inflationsmått. Det är tydligt att kronan deprecierade snabbt och kraftigt under slutet av 2008 och inledningen av 2009 samt att den sedan apprecierade lika snabbt och till ännu starkare nivåer till 2012. Låt oss undersöka den här tidsperioden lite närmare. Hur hade den svenska ekonomin utvecklats om Sverige varit ansluten till euron när den globala finanskrisen bröt ut?

4 Den globala finanskrisen 2008–09

Under finanskrisens inledning föll alltså den svenska kronan snabbt i värde mot euron. Detsamma gäller den norska kronan. Dessutom, vilket delvis kan förklara deprecieringen, sänkte de svenska och norska centralbankerna sina styrräntor mer och snabbare än ECB (se figur 7). Båda de här faktorerna bör ha bidragit till att dämpa de negativa effekterna av den globala finanskrisen i Sverige och Norge jämfört med euroländerna och Danmark.

Figur 7 Styrräntor under den globala finanskrisen, procent



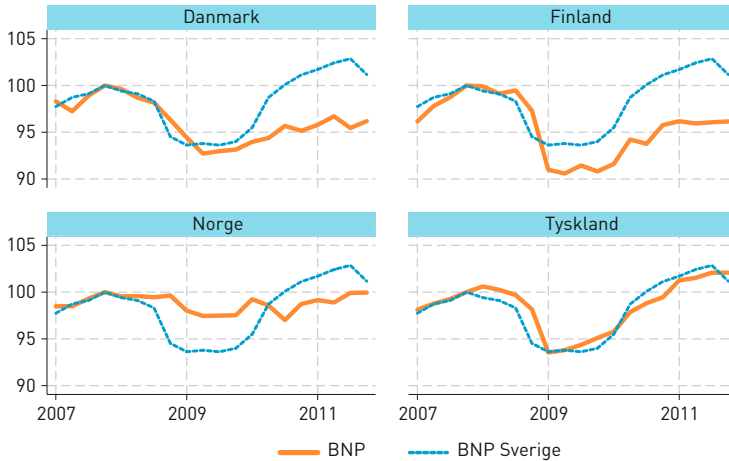
Anm.: Euroområdets styrränta avser refinansieringsräntan. Den danska styrräntan avser certifikatsräntan.

Källa: BIS.

Figur 8 bekräftar att konjunkturedgången blev lindrigare, och framför allt kortare, i Sverige och Norge än i de andra nordiska länderna. Den svenska utvecklingen liknar dock den tyska, så slutsatserna kring betydelsen av kronförsvagningen och den självständiga penningpolitiken ska inte dras alltför långt. Förmodligen anpassades dock den europeiska penningpolitiken i högre utsträckning efter förutsättningarna i

just Tyskland än förutsättningarna i mindre länder. Om man vill förstå hur den svenska ekonomin skulle ha utvecklats under finanskrisen som medlem av euroländerna är det mer intressant att jämföra med Danmark (med fast växelkurs mot euron) och Finland (euroland).

Figur 8 BNP under den globala finanskrisen, index



Anm.: BNP, volym, index 2007kv4 = 100.

Källa: OECD EO 2024:2.

4.1 Problem i danska banker

Konjunkturedgången i Danmark förstärktes förmodligen av att landets finansmarknad utsattes för stor stress under 2008. Flera små och medelstora banker hamnade på obestånd, bland annat som en följd av kraftigt fallande fastighetspriser. Trots att förtroendet för den danska växelkursregimen var mycket starkt i utgångsläget medförde detta att det uppstod valutautföden. För att försvara den danska kronans fasta kurs mot euron behövde Danmarks Nationalbank därför strama åt penningpolitiken med räntehöjningar under september och oktober 2008.¹⁴ Såväl problemen i banksektorn som den förhållandevis strama

¹⁴ Se Danmarks Nationalbank (2008).

penningpolitiken bidrog rimligen till att den danska nedgången blev mer utdragen än den svenska.

Även de svenska finansmarknaderna drabbades hårt under 2008, bland annat eftersom flera av storbankerna hade omfattande exponeringar i Baltikum. Det är troligt att den svenska kronan också skulle ha blivit ifrågasatt om Sverige i likhet med Danmark hade haft en fast växelkurs mot euron. I så fall hade även Riksbanken behövt höja styrrentan mitt under krisen för att försvara den fasta växelkursen. Mot bakgrund av den svenska historiken med devalveringar och deprecieringar skulle sannolikt de svenska räntehöjningarna ha behövt bli mer omfattande än de danska. I stället för hjälp från en försvagad krona skulle den svenska ekonomin i så fall ha drabbats av en stramare penningpolitik. Rimligen skulle då konjunkturen, och kanske även banksystemet, ha påverkats mer negativt.

4.2 Stor nedgång i tillverkningsindustrin i både Finland och Sverige

De finska och svenska ekonomierna delar många egenskaper såväl på arbetsmarknaden som i industristruktur. Till exempel har båda ekonomierna en stor andel tillverkningsindustri som producerar investeringsvaror för export. Det stora fallet i global efterfrågan under finanskrisen slog därför inledningsvis hårt mot de finska och svenska ekonomierna trots att krisens ursprung låg utanför dessa länder.

Finland och Sverige har dock olika växelkursregimer. Baserat på data och prognoser tillgängliga under 2009 undersökte Gylfason med flera (2010) om Sverige gynnades, på Finlands bekostnad, av kronförsvagningen under krisens inledning. De menade att fördelarna av kronförsvagningen föreföll vara begränsade. Med en längre historik av datautfall ser dock utvecklingen för den svenska ekonomin ljusare ut. BNP-fallet i Finland under 2009 blev betydligt större än prognoserna i realtid indikerade, medan fallet blev något mindre än väntat i Sverige.¹⁵ Dessutom blev återhämtningen i Sverige under 2010 betydligt starkare än i Finland.

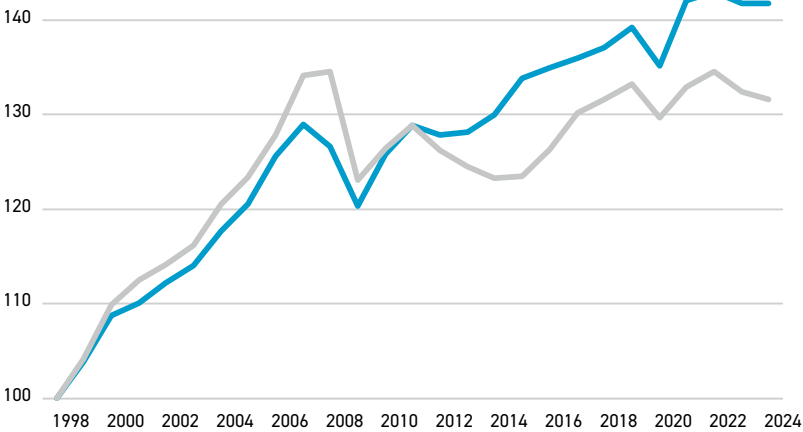
¹⁵ Sommaren 2009 var OECD:s prognos att BNP under 2009 skulle falla med 4,7 procent i Finland och 5,5 procent i Sverige. Fallet blev 8,1 procent i Finland och 4,2 procent i Sverige.

Det är ändå svårt att belägga att kronförsvagningen förklarar den här skillnaden. Till exempel blev fallet i såväl export- som importvolymerna under 2009 marginellt mindre än realtidsprognoserna indikerade i båda länderna. Inte heller en granskning av utvecklingen i olika sektorer visar en tydlig koppling till växelkursen. Tillverkningsindustrin lyfts ofta fram som mest utsatt för internationell konkurrens och därmed känslig för förändringar i växelkursen. Denna sektor stod för en betydande andel av BNP-fallet i båda länderna, men en större andel i Sverige än i Finland. I Finland bidrog även byggandet och den inhemska handeln tydligt till nedgången.

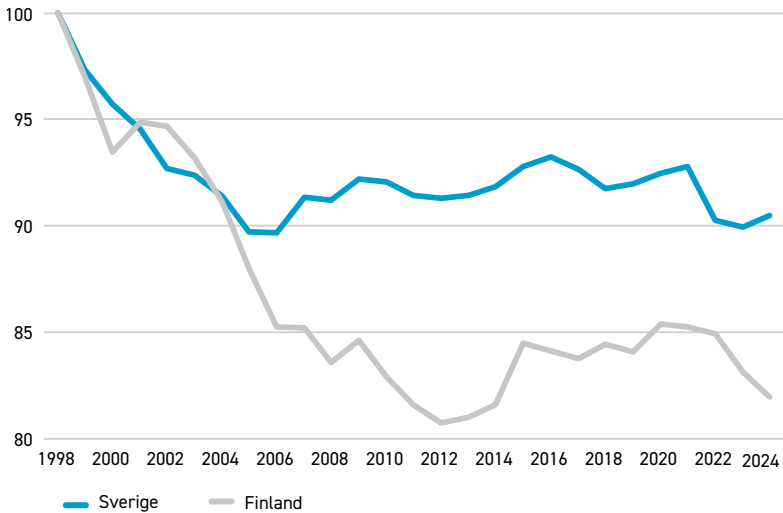
Vissa tecken på kronförsvagningens betydelse kan ändå identifieras. Det gäller särskilt massa- och pappersindustrin där fallet blev större i Finland än i Sverige. Förädlingsvärdet i sektorn föll med mer än 40 procent i Finland från 2007 till 2009. Trots att sektorn endast utgjorde omkring 3 procent av landets BNP förklaras 1,1 procentenheter av BNP-fallet under finanskrisen av nedgången där. Man kan misstänka att den svaga kronan hade stor betydelse för den här utvecklingen eftersom liknande massa- och pappersprodukter exporteras från Sverige och Finland.

I Finland fortsatte ekonomin att utvecklas svagt under åren efter den globala finanskrisen (se figur 9a). Den svaga utvecklingen brukar tillskrivas fler faktorer än de konjunkturrella störningarna under själva krisen, främst en nedgång inom telekomindustrin med särskild koppling till Nokia, minskad efterfrågan på tryckpapper på grund av digitaliseringen, den minskade exporten till Ryssland, en åldrande befolkning och strukturella problem på arbetsmarknaden. Figur 9b visar att det finska bytesförhållandet (förhållandet mellan landets export- och importpriser) dessutom hade försämrats kraftigt under decenniet fram till finanskrisen.

Figur 9 Finland och Sverige under finanskrisen, index
(a) BNP per capita



(b) Bytesförhållande



Anm.: BNP per capita, volym, index 1998 = 100. Bytesförhållande (förhållandet mellan landets export- och importpriser), index 1998 = 100.
Källa: OECD EO 2024:2.

Ibland lyfts den här episoden i Finland fram som ett exempel på en landspecifik störning som hade varit enklare att hantera med en rörlig växelkurs.¹⁶ Detta kan stämma men det är svårt att kvantifiera hur stor skillnaden skulle ha blivit med en annan finsk växelkursregim. Penningpolitiken skulle knappast ha blivit avsevärt mer expansiv eftersom ECB:s penningpolitik redan var mycket expansiv. En svagare valuta skulle ha underlättat, men den finska ekonomin skulle fortfarande ha behövt genomgå en svår omställning till ett minskat beroende av såväl Nokia som export till Ryssland.

4.3 Sverige gynnades av kronfallet 2008–09

En variabel som tydligt gynnades av kronans fall under den globala finanskrisen är inflationen. I många länder blev man överraskad av att inflationsfallet 2009–2010 var förhållandevis litet trots det stora fallet i ekonomisk aktivitet.¹⁷ Inflationen föll ändå till nivåer under inflationsmålen i de flesta länderna, men Sverige var ett undantag då inflationen låg nära målet under 2009 (se figur 10). Att inflationen blev högre i Sverige trots ett ganska stort fall i den ekonomiska aktiviteten måste rimligen förklaras av att den svaga kronan höll inflationen uppe med hjälp av stigande importpriser.

Utifrån traditionell ekonomisk teori var det inte självklart att kronan skulle falla under den globala finanskrisen eftersom krisen hade sitt ursprung utanför Sverige. Kronan har dock ofta fallit när det globala stämningsläget försämrats och aktörer på finansmarknaderna velat hålla likvida tillgångar i de stora valutorna. En kronförsvagning i sådana situationer kan upplevas som en välkommen hjälp. Under finanskrisen bidrog den svaga växelkursen förmodligen till att fallet i svensk BNP blev något mindre än det annars hade blivit, men min datagenomgång tyder på att konjunkturreffekterna trots allt var begränsade. Under finanskrisen bidrog den svaga kronan dessutom till att det blev enklare för Riksbanken att hålla inflationen nära målet.

16 Man kan också mena att den svenska krondepreciering var en del av den störning som drabbade den finska ekonomin, och att Finland hade kunnat hantera episoden bättre om Sverige hade haft euron som valuta.

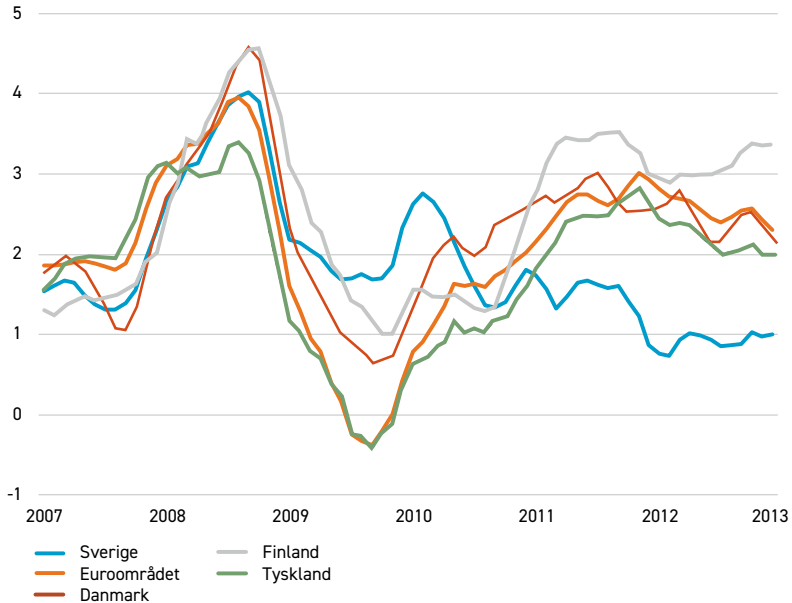
17 Se Internationella valutafonden (2013) samt Coibon och Gorodnichenko (2015).

Man ska dock ha i åtanke att kronförsvagningen under finanskriser kan vara ett symtom på ett faktiskt problem. Många aktörer behöver säkra och likvida tillgångar under en finanskris. Likviditet i amerikanska dollar brukar vara särskilt eftertraktad men även andra så kallade reservvalutor blir mer användbara under en finanskris. Under den globala finanskrisen lyckades Riksbanken med hjälp av andra centralbanker tillhandahålla dollarlikviditet till de svenska bankerna. Det är emellertid inte självklart att sådana samarbeten kommer till stånd vid framtida kriser. Banker inom valutaunionen gynnas då dels av att euron är en mer användbar valuta under kriser, dels av att ECB, till skillnad från Riksbanken, har tillgång till dollar via ett samarbete med den amerikanska centralbanken.

I det här avsnittet har jag visat att den svenska ekonomin under den globala finanskrisen gynnades av att kronan försvagades. Nedgången i konjunkturen dämpades och inflationen höll sig närmare målet än i jämförbara länder. Men fördelarna för den svenska ekonomin verkar ha varit begränsade. Det är också viktigt att inse att dessa vinster uppstod på andra länders bekostnad. De positiva konjunkturreffekterna uppkom som en följd av att svensk konkurrenskraft förbättrades relativt grannländer som Finland. Detta skedde alltså i ett läge när även den finska ekonomin drabbades hårt av krisen. Och de positiva inflations-effekterna uppstod då den svaga kronan pressade ner andra länders importpriser i ett läge när deras inflation var problematiskt låg.¹⁸

18 När jag i andra sammanhang lyft fram en liknande problematik med en svag svensk krona, har jag ibland mötts av motargumentet att Sverige är så litet att effekten på andra länders inflation blir obetydlig. Det stämmer förstås, men samtidigt bör man betänka att en liten effekt för många människor (i omvärlden) i välfärdstermer bör bli ungefär lika stor som en stor effekt för ett litet antal människor (i Sverige).

Figur 10 Inflationen under den globala finanskrisen, procent



Anm.: Tre månaders glidande medelvärde av tolv månaders förändringstakt i HIKP.
Källa: Eurostat.

5 Kronan och penningpolitiken 2009–2024

Att effekterna av den svaga kronan blev begränsade kan till stor del bero på att kronan snabbt återhämtade sig under 2009 och 2010. Den stärktes från en kurs kring 11,50 mot euron i februari 2009 till 9,50 när Riksbanken började höja styrräntan i slutet av juni 2010 och sedan till 9,00 vid slutet av 2010. Kronan var då *starkare* än vid krisens utbrott.

Trots att kronan stärktes och penningpolitiken stramades åt, förblev tillväxten i den svenska ekonomin förhållandevis god under 2010 och 2011 (se figur 8). Växelkursen fick däremot återigen genomslag

på inflationen. I andra länder började inflationen att stiga mot tvåprocentmålen. I Sverige började inflationen i stället falla ner under målet.

5.1 Kronan fick gradvis en alltmer framträdande roll

Att Riksbanken höjde styrräntan tidigare och mer än andra centralbanker under den här perioden var kontroversiellt.¹⁹ De främsta motiven bakom räntehöjningarna var den förhållandevis snabba tillväxten. Man ville ”normalisera” penningpolitiken i takt med att resursutnyttjandet återhämtade sig efter den djupa nedgången 2008 och 2009. Kronan förefaller ha spelat en mycket nedtonad roll för Riksbankens bedömningar under 2010; den framåtblickande inflationsprognosen följde nära prognosen för inflationen i euroområdet.²⁰ Det är lätt att tänka sig att den gynnsamma inflationsutvecklingen under 2009 medförde att man inte fokuserade tillräckligt på hur kronan hade bidrag till att upprätthålla inflationen.

I takt med att inflationen föll under inflationsmålet fick växelkursen en gradvis större vikt i den penningpolitiska analysen. Flera penningpolitiska rapporter under 2011 och 2012 analyserade alternativscenarier där en starkare krona medförde problematiskt låg inflation. En fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli 2012 konstaterade att kronans växelkurs var en viktig anledning till att inflationen hade blivit lägre i Sverige än euroområdet (Riksbanken 2012).

Växelkursens betydelse lyftes fram ännu tydligare när penningpolitiken under 2014 och 2015 fick ett större fokus på att få inflationen tillbaka upp till målet.²¹ Risken att kronan skulle stärkas framhölls regelbundet som ett problem för penningpolitiken och Riksbanken pekade hela tiden på förhållandet mellan svensk och europeisk penningpolitik.

19 Räntehöjningarna möttes också genomgående av reservationer från vissa ledamöter i Riksbankens direktion.

20 Se till exempel den penningpolitiska rapporten och protokollet från det penningpolitiska mötet 30 juni 2010 (Riksbanken 2010a, 2010b). I rapporten finns den tydligaste växelkursanalysen i ett alternativscenariot där skuldkrisen i Europa förvärras, men i scenariot *försvagas* kronan på grund av den ökade internationella osäkerheten, vilket bidrar till att stabilisera inflationen i Sverige.

21 Allra tydligast illustreras detta av den kommunikation kring beredskap att interвенера på valutamarknaden som inleddes i januari 2016 (se Riksbanken 2016).

Trots den här oron fortsatte kronan att försvagas vilket bidrog till att inflationen steg och hamnade nära målet från 2017 fram till pandemins utbrott.²² I flera euroländer, som alltså inte gynnades av en försvagad valuta, förblev inflationen låg under den här perioden trots en fortsatt mycket expansiv penningpolitik (se figurerna 11a och 2a).

Gynnades den svenska ekonomin av att ha en rörlig valuta under den här perioden? Den svenska inflationen skulle sannolikt ha blivit lägre under dessa år om Sverige hade haft euron som valuta, men detta hade inte nödvändigtvis varit ett problem. Riksbanken oroades av den låga svenska inflationen under mitten av 2010-talet eftersom inflationsmålets trovärdighet äventyrades. I en valutaunion finns dock ingen utfästelse kring enskilda länders inflation. Frågorna man bör ställa sig kring den här episoden är i stället (i) om den svenska ekonomin hade lidit av ett sämre nominellt ankare som medlem av valutaunionen och (ii) om det svenska konjunkturläget var i behov av stöd från en svag växelkurs. Svaren på dessa frågor är för mig inte självklara.

5.2 Problematisk kronförsvagning 2022–23 när inflationen steg

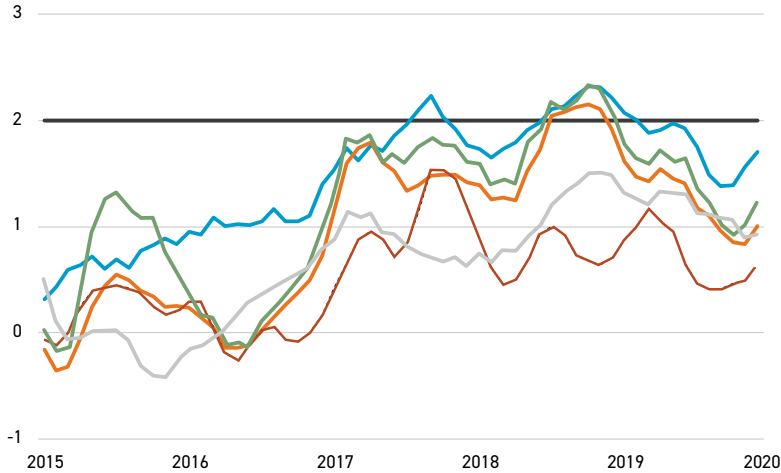
Kronan har fortsatt att få mycket uppmärksamhet de senaste åren. En anledning är att kronan fortsatte att försvagas utan tydlig anledning. Den svaga kronan har lyfts fram som ett problem för svensk ekonomi i bredare bemärkelse. Man har till exempel nämnt att svenska hushåll tappar i köpkraft, att importföretag missgynnas samt att exportföretag gynnas så mycket att strukturförändringar i svensk ekonomi uteblir.

En annan anledning är den kraftiga kronförsvagningen under 2022 och 2023. Kronan försvagades med 15 procent mot euron från slutet av 2021 till mitten av 2023, precis den period då inflationen steg till väldigt höga nivåer och penningpolitiken stramades åt snabbt i såväl Sverige som omvärlden.

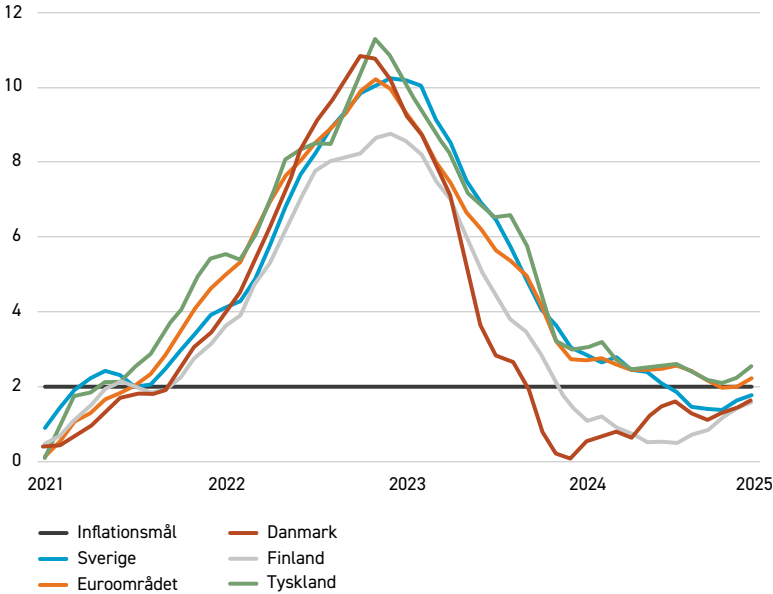
22 Corbo och Di Casola (2022) finner visserligen att exogena chocker till kronans växelkurs får stort genomslag på inflationen, men deras skattning är ändå att det var svensk penningpolitik som medförde att den svenska inflationen steg. Den sista datapunkten i deras studie är dock 2017kv2.

Figur 11 Episoder med låg respektive hög inflation

(a) Låg inflation, procent



(b) Hög inflation, procent

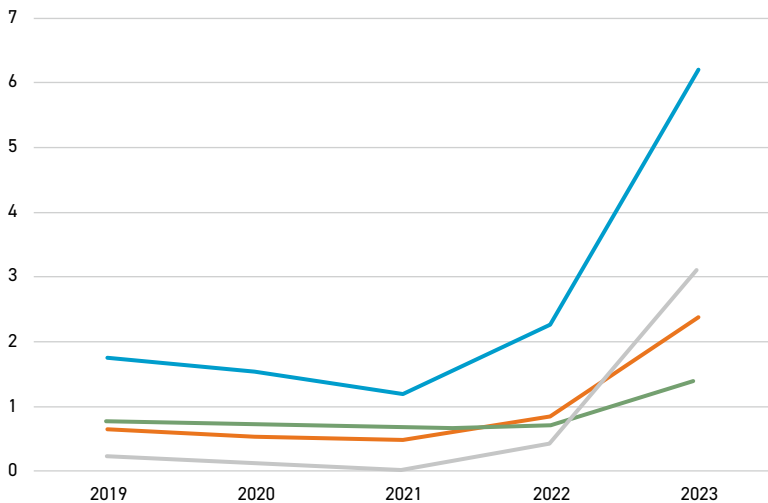


Anm.: Tre månaders glidande medelvärde av tolv månaders förändringstakt i HIKP, procent.
Källa: Eurostat.

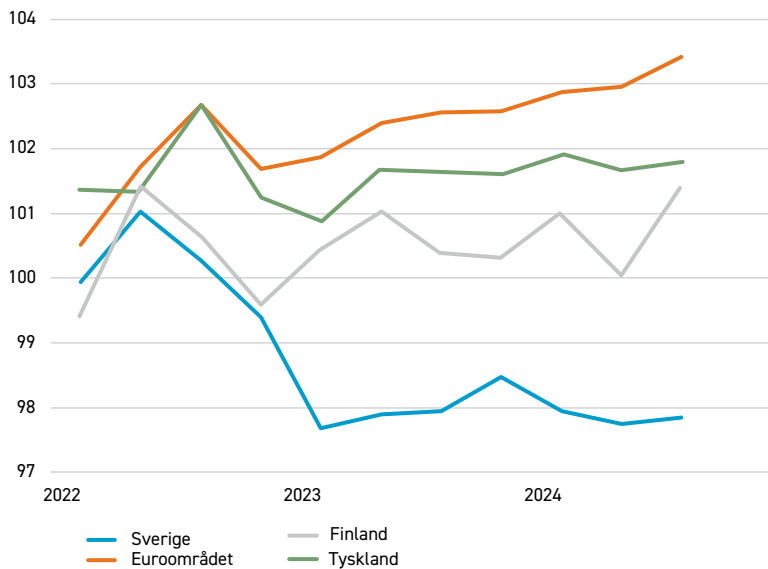
Även inflationsuppgången under denna episod var ett globalt fenomen (se figur 11b). Figur 2 visar att centralbankernas styrräntor höjdes ungefär samtidigt under 2022 och sedan har utvecklats på ett liknande sätt. Men en närmare granskning visar också att styrräntan höjdes mer i USA än i Europa och lite mindre i Sverige än i euroområdet. Detta kan delvis bero på att inflationsuppgången hade lite olika karaktär och styrka i de olika länderna, men även på att en förändring av styrräntan med en viss storlek får olika effekt i olika länder. I USA domineras såväl hushålls som företags upplåning av kontrakt med långa räntebindningstider. Förändringar i styrräntan får därför inte alls ett lika stort genomslag på hushållens kassaflöden som i Sverige. I stället verkar den amerikanska penningpolitiken i högre utsträckning via förväntningar på framtida räntor och via räntor på tillgångar med lång löptid. Euroområdet beskrivs bäst som ett mellanting mellan USA och Sverige då korta räntebindningstider är vanliga i vissa länder (till exempel Finland) medan långa löptider är vanliga i andra (till exempel Tyskland). Utöver korta räntebindningstider kännetecknas svenska hushåll av hög skuldsättning. Som figur 12 visar betyder detta sammantaget att räntehöjningarna fick ett stort genomslag på de svenska hushållens kassaflöden. I förlängningen bidrog detta sannolikt även till den mycket svaga utvecklingen för hushållens konsumtion.

Figur 12 Penningpolitikens genomslag, 2019–23

(a) Hushållens ränteutgifter (procent av disponibel inkomst)



(b) Hushållens konsumtion (index)



Anm.: Hushållens konsumtion avser volym, index 2021kv4 = 100.

Källor: Eurostat (panel a) och OECD EO 2024:2 (panel b).

Att Riksbanken höjde styrräntan mindre än ECB och Fed kan alltså bero på att ränteförändringar får ett snabbt och stort genomslag i den svenska ekonomin. Men att räntan höjdes mindre än i omvärlden bidrog sannolikt till kronfallet under den här perioden. Växelkursen försvårade på så sätt Riksbankens avvägning mellan inflationsbekämpning och konjunkturstabilisering. Trots den svenska ekonomins räntekänslighet behövde Riksbanken höja styrräntan nästan lika mycket som andra centralbanker. Riksbanken befarade att kronan annars skulle försvagas ännu mer och på så sätt bidra till en ännu högre inflation.

Ett centralt budskap i den makroekonomiska vetenskapen är att utbudsstörningar (störningar som samtidigt dämpar den ekonomiska aktiviteten och pressar upp priserna) är svåra att hantera. Centralbanker kan vid sådana störningar inte både stimulera konjunkturen och dämpa inflationen. Inflationsuppgången efter pandemin illustrerar att effekterna av en utbudsstörning blir särskilt problematiska om landet är mer räntekänsligt än omvärlden.

Episoden hade blivit besvärlig även om Sverige hade varit med i valutaunionen. Under den här perioden stramades ju penningpolitiken åt lite mer inom euroområdet än i Sverige. Visserligen skulle den svenska inflationen förmodligen ha blivit lite lägre som en följd av dels en avsevärt mindre växelkurseffekt, dels en stramare penningpolitik. Men den stramare penningpolitiken skulle ha dämpat konjunkturen ytterligare. Lärdomen av episoden är att det kan medföra problem om landets räntekänslighet avviker alltför mycket från grannländernas. Detta skapade problem under de senaste åren trots att Riksbankens penningpolitik i viss utsträckning kunde ta hänsyn till räntekänsligheten. För länder med gemensam valuta och penningpolitik kan avvikande räntekänslighet bli ännu mer problematiskt. Om Sverige väljer att övergå till euron skulle det vara önskvärt att försöka minska de svenska hushållens räntekänslighet.

6 Avslutande reflektioner

6.1 Eurosamarbetet har förbättrats men har fortfarande påtagliga brister

Inför övergången till euron 1999 uttryckte många ekonomer oro över de begränsningar som den gemensamma valutan skulle medföra för ländernas förmåga att hantera landspecifika störningar utan en egen penningpolitik och utan en växelkurs som kunde bidra till att jämna ut störningarnas effekter.

Det första decenniet efter eurons införande präglades av ett (bedrägligt) lugn. Tillväxten var förhållandevis hög och konjunkturen stabil. Även under den globala finanskrisens inledning föreföll euron bidra till fortsatt stabilitet. Men med start 2010 uppstod avsevärda spänningar i valutaunionen då marknaderna började kräva allt högre riskpremier på statsobligationer, först från Grekland och sedan från flera andra euroländer.

Orsakerna bakom den europeiska skuldkrisen var i hög utsträckning sådana faktorer som ekonomer hade varnat för under 1990-talet.²³ I en miljö med tilltagande optimism och förhoppningar om ekonomisk konvergens mot de rika euroländerna blev den gemensamma penningpolitiken alltför expansiv för flera euroländer liksom för kandidatländer med fast växelkurs. Detta resulterade bland annat i tilltagande underskott i ländernas handels- och bytesbalanser mot euroområdets kärnländer. I flera länder steg även löner och produktionskostnader snabbare än vad som kunde motiveras av faktiska produktivitetsökningar. Konkurrenskraften mot euroområdets kärnländer försvagades därmed. Länder med hög offentlig skuldsättning, som Grekland och Italien, hade inledningsvis gynnats av det låga ränteläge som följde av euromedlemskap. Nödvändiga strukturella reformer uteblev när det finanspolitiska handlingsutrymmet förbättrades. I andra länder bidrog det låga ränteläget till snabbt stigande fastighetspriser och en snabb expansion av privat skuldsättning snarare än ökade investeringar.

23 Se Calmfors (2017) samt Buti och Corsetti (2024) för noggrannare genomgångar av krisen och dess orsaker.

Buti och Corsetti (2024) menar ändå att krisen var av en annan karaktär än vad skeptikerna hade varnat för. De pekar främst på betydelsen av självuppfyllande förväntningar när riskpremier tilläts stiga, men även på bristande europeiskt samarbete.

Skuldkrisen kunde dock till sist hanteras utan att länder tvingades lämna valutaunionen.²⁴ Kandidatländer, som de baltiska, lyckades slå vakt om sina fasta växelkurser mot euron och sedan övergå till euron. Skuldkrisen medförde med tiden ett fördjudat samarbete mellan euroländerna och att nya institutioner, regelverk och instrument togs fram.

Valutaunionen har dock fortfarande påtagliga brister som kan komma att försvåra hanteringen av framtida störningar. Avsaknaden av gemensamma finanspolitiska resurser medför dels att ECB får en onödigt stor inblandning i frågor som bättre hanteras av politiska institutioner, dels att möjligheterna att motverka landspecifika störningar begränsas. Och avsaknaden av såväl en gemensam nominellt riskfri tillgång (euroobligationer) som en gemensam insättningsgaranti bakom bankinlåningen hämmar integrationen och utvecklingen av finansmarknaderna. Att finansmarknaderna i hög utsträckning fortfarande är nationella medför bland annat att kapital inte allokeras dit det bäst behövs och att såväl hushåll som banker har onödigt stor exponering mot hemlandets ekonomi i stället för att sprida riskerna till fler länder. Därtill är de offentliga finanserna i många euroländer svaga, och i flera fall avsevärt svagare än när skuldkrisen bröt ut (se kapitel 7 av Andersson och Jonung).

6.2 De stora störningarna har varit globala

Krugman (1993) menade att det fördjupade samarbetet mellan länder i en valutaunion skulle medföra att länderna blev mer specialiserade inom olika branscher och att inslaget av asymmetriska störningar därför skulle öka. I avsaknad av en gemensam finanspolitik eller andra försäkringsmekanismer skulle valutaunionen i så fall fungera allt sämre över tiden.

24 Därmed är inte sagt att hanteringen var enkel eller smärtfri. Krishanteringen innebar finanspolitiska åtstramningar i ett redan mycket svagt konjunkturläge. Följden blev bland annat att arbetslösheten steg till höga nivåer och att den ekonomiska aktiviteten förblev låg under många år.

Erfarenheterna hittills ger inget stöd för Krugmans oro. Det är svårt att identifiera problematiska landspecifika störningar i Europa utöver skuldskrisen. De stora störningarna har i stället varit gemensamma, och huvudsakligen globala: först finanskrisen, sedan pandemin 2020 och därefter den stora uppgången i energipriser och inflation, särskilt efter Rysslands invasion av Ukraina 2022.

Euroländerna har tagit sig igenom de senare episoderna utan att tydliga landspecifika problem har uppkommit. Man kan endast spekulera kring hur den europeiska unionen skulle ha hanterat de här episoderna med 27 valutor och 27 självständiga centralbanker. Jag har svårt att tänka mig att utfallet hade blivit bättre. Centralbankerna har inte haft möjlighet att försöka uppnå fördelar för sitt land på andra länders bekostnad och osäkerhet på valutamarknaderna har inte bidragit till ökade problem. Den gemensamma penningpolitiken har i stället dels hållit nere riskpremier på ländernas statsobligationer, dels tvingat länderna att samarbeta även inom andra områden än det rent penningpolitiska.

Jämfört med ett alternativt scenario där varje land har sin egen valuta, oavsett om dessa är fritt flytande eller på något sätt bundna till varandra, tror jag att euron har bidragit till makroekonomisk stabilitet. Sveriges valutapolitiska val står dock inte mellan dessa två alternativ, utan mellan att behålla en egen valuta eller att ansluta till den valuta som redan anammats av 20 länder. Baserat på materialet i det här kapitlet är det oklart vilket alternativ som skulle medföra mest makroekonomisk stabilitet för Sverige.

6.3 Stabiliseringspolitiken kan både gynnas och missgynnas av flytande växelkurs

Ökade stabiliseringspolitiska problem är det argument som ekonomer oftast lyfter fram mot valutaunioner. Erfarenheterna från de senaste decennierna visar dock att växelkursen inte alltid rör sig åt ”rätt” håll ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv. Ibland bidrar växelkursen i stället med oönskad volatilitet. Det beror helt enkelt på vilka störningar som drabbar ekonomierna.

Landspecifika störningar är särskilt problematiska för ett land i en valutaunion. Länder i en valutaunion påverkas även av landspecifika störningar i de andra medlemsländerna, åtminstone i den mån som den gemensamma penningpolitiken anpassas till dessa störningar. I nuläget kan man från svensk sida lätt peka på de risker som följer av att de offentliga finanserna i många euroländer är ansträngda och den offentliga skuldsättningen är hög. Detta kan till exempel tänkas medföra att den gemensamma penningpolitiken framöver inte kan utformas på det sätt som krävs för att hålla inflationen låg och stabil (se Walentins kapitel 4).

Kanske är det tillfälligheter som förklarar att de stora störningarna under det senaste decenniet har varit gemensamma snarare än landspecifika. Mer sannolikt är detta dock en följd av att ekonomierna har blivit alltmer sammanflätade över tid. Även om globaliseringen verkar ha avstannat, och rentav tagit några steg tillbaka den senaste tiden, tyder allt på att det ekonomiska samarbetet inom Europa fortsätter att fördjupas och att de europeiska finansmarknaderna fortsätter att integreras. En sådan utveckling kan i sig innebära att den gemensamma penningpolitiken fungerar allt bättre. Det kan också innebära att även landspecifika störningar kräver internationellt samarbete.

I en bredare bemärkelse kan man alltså mena att en förutsättning för makroekonomisk stabilitet i Europa är att finansmarknaderna fortsätter att integreras och fördjupas, och att detta i sin tur gör det ännu mer sannolikt att störningar bäst hanteras gemensamt. Såväl dessa krafter som den geopolitiska utvecklingen innebär att det ekonomisk-politiska samarbetet i Europa behöver fortsätta att fördjupas. Jag tänker då bland annat på ökade inslag av gemensam finanspolitik, både med obligationer som ges ut gemensamt på EU- eller euronivå, och någon form av ökade intäkter på motsvarande nivå.

En utveckling i den riktningen har blivit alltmer sannolik efter det amerikanska presidentvalet 2024. Frågetecknen kring USA:s roll i världsekonomin har ökat i takt med nya och ständigt förändrade utspel kring handelshinder och finanspolitik. Dollarn riskerar att förlora sin ställning som tillflyktsvaluta om spelreglerna på den amerikanska finansmarknaden inte längre ses som pålitliga eller om den amerikanska statsskulden bedöms bli ohållbart stor. Dessa risker har under 2025

avspeglats i en kraftigt försvagad dollar. Om den här processen fortgår är det tänkbart att euron får en tydligare ställning som tillflyktsvaluta.

7 Sammanfattning och slutsatser

Fokus i det här kapitlet har varit på den makroekonomiska stabiliteten. Baserat på etablerad ekonomisk teori och på de diskussioner som fördes innan euron introducerades kunde man befara att euroländernas stabiliseringspolitik skulle hämmas av den gemensamma penningpolitiken och avsaknaden av en rörlig växelkurs som kunde reagera på landspecifika störningar. Den europeiska skuldkrisen med start kring 2010 visar att dessa farhågor var relevanta, men det är svårt att veta hur krisländernas ekonomier skulle ha utvecklats fram till och under den globala finanskrisen i avsaknad av den gemensamma valutan.

I Sverige såg man under 1990-talet ett särskilt behov av att en tid framöver behålla ett eget penningpolitiskt handlingsutrymme, eftersom de offentliga finanserna var svaga och ekonomin fortfarande präglades av krisen vid decenniets inledning. I efterhand finns det inget som tyder på att det här handlingsutrymmet har varit viktigt. Riksbankens penningpolitik har i själva verket liknat ECB:s under hela perioden. Därmed är inte sagt att valet att stå utanför euron har varit betydelsefullt för den makroekonomiska stabiliteten. Den svenska kronan har varit volatil och dessutom försvagats kraftigt mot euron (åtminstone nominellt) trots att penningpolitiken har varit ungefär densamma och trots att det är svårt att identifiera några större landspecifika störningar som har drabbat den svenska ekonomin. Hur ekonomin hade utvecklats med euron är svårt att säga. Kronrörelserna har i varje fall bidragit till makroekonomisk stabilitet i vissa episoder men ställt till problem i andra.

De argument som fördes fram för att just Sverige skulle avvakta med en euroanslutning är inte längre relevanta. Mest påtagligt är att de offentliga finanserna nu är starka. Finanspolitiken har därför god förmåga att vid behov hjälpa till att dämpa konjunktursvängningar. Bland euroländerna finns fortfarande problem med både hög offentlig skuldsättning och strukturella svagheter. Detta kan visserligen leda

till utmaningar för den gemensamma penningpolitiken framöver, men förmågan att hantera kriser inom euroområdet är idag bättre än under skuldkrisen 2010. Dels har man lärt av erfarenheterna från den episoden, dels har det europeiska ekonomiska samarbetet utvecklats, bland annat genom nya gemensamma verktyg och institutioner.

Till detta kommer att de europeiska ekonomierna fortsätter att integreras allt mer. Detta gäller särskilt de finansiella marknaderna där till exempel svenska banker är verksamma i många euroländer, och banker från euroländerna är verksamma i Sverige. Kriser kommer därför inte att vara isolerade till enskilda länder, och krishantering kommer sannolikt att förutsätta internationellt samarbete. Det är dessutom långt ifrån självklart att kronan vid sådana kriser – oavsett om de är inhemska eller har sitt ursprung utomlands – kommer att röra sig på ett sätt som underlättar den svenska krishanteringen.

Referenser

- Bacchetta P och P Chikhani (2021), On the weakness of the Swedish krona, *Penning- och valutapolitik*, 2021:1, Sveriges riksbank.
- Bayoumi T och B Eichengreen (1993), Shocking aspects of European monetary integration, i Torres F och F Giavazzi (red.), *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- Bayoumi T och B Eichengreen (2020), Aftershocks of monetary unification: hysteresis with a financial twist, *Journal of Banking and Finance*, 113.
- Born B, Huxel L, Müller G och J Pfeifer (2024), Uncertainty in monetary unions, Frankfurt School of Finance & Management.
- Buti M och G Corsetti (2024), The first 25 years of the euro, *CEPR Policy Insight*, 123.
- Calmfors L (2017), Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen, *Sieps* 2017:1.
- Coibon O och Y Gorodnichenko (2015), Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7.

- Cook D och M Devereux (2016), Exchange rate flexibility under the zero lower bound, *Journal of International Economics*, 101.
- Corbo V och P Di Casola (2022), Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies, *Journal of International Money and Finance* 122.
- Corsetti G, Kuester K och G Müller (2018), The case for flexible exchange rates after the Great Recession, *Penning- och valutapolitik*, 2018:1, Sveriges riksbank.
- Danmarks Nationalbank (2008), *Monetary review 4 quarter*, Köpenhamn.
- Deaton A och A Heston (2010), Understanding PPP and PPP-based national accounts, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2.
- Draghi M (2024), *The future of European competitiveness*, European Commission, Bryssel.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.
- Enders Z, Jung P och G Müller (2013), Has the Euro changed the business cycle?, *European Economic Review*, 59.
- Flodén M (2022), Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp, anförande, Sveriges Riksbank.
- Frankel J och A Rose (1998), The endogeneity of the optimum currency area criteria, *Economic Journal*, 108.
- Friedman M (1953), The case for flexible exchange rates, i *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- Giavazzi F och M Pagano (1988), The advantage of tying one's hands: EMS discipline and central bank credibility, *European Economic Review*, 32.
- Gylfason T, Holmström B, Korkman S, Tson Söderström H och V Vihriälä (2010), *Nordics in Global Crisis*, ETLA, Helsingfors.
- Hansson J (2023), Kronan fortsätter att försvagas, *Makroanalys*, 7 september, Swedbank.
- Internationella valutafonden (2013), The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping?, kapitel 3, *World Economic Outlook*, april.

- Krugman P (1993), Lessons of Massachusetts for EMU, i Torres F och F Giavazzi (red.), *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- Riksbanken (2010a), *Penningpolitisk rapport*, juli, Sveriges riksbank.
- Riksbanken (2010b), *Penningpolitiskt protokoll*, Nr 3, Sveriges riksbank.
- Riksbanken (2012), *Penningpolitisk rapport*, juli, Sveriges riksbank.
- Riksbanken (2016), Delegeringsbeslut om valutainterventioner, pressmeddelande, 4 januari, Sveriges riksbank.
- Riksbanken (2023), Kronan kommer att stärkas på sikt, fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, september, Sveriges riksbank.
- Tavlas G (2024), The case for flexible exchange rates in 1953 and 1969: Friedman versus Johnson, *Journal of Money, Credit and Banking*, 56.
- Tysklind O (2020), Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser, *Staff memo*, januari, Sveriges riksbank.

Finanspolitik, intern-devalveringar och finanspolitiska transfereringar som ersättning för egen penningpolitik vid ett euro-medlemskap

Lars Calmfors

1 Inledning

Det främsta stabiliseringspolitiska argumentet emot ett svenskt euro-medlemskap är att vi inte längre skulle ha en egen penningpolitik som kan anpassas till det inhemska konjunkturläget. Det skulle då inte heller finnas någon växelkurs som kan röra sig mot euron. Om Sverige utsätts för andra konjunkturstörningar än euroområdet som helhet, riskerar därför konjunktursvängningarna att bli större än om vi står utanför valutaunionen.

Diskussionen har oftast fokuserat på risken för landspecifika (asymmetriska) makroekonomiska störningar. Exempel på sådana är de ekonomiska kriserna i Sverige och Finland i början av 1990-talet och Finlands kris i början av 2010-talet när viktiga branscher mötte sjunkande efterfrågan. Liknande problem uppstår vid gemensamma (symmetriska) störningar om dessa slår särskilt hårt mot ett land. En

ytterligare komplikation är att en gemensam penningpolitik kan antas påverka efterfrågan och inflation mer i Sverige än på andra håll därför att räntekänsligheten är större på grund av högre belåning och större andel lån med rörlig ränta.¹

Tillgång till en egen penningpolitik kan ses som en *försäkring* vilken minskar risken för stora konjunktursvängningar vid andra konjunkturstörningar än i omvärlden. En central fråga är i vilken grad andra anpassningsmekanismer kan ersätta nationell penningpolitik i denna roll vid ett medlemskap i valutaunionen. Jag ska diskutera tre sådana mekanismer: (i) nationell finanspolitik i syfte att styra efterfrågan; (ii) interndevalveringar; och (iii) finanspolitiska transfereringar från andra EU-länder. En implicit förutsättning för min analys är att euroområdets gemensamma penningpolitik hanterar olika makroekonomiska störningar för euroområdet som helhet på ett sätt som stämmer överens med svenska preferenser. Detta antagande är inte självklart men kan motiveras av att ECB och Riksbanken under senare år tycks ha gjort ganska likartade avvägningar mellan konjunktur- och inflationsstabilisering.²

1.1 Tidigare omfattning av avvikande konjunkturstörningar i euroområdet

Den tidigare omfattningen av avvikande konjunkturstörningar inom euroområdet kan vara en lämplig utgångspunkt. Ett sätt att definiera en avvikande konjunktur i ett euroland är som en situation då det uppskattade BNP-gapet (skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP) där skiljer sig från det uppskattade BNP-gapet i hela euroområdet. Figur 1a illustrerar omfattningen av sådana asymmetrier för de nuvarande euroländerna under perioden 2010–24. Diagrammet visar frekvensen (andelen) av olika stora årliga skillnader mellan de nationella BNP-gapen och BNP-gapet för euroområdet som helhet.

Ett problem när man ska bedöma behovet av att ersätta egen penningpolitik med andra medel för att stabilisera den nationella konjunktur-

1 Se också Hanssons, Walentins och Flodéns kapitel (3, 4 och 5) för analyser av olika slags störningar.

2 Dessa frågor diskuteras mer utförligt i Flodéns och Walentins kapitel.

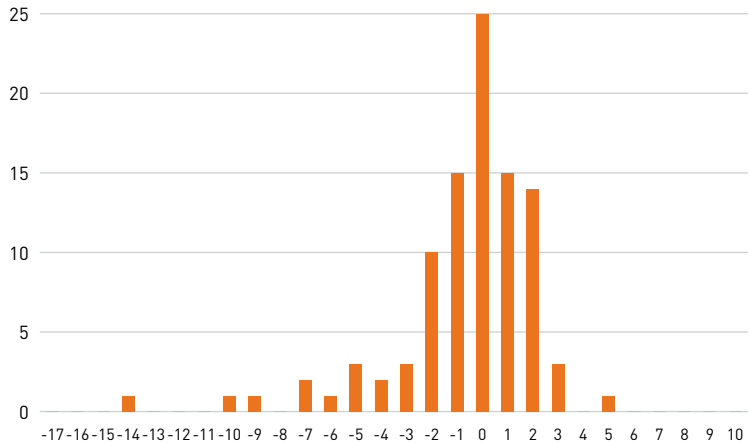
turen vid medlemskap i valutaunionen är att de i efterhand uppskattade BNP-gapen har påverkats av hur dessa medel använts. Därför bör BNP-gapen justeras för detta. En fullständig sådan analys är svår att göra. Men ett steg på vägen är att korrigera för efterfrågeeffekterna av den förda finanspolitiken, som rimligen är det instrument som har störst påverkan. Figur 1b justerar de i efterhand uppskattade BNP-gapen i figur 1a för den aktiva finanspolitik som bedrivits. Diagrammet visar således en uppskattning av skillnaderna mellan de nationella BNP-gapen och BNP-gapet i hela euroområdet om finanspolitiken hade varit neutral, det vill säga varken stimulerat eller stramat åt efterfrågan. Detta kan antas ge en bättre uppfattning om hur de genuina konjunkturstörningarna i olika länder avviker från dem i hela euroområdet än skillnaderna i ojusterade BNP-gap.³

Av diagrammen framgår att skillnaderna i BNP-gap är större för de justerade än de ojusterade måtten. 65 procent av skillnaderna i ländernas årliga ojusterade BNP-gap (gapen sedan det förts finanspolitik) mot hela euroområdet ligger i intervallet -2 till +2 procent av potentiell BNP (alltså små skillnader i gap). Motsvarande siffra för de justerade gapen (gapen om det inte skulle ha förts någon aktiv finanspolitik) är 55 procent. Det får tolkas som att den aktiva finanspolitiken tenderat att utjämna skillnaderna mellan nationell och europeisk konjunktur. En annan observation (från figur 1b) är att de avvikande konjunkturstörningarna i en del fall varit mycket stora, särskilt när det varit fråga om lågkonjunkturer: I 10 procent av fallen har ett euroland haft ett BNP-gap som varit mer än 4 procentenheter mer negativt än i hela euroområdet, medan ett gap som varit mer än 4 procentenheter mer positivt bara inträffat i 6 procent av fallen.

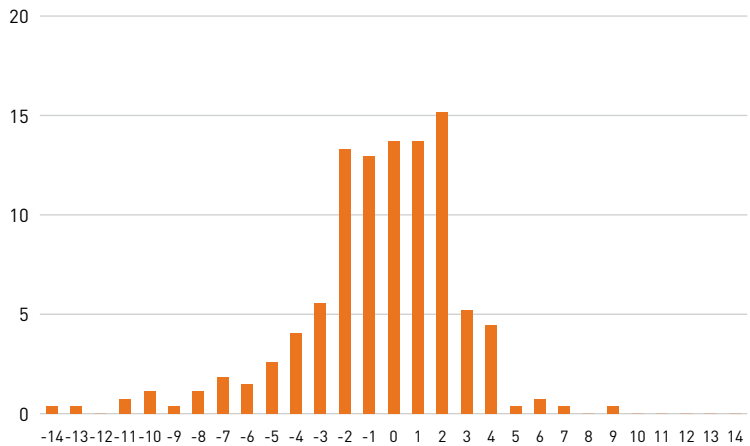
3 En mer fullständig analys borde också korrigera för till exempel skillnader mellan euroländerna i de automatiska stabilisatorernas styrka (se avsnitt 2.2), de finanspolitiska multiplikatorernas storlek (se avsnitt 2.3) och den gemensamma penningpolitikens efterfrågeeffekter.

Figur 1 Frekvensfördelning av skillnad i årligt BNP-gap mellan enskilda euroländer och hela euroområdet, 2010–24, procent

(a) Ojusterade BNP-gap



(b) Justerade BNP-gap



Anm.: Den horisontella axeln anger olika intervall för skillnaden i årligt BNP-gap mellan enskilda euroländer (exklusive Malta och Luxemburg) och hela euroområdet. Antalet observationer är 270. Den vertikala axeln visar de procentuella andelarna för de olika

intervallen. I panel b har BNP-gapen justerats för finanspolitiken genom antaganden om att BNP-gapen påverkats om den offentliga sektorns (förvaltningens) strukturella finansiella sparande skiljt sig från -0,5 procent av (potentiell) BNP och att den finanspolitiska multiplikatorn är 0,75. -0,5 procent av BNP har valts som norm för en neutral finanspolitik eftersom stabilitetspaktens tidigare medelfristiga budgetmål (avseende det strukturella sparandet) för de flesta euroländer sattes till denna siffra (se också Finanspolitiska rådet 2023 angående metodiken).

Källa: Egna beräkningar baserade på AMECO.

En alternativ metod att bedöma om den ekonomiska utvecklingen i ett enskilt euroland avviker från den i euroområdet som helhet på ett sätt som motiverar att andra nationella ekonomiskpolitiska medel används är att se på skillnaden i inflation. Men argumenten för att nationella instrument ska användas om inflationen avviker från den i övriga valutaunionen är svagare än om det föreligger en avvikelse i fråga om resursutnyttjandet. En annan inflation än i övriga euroländer kan i vissa lägen vara problematisk, därför att det byggs upp obalanser som sedan måste rättas till, men kan i andra fall – till exempel när obalanser redan uppstått – vara en önskvärd anpassningsmekanism (se avsnitt 3). I ett land med egen valuta finns risken att en inflation som avviker från inflationsmålet skapar penningpolitiska trovärdighetsproblem som leder till att inflationsförväntningarna mister sin förankring. Samma fara finns inte för ett enskilt (litet) euroland, eftersom de långsiktiga inflationsförväntningarna där kan antas vara förankrade vid ECB:s inflationsmål.

2 Nationell finanspolitik

Detta avsnitt analyserar i vilken grad som mer användning av nationell efterfrågestyrande finanspolitik kan utgöra ett substitut för egen penningpolitik i konjunkturstabiliseringen vid ett euromedlemskap. Variationer i efterfrågan som är större än i resten av euroområdet skulle då i högre grad än idag behöva motverkas av finanspolitiken. Avsnitt 2.1 diskuterar finanspolitikens handlingsutrymme i lågkonjunkturer, medan avsnitt 2.2 beskriver de automatiska stabilisatorernas roll. Avsnitt 2.3 redovisar vad vi vet om efterfrågeeffekterna av aktiv finanspolitik och hur dessa förhåller sig till de penningpolitiska effekter som de skulle ersätta. Avsnitt 2.4 behandlar sannolikheten för att finanspolitiken

verkligen skulle användas på ett kontracykliskt sätt. Min bedömning av finanspolitikens möjligheter att ersätta en egen penningpolitik sammanfattas i avsnitt 2.5.

2.1 Finanspolitikens handlingsutrymme i lågkonjunkturer

Om finanspolitiken vid ett euromedlemskap ska kunna användas mer än nu för att motverka *lågkonjunkturer* är tillräckligt manöverutrymme en bindande restriktion. Den offentliga skuldsättning måste vara så låg att de ytterligare skuldökningar som skulle bli följden av finanspolitiska stimulanser inte av finansmarknaderna uppfattas leda till sådana offentligfinansiella hållbarhetsproblem att statsskuldräntorna stiger kraftigt. I så fall blir stimulansåtgärderna kanske inte av. Om de blir det, kan de vara ineffektiva eftersom den allmänna uppgång av de långa räntorna som då förmodligen blir konsekvensen tenderar att minska efterfrågan.⁴

Vid valutaunionens start 1999 hade möjligheterna till finanspolitiska stimulanser varit små om Sverige efter ett inträde drabbats av en landspecifik lågkonjunktur (EMU-utredningen 1996). Sverige brottades då fortfarande med en hög statsskuld efter 1990-talskrisen. Finanspolitikens överordnade mål var därför att konsolidera de offentliga finanserna. Finanspolitiken var inte tillgänglig som stabiliseringspolitiskt medel för att motverka en kraftig lågkonjunktur.

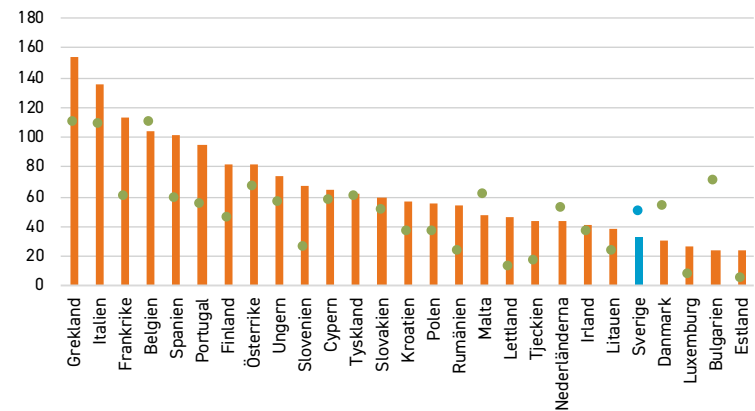
Dagens offentligfinansiella situation är helt annorlunda. Maastrichtskulden, den konsoliderade offentliga sektorns (förvaltningens) bruttoskuld, var 33,5 procent av BNP 2024. Det ska jämföras med 66,1 procent 1998. Det betyder helt andra möjligheter idag att använda finanspolitiska stimulanser i en djup lågkonjunktur än vid valutaunionens start.

Sverige har nu inte bara en *absolut* sett lägre offentlig skuldkvot än tidigare utan den är även *relativt* sett lägre, eftersom vår skuldkvot har minskat medan andras ökat (figur 2). Finansmarknadernas tolerans med en given svensk skuldsättning har därför förmodligen blivit

4 Enligt Ilzetsky med flera (2013) *minskar* ökad offentlig konsumtion BNP om den offentliga sektorns skuld överstiger 60 procent av BNP.

mycket större. Den skuldkvot på knappt 75 procent som Sverige kom upp till under 1990-talskrisen – som då ansågs farligt hög – framstår idag som närmast måttfull vid en internationell jämförelse. År 2000 var kvoten mellan Maastrichtskulden i Sverige och den i euroområdet (mätta som andelar av BNP) 0,73, år 2024 hade den sjunkit till 0,38.

Figur 2 Maastrichtskuld, procent av BNP



Anm.: Maastrichtskulden är den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld, det vill säga sektorns skuld sedan interna fordringar och skulder avräknats mot varandra. Staplarna avser år 2024, cirklarna år 2000.
Källa: Eurostat.

Tabell 1 Maastrichtskuld i Sverige, EU och euroområdet

	Sverige (procent av BNP)	EU (procent av BNP)	Euroområdet (procent av BNP)	Sverige/EU	Sverige/ euroområdet
2000	50,4	66,6	69,2	0,76	0,73
2024	33,5	81,0	87,4	0,41	0,38

Källa: Eurostat och egna beräkningar.

Reglerna i stabilitetspakten

Det finanspolitiska handlingsutrymmet påverkas även av reglerna i EU:s stabilitetspakt.⁵ Enligt de nya bestämmelserna från 2024 fastställs för varje medlemsland en medelfristig finans- och strukturpolitisk plan som anger en bana för de strukturella primära nettoutgifterna, alltså de konjunkturjusterade utgifterna, exklusive sådana av engångskaraktär och räntor, efter avräkning av diskretionära skatteförändringar. Ett *förfarande vid alltför stora underskott* kan inledas mot ett land som avviker från den fastställda nettoutgiftsbanan om skuldkvoten överstiger det skuldtak på 60 procent av BNP eller det underskottstak på tre procent av BNP som gäller inom EU. Då kan landet i fråga åläggas att vidta korrigerande åtgärder.

Anpassningskraven är hårdast när skuldtaket överskrids. Om skuldkvoten överstiger 90 procent av BNP ska nettoutgiftsbanan revideras så att skuldkvoten minskar med i genomsnitt minst 1 procent av BNP per år. Om skuldkvoten är mellan 60 och 90 procent av BNP, ska den minskas med minst en halv procentenhet i genomsnitt per år. Ifall det strukturella sparandet uppvisar ett underskott på mer än 1,5 procent av BNP ska nettoutgiftsbanan justeras så att det primära strukturella sparandet, alltså det strukturella sparandet exklusive räntebetalningar, årligen förbättras med 0,4 procent av BNP. Dagens låga svenska skuldkvot innebär emellertid att det måste till en mycket allvarlig ekonomisk kris för att dessa bestämmelser ska påverka vår finanspolitiska handlingsfrihet.

Reglerna om högsta tillåtna underskott är mer relevanta för Sverige. Även med ett balansmål för det finansiella sparandet över konjunkturcykeln – i praktiken ett mål för det strukturella sparandet – riskerar underskottstaket att överskridas i en djup lågkonjunktur. I så fall kan Sverige åläggas att föra en åtstramande finanspolitik. Ett riktmärke är då att det strukturella sparandet årligen ska förbättras med 0,4 procent av BNP. Det är svårt att bedöma sannolikheten för ett sådant åläggande. Det finns en nationell undantagsklausul i stabilitetspakten som kan aktiveras av Ekofinrådet (EU:s ministerråd bestående av finans- och ekonomiministrar) om en medlemsstat så begär och Kommissionen

5 Kapitel 7 av Andersson och Jonung beskriver reglerna mer utförligt.

rekommenderar det. Det förutsätter att exceptionella omständigheter utanför en medlemsstats kontroll har en betydande inverkan på dess offentliga finanser. En sådan aktivering skulle kunna ske om konjunkturläget i Sverige är mycket sämre än i andra EU-länder.

I juli 2025 aktiverade Ekofinrådet de nationella undantagsklausulerna under perioden 2025–28 för 15 EU-länder (varav tio är euroländer) som ansökt om det.⁶ Undantagen medger avvikelser på upp till 1,5 procent av BNP från de fastställda nettoutgiftsbanorna för ökade försvarsutgifter.

Vid ett medlemskap i valutaunionen kan Sverige utsättas för finansiella sanktioner om inte rådets finanspolitiska rekommendationer följs. Böterna kan uppgå till högst 0,05 procent av BNP och ackumuleras varje halvår till dess medlemsstaten bedöms ha vidtagit effektiva åtgärder. Hittills har några böter dock aldrig utdömts.

Sammanfattningsvis är det osannolikt att EU:s finanspolitiska regler under överskådlig framtid skulle hindra Sverige från att vid ett euro-medlemskap använda finanspolitiken för att stabilisera ekonomin i en kraftig landspecifik lågkonjunktur. Nuvarande låga skuldkvot innebär en liten risk för att EU:s skuldtak passeras. Ett överskridande av under-skottstaket på tre procent av BNP kan däremot inte uteslutas. Men det är osannolikt att EU-reglerna då skulle begränsa den finanspolitiska handlingsfriheten. Vid en kraftig negativ asymmetrisk störning i Sverige kan den nationella undantagsklausulen komma att aktiveras. Om så inte sker, är risken ändå liten för böter. Eventuella sådana är dessutom så låga att de knappast utgör någon bindande restriktion för politiken.

2.2 De automatiska stabilisatorerna

Den första finanspolitiska försvarslinjen vid konjunktursvängningar utgörs av de automatiska stabilisatorerna, alltså de förändringar i skatteintäkter och offentliga utgifter som sker utan att några aktiva beslut tas. När inkomsterna i ekonomin faller (stiger), minskar (ökar) automatiskt skatteintäkterna. Utbetalningarna av arbetslöshetsersätt-

6 Council of the EU (2025). Tysklands ansökan om aktivering av den nationella undantagsklausulen godkändes av Ekofinrådet i oktober 2025.

ningar och ekonomiskt bistånd förändras också med automatik när arbetslösheten varierar. Studier har belagt att starkare automatiska stabilisatorer är förenade med mindre variabilitet i den ekonomiska aktivitetsnivån.⁷

De automatiska stabilisatorernas styrka brukar mätas med den så kallade *budgetelasticiteten*. Den anger med hur många procent av BNP som den offentliga sektorns finansiella sparande ökar (minskar) om BNP stiger (faller) med 1 procent. Budgetelasticiteten approximeras ofta med de offentliga utgifternas andel av BNP.⁸ Eftersom andelen är hög i Sverige, 51 procent av BNP 2024, bör budgetelasticiteten ligga nära detta värde. Det är också vad mer exakta beräkningar finner. Enligt Sigonius (2024) uppgick elasticiteten 2022 till 0,46. Enligt studien har den emellertid sjunkit över tid: 1998 var den 0,55. Detta förklaras med att både skatternas (främst inkomstskatternas) och arbetslöshetsersättningarnas andel av BNP minskat.

Det är dock troligt att vedertagna beräkningar överskattar de automatiska stabilisatorerna i Sverige eftersom det kommunala balanskravet inte beaktas: En kommun (region) får inte budgetera för ett negativt resultat och om ett sådant uppkommer måste det kompenseras inom en treårsperiod. Kommunala utgifter kan därför inte antas vara opåverkade av en konjunkturedgång där de kommunala skatteintäkterna faller, utan kan behöva skäras ner. Om nedskärningarna motsvarar minskningarna av skatteintäkterna, faller budgetelasticiteten enligt en överslagsberäkning av Calmfors med flera (2022) från 0,48 till 0,29. Men beräkningen överskattar förmodligen effekten av det kommunala balanskravet. De flesta kommuner uppnår ett positivt resultat i normala tider och detta kan därför falla utan att man måste skära i utgifterna (eller höja kommunalskatten). Många kommuner har också byggt upp reserver som kan tas i anspråk för att utjämna resultatet.⁹ Men ju kraftigare en lågkonjunktur är, desto större är risken att eventuella överskott och reserver inte räcker till för att undvika ett negativt resultat.

7 Se till exempel Karras och Yang (2022) och referenser där.

8 Detta gäller exakt om skatteintäkterna är proportionella mot BNP och alla offentliga utgifter är oberoende av BNP (se Calmfors med flera 2022 samt Karras och Yang 2022).

9 Under 2013–23 kunde kommunerna bygga upp så kallade resultatutjämningsreserver. Från och med 2024 kan avsättningar i stället göras till resultatreserver, som ska kunna användas mer flexibelt.

De automatiska stabilisatorernas existens innebär att finanspolitiken vid ett euromedlemskap automatiskt skulle överta en del av den stabiliseringsroll som den nationella penningpolitiken idag skulle spela om konjunkturutvecklingen i Sverige avviker från den i euroområdet. Men det vore också önskvärt att vid ett medlemskap i valutaunionen stärka de automatiska stabilisatorerna. En möjlighet är att införa ett regelsystem som låter statsbidragen till kommunsektorn variera kontracykliskt. Arbetslöshetsförsäkringen skulle också kunna göras konjunkturberoende så att ersättningen med automatik blir mer generös i dåliga än i goda tider.¹⁰

En stor fördel med automatiska stabilisatorer är att de verkar symmetriskt över både låg- och högkonjunkturer. Det minskar risken för att en större roll för finanspolitiken i konjunkturstabiliseringen ska leda till högre offentlig skuldsättning därför att det är politiskt lättare att besluta om stimulanser i lågkonjunkturer än om åtstramningar i högkonjunkturer.

2.3 Den aktiva finanspolitiken

En omfattande internationell litteratur belägger att aktiv finanspolitik har betydande effekter på den ekonomiska aktivitetsnivån. Denna forskning försöker uppskatta storleken på *finanspolitiska multiplikatorer*, det vill säga effekten på BNP av en enhets förändring av olika offentliga utgifter och skatter.

Almerud och Laun (2021) är en aktuell studie för Sverige, där beräkningar gjorts i Konjunkturinstitutets allmänna-jämviktsmodell SELMA. Enligt den är multiplikatorn, definierad som den kumulerade procentuella ökningen i BNP av en finanspolitisk stimulans på 1 procent av BNP, efter åtta kvartal 1,3 för offentliga investeringar, 1,1 för offentlig konsumtion samt 0,3 för transfereringar och (lägre) inkomstskatt. Tidigare tidsserieskattningar av Hjelm och Stockhammar (2016) fann ett liknande mönster men större multiplikatorer. Utländska studier finner i regel något lägre multiplikatorer än de svenska (Almerud och Laun 2022, Calmfors med flera 2022).

10 Se till exempel Calmfors med flera (2022), Calmfors (2023) och Långtidsutredningen (2023).

De beskrivna resultaten för Sverige avser nuvarande penningpolitiska regim med rörlig växelkurs och inflationsmål där mer expansiv finanspolitik kan antas leda till stramare penningpolitik. Det skulle inte inträffa vid ett euromedlemskap, eftersom förändringar i resursutnyttjande och inflation i Sverige då endast skulle påverka motsvarande variabler i hela euroområdet, och därmed ECB:s räntepolitik, marginellt. Högre multiplikatorer kan därför väntas om Sverige ansluter sig till valutaunionen. Finanspolitiken skulle således bli mer effektiv än idag. De relevanta multiplikatorerna då motsvarar Almerud-Launs fall med passiv penningpolitik (ingen räntereaktion från Riksbanken på en finanspolitisk stimulans). Enligt deras beräkningar ökar då multiplikatorerna för offentliga investeringar, offentlig konsumtion och transfereringar till 1,5, 1,8 respektive 0,4, medan multiplikatorn för inkomstskatt minskar till 0,2.¹¹ Batini med flera (2014) räknar generellt med 30 procent högre multiplikatorer när räntan inte ändras.

Efterfrågeeffekterna av minskade skatter och ökade transfereringar blir större, ju mer sådana åtgärder riktas mot likviditetsbegränsade hushåll – i praktiken främst, men inte enbart, låginkomsthushåll – som, om de kunnat, hade lånat mer till konsumtion idag. Almerud och Laun (2022) anger att en hög, i stället för låg, andel likviditetsbegränsade hushåll skulle fördubbla multiplikatorn för inkomstskatter.

Ett etablerat forskningsresultat är att en euroanslutning skulle öka handeln med euroländerna. Större utrikeshandel kan förväntas minska finanspolitikens effekter, eftersom mer av en efterfrågeförändring då ”läcker” utomlands. Enligt Karras (2012) minskar en ökning av utrikeshandelsandelen (summan av export och import som andel av BNP) med 10 procentenheter den långsiktiga finanspolitiska multiplikatorn med 5–6 procent. I kapitel 2 landar Forslid i att en euroanslutning skulle öka Sveriges utrikeshandel med cirka 5–7,5 procent. I så fall blir effekten på de finanspolitiska multiplikatorerna endast marginell.¹²

11 Att multiplikatorn för inkomstskatt är större utanför än i valutaunionen beror på att en skattesänkning antas öka utbudet av arbetskraft mer än sysselsättningen, så att arbetslösheten stiger, vilket då får Riksbanken att sänka styrräntan.

12 Summan av Sveriges export och import var cirka 104 procent av BNP 2024. En ökning med 5–7,5 procent innebär att denna siffra stiger med 5–8 procentenheter. Enligt Karras skattningar skulle i så fall den finanspolitiska multiplikatorn minska med endast 2,5–5 procent.

Finanspolitik i stället för penningpolitik vid en avvikande konjunkturutveckling

Möjligheterna att i valutaunionen kompensera bortfallet av egen penningpolitik med finanspolitik beror också på storleken av de penningpolitiska stabiliseringseffekter som ska ersättas. Det finns en omfattande internationell forskning om hur ränteförändringar påverkar ekonomin och även ett antal studier för Sverige.

Laséen med flera (2022) rapporterar genomsnittliga årliga BNP-fall under tre år i Sverige på 0,5 och 0,8 procent om styrräntan höjs med 1 procentenhet under ett år (varefter räntan återgår till sitt vanliga mönster) enligt Konjunkturinstitutets SELMA-modell respektive Riksbankens MAJA-modell. Enligt en sammanställning av Berggren med flera (2024) är medianen för den maximala effekten på BNP (i regel efter något mer än ett år) i nio empiriska modeller för Sverige 0,4 procent. Deras egen skattning är 0,8 procent.¹³ Medianeffekten i 57 modeller för olika länder är enligt Laséen med flera (2022) 0,5 procent.

Det är inte självklart hur uppskattade penning- och finanspolitiska effekter ska jämföras eftersom tidsprofil för såväl åtgärder som effekter skiljer sig mellan olika studier. Men rimliga bedömningar kan vara att en styrränteförändring på 1 procentenhet utanför valutaunionen medför en BNP-förändring i motsatt riktning på 0,5 procent och att den finanspolitiska multiplikatorn vid ett euromedlemskap är 1 för offentlig konsumtion och offentliga investeringar samt 0,5 om fokus i stället ligger på hushållen. Utifrån dessa antaganden kan ett par mycket grova kalkyler göras.

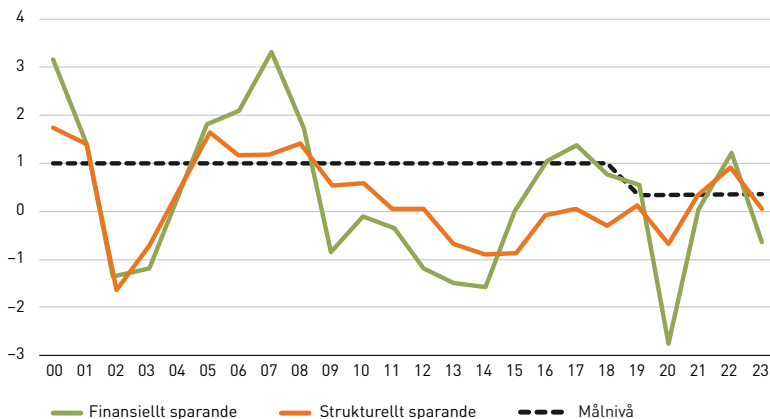
Kalkyl 1. De största kumulerade styrränteförändringarna i Sverige sedan 2001 har varit 4,5 procentenheter: en sådan sänkning 2008–09 och en sådan höjning 2019–23 (varav 4 procentenheter 2022–23). Anta att Sverige efter en euroanslutning utsätts för en asymmetrisk konjunkturstörning som utanför valutaunionen hade mötts med en så stor styrränteförändring men som nu ska motverkas med finanspolitik. Anta att hälften av åtgärderna avser offentlig konsumtion/offentliga investeringar och hälften hushållen, så att multiplikatorn är 0,75. Då behövs en förändring av det strukturella sparandet med 3 procent av

¹³ En ny studie med annan metodik av Andersson och Lundvall (2024) finner dock en maximal effekt på hela 1,8 procent.

BNP för att nå samma efterfrågeeffekt som om styrräntan förändras med 4,5 procentenheter.¹⁴

Som framgår av figur 3 har de största kumulativa förändringarna av det strukturella sparandet (från ett maximum till ett minimum eller tvärtom) sedan millennieskiftet enligt Finansdepartementet varit cirka 3 procent av BNP.¹⁵ Enligt Konjunkturinstitutet har de varit cirka 3 (minskning) respektive 4 procent av BNP (ökning). Slutsatsen blir att det över några år sannolikt går att ändra finanspolitiken så mycket att man uppnår en lika stor efterfrågeimpuls som av sådana styrränteförändringar som tidigare gjorts. Men de senare kan förmodligen genomföras betydligt snabbare – de ovan beskrivna styrränteförändringarna (sänkning med 4.5 procentenheter 2008–09 och höjning med 4 procentenheter 2022–23) genomfördes på sju månader.

Figur 3 Finansiellt och strukturellt sparande i offentlig sektor i Sverige, 2000–23, procent av BNP respektive potentiell BNP



Källa: Saldomålskommittén (2024).

14 En styrränteförändring på 4,5 procentenheter påverkar BNP med $0,5 \times 4,5 = 2,25$ procent. Samma effekt uppnås av en förändring av det strukturella sparandet med 3 procent av BNP, eftersom även $0,75 \times 3 = 2,25$.

15 Under samma tid är enligt Konjunkturinstitutets beräkningar den största årliga minskningen i det strukturella sparandet 2,9 procent av BNP 2020 och den största årliga ökningen 1,4 procent av BNP 2005. Den största kumulerade minskningen är också 2,9 procent av BNP (2020) och den största kumulerade ökningen 4,2 procent av BNP (2003–05)

Kalkyl 2. Ett annat sätt att bedöma kraven på den aktiva finanspolitiken vid ett euromedlemskap är att utgå från hur olika konjunkturerna varit i de nuvarande euroländerna. Figur 1b visade frekvensfördelningen för skillnaden i justerat årligt BNP-gap mellan enskilda euroländer och euroområdet som helhet 2010–24. Skillnaden utgör ett mått på hur stor BNP-effekt som den nationella finanspolitiken skulle ha behövt uppnå för att konjunkturutvecklingen i ett land ska bli densamma som i hela euroområdet (alltså ge samma BNP-gap). Tabell 2 visar några olika percentiler för skillnaden i BNP-gap enligt figur 1.

Tabell 2 Percentilvärden för skillnaden i justerat årligt BNP-gap mellan enskilda euroländer och euroområdet som helhet 2010–24, procent av potentiell BNP

10:e percentilen	-4,1
20:e percentilen	-2,0
80:e percentilen	2,4
90:e percentilen	3,2

Anm.: Se figur 1.

Källa: Se figur 1.

Tabellen ska läsas så här: Utan aktiv finanspolitik var sannolikheten för ett minst 4,1 procentenheter mer negativt BNP-gap än i euroområdet som helhet och för ett minst 3,2 procentenheter mer positivt BNP-gap vardera 10 procent. Sannolikheten för ett minst 2 procentenheter större negativt gap liksom för ett minst 2,4 procentenheter större positivt gap var vardera 20 procent. Anta att dessa sannolikheter också gäller Sverige vid ett euromedlemskap och att den finanspolitiska multiplikatorn är 0,75. Anta vidare att det inte förs någon aktiv finanspolitik i euroområdet och att finanspolitiken i Sverige påverkar efterfrågan när det strukturella sparandet avviker från noll (balansmålet). Teoretiskt skulle då en asymmetrisk lågkonjunktur helt kunna undvikas 80 procent av tiden med ett strukturellt sparandeunderskott på högst $2/0,75 = 2,7$ procent av BNP.¹⁶ En asymmetrisk högkonjunktur skulle

16 För de 18 euroländer som frekvensfördelningen i figur 1 bygger på, så var skillnaden i justerat negativt BNP-gap mot hela euroområdet mindre än 2 procent av BNP (20:e percentilen) under alla år 2010–24 i Belgien, Frankrike, Nederländerna, Slovakien, Tyskland och Österrike. Skillnaden var mindre än 4,1 procent av BNP (10:e percentilen) under dessa år även i Estland, Finland och Portugal.

under samma förutsättningar också helt kunna undvikas 80 procent av tiden med ett maximalt strukturellt sparande på $2,4/0,75 = 3,2$ procent av BNP.¹⁷ Med högre ställda krav på att undvika asymmetriska konjunkturner (än 80 procent av tiden) skulle det behövas större variationer i det strukturella sparandet än enligt ovan. Sådana är kanske mindre troliga. Det kan därför antas uppkomma situationer där finanspolitiken vid ett euromedlemskap bara delvis kompenserar för förlusten av en egen penningpolitik.

2.4 Finanspolitikens användning

Det är inte tillräckligt för stabilisering av avvikande konjunkturstörningar vid ett euromedlemskap att finanspolitiken har *potential* att vara effektiv, den måste också *användas* effektivt på ett kontracykliskt sätt. Den måste både tajmas och doseras rätt. Det finns en omfattande internationell diskussion om detta som lyft fram både tidsfördröjningar i det finanspolitiska beslutsfattandet och risken att detta domineras av andra överväganden än stabiliseringspolitiska.¹⁸ Svårigheterna att åstadkomma en tillräckligt stram finanspolitik i högkonjunkturer brukar särskilt framhållas.

Finanspolitikens anpassning till konjunkturen i Sverige

Tabell 3 summerar slutsatserna från tre analyser av hur svensk finanspolitik förhållit sig till konjunkturen. Studierna har undersökt hur både den offentliga sektorns totala finansiella sparande (inklusive de automatiska stabilisatorerna) och dess strukturella sparande anpassats. Ett mått är hur avvikelserna mellan överskottsmålet och det strukturella sparandet (*finanspolitikens ställning*) samvarierat med BNP-gapet, ett annat hur det strukturella sparandets förändring (*finanspolitikens inriktning*) samvarierat med BNP-gapets förändring. Alla studierna undersöker sambanden ex post, en dessutom ex ante, alltså de finans-

17 Skillnaden i justerat positivt BNP-gap mot hela euroområdet var under alla år 2010–24 mindre än 2,4 procentenheter (80:e percentilen) i Belgien, Frankrike, Italien och Spanien. Den var mindre än 3,2 procentenheter (90:e percentilen) alla år även i Finland, Lettland, Slovakien, Slovenien och Österrike.

18 Se Calmfors med flera (2022), Calmfors (2023) och Långtidsutredningen (2023).

politiska intentionerna (den planerade politiken baserad på en BNP-prognos).

Tabell 3 Finanspolitikens konjunkturanpassning i Sverige

	År	Finansiellt sparandes avvikelse från överskotts- målet	Strukturellt sparandes avvikelse från överskotts- målet	Finansiellt sparandes förändring	Strukturellt sparandes förändring
Calmfors med flera (2022)	1996–2018	Starkt kontracyklisk	Acyklisk		
Lyhagen och Shahnazarian (2023)	2001–2021	Starkt kontracyklisk	Svagt kontracyklisk	Starkt kontracyklisk	Svagt kontracyklisk
Finanspolitiska rådet (2023) ex post	2002–2022	Starkt kontracyklisk	Kontracyklisk	Starkt kontracyklisk	Kontracyklisk
Finanspolitiska rådet (2023) ex ante	2002–2022	Starkt kontracyklisk	Ganska kontracyklisk	Starkt kontracyklisk	Kontracyklisk

Studierna visar samstämmigt att det totala finansiella sparandet varierat starkt kontracykliskt. Slutsatserna om den aktiva finanspolitiken varierar däremot. Calmfors med flera (2022) finner att det strukturella sparandet varit acykliskt, medan Lyhagen och Shahnazarian (2023) menar att det varit svagt kontracykliskt och Finanspolitiska rådet (2023) att det varit kontracykliskt (cirka 0,25 procentenheters högre strukturellt sparande när BNP-gapet är 1 procentenhet större). Finanspolitiska rådets studie är den enda som beaktar att orsakssambandet mellan BNP-gap och finansiellt sparande är dubbelriktat: BNP-gap kan utlösa en motverkande finanspolitik, men denna påverkar också BNP-gapet. Därför kan det finnas skäl att fästa störst vikt vid rådets studie.

Även enligt Finanspolitiska rådet har dock den aktiva finanspolitiken ibland varit olämpligt utformad. Det tydligaste fallet är under den globala finanskrisen 2009 när det strukturella sparandet endast marginellt understeg dåvarande överskottsmål trots ett negativt BNP-gap på cirka fem procent av BNP.¹⁹ Under högkonjunkturåret 2007 låg det strukturella sparandet bara cirka 0,5 procentenheter över överskottsmålet trots ett positivt BNP-gap på nästan fyra procent.

19 Enligt Calmfors med flera (2022) var finanspolitiken rentav procyklisk detta år.

Man bör vara försiktig med slutsatser om den troliga finanspolitiken vid ett deltagande i valutaunionen från observationer av politiken utanför. Men eftersom penningpolitiken under nuvarande valutaregim kunnat anpassas till de specifika svenska förhållandena, borde incitamenten för en konjunkturanpassad finanspolitik stärkas vid ett euro-medlemskap.

Finanspolitikens konjunkturanpassning i EU och euroområdet

Mycket av den internationella forskningen om hur finanspolitiken anpassats till konjunkturläget avser länderna i euroområdet eller hela EU. Studierna visar att den aktiva finanspolitiken ofta varit procyklisk så att konjunktursvängningarna inte motverkats utan förstärkts.²⁰ Detta har förklarats med politiska incitament att använda potentiella budgetöverskott i högkonjunkturer till utgiftsökningar och skattesänkningar samt med att budgetregler och marknadsreaktioner tvingat fram åtstramningar i lågkonjunkturer.

Bilden av ofta procyklisk finanspolitik bekräftas i några nya studier. De skiljer mellan finanspolitiska intentioner och utfall. Cronin och McQuinn (2021) fann att såväl planerna som utfallen för offentlig konsumtion i EU-länderna 2011–18 i genomsnitt var procykliska, men de förra mer än de senare. Larch med flera (2021) samt Gootjes och de Haan (2022) undersökte i stället konjunkturmönstret för det konjunkturjusterade primära sparandet i EU-länderna (2001–19 respektive 2001–15).²¹ Enligt den förra studien förelåg ett procykliskt mönster: En förändring av BNP-gapet med 1 procentenhet innebar i genomsnitt en förändring i motsatt riktning av det konjunkturjusterade primära sparandet med mellan 0,2 och 0,4 procent av potentiell BNP. Det procykliska mönstret var starkare i hög- än lågkonjunkturer, om den offentliga skuldsättningen var hög och om stabilitetspaktens finanspolitiska regler åsidosatts. Den procykliska inriktningen verkade inte bero på svårigheterna att bedöma BNP-gapet – mönstret var detsamma när

20 Se till exempel Larch med flera (2021) för en sammanfattning.

21 Det primära finansiella sparandet exkluderar kapitalinkomster och ränteutgifter.

finanspolitiken i stället relaterades till mer observerbara konjunkturindikatorer som förändring i industriproduktion eller arbetslöshet.

Gootjes och de Haan (2022) fann ett svagare procykliskt mönster än Larch med flera (2021): en minskning (ökning) av det realiserade konjunkturjusterade primära sparandet med cirka 0,2 procent av BNP när BNP-gapet ökar (minskar) med 1 procentenhet. I kontrast till Cronin och McQuinn (2021) indikerar Gootje och de Haans resultat (2022) att det procykliska mönstret gäller det realiserade utfallet men inte de ursprungliga planerna. Ett annat resultat – i linje med Larch med fleras (2021) – är att finanspolitiken var mindre procyklisk i låg- än högkonjunkturer, med mer bindande finanspolitiska regler samt en mer effektiv offentlig förvaltning.

Det är inte uppenbart vilka slutsatser som kan dras för svensk del från analyser av mönstret för finanspolitiken i EU (euroområdet). Klart är dock att Sverige uppfyller flera av de kriterier som enligt studierna motverkar ett procykliskt beteende: låg offentlig skuldkvot, en tradition av att respektera finanspolitiska regler och en effektiv offentlig förvaltning. Dessutom bör observeras att just i de djupa lågkonjunkturerna 2009 (den globala finanskrisen) och 2020 (pandemikrisen) var den aktiva finanspolitiken i de flesta EU-länderna kontracyklisk.

Erfarenheterna från Danmark kan vara intressanta eftersom landets Maastrichtskuld minskat på liknande sätt som Sveriges. Danmark deltar inte i valutaunionen men har en fast växelkurs mot euron. Styrräntan måste därför följa ECB:s. Alltså är det bara finanspolitiken som kan användas för att stabilisera en konjunktur som utvecklas annorlunda än i euroområdet. Enligt Andersen (2024) har den aktiva finanspolitiken för det mesta varit kontracyklisk. Ett undantag var dock perioden 2004–07 då en expansiv politik fördes samtidigt som ekonomin överhettades. Detta bidrog till den fastighetsprisbubbla som sedan brast i samband med den globala finanskrisen 2008–09 och ledde till en djup ekonomisk nedgång under de följande åren.

2.4 Sammanfattande bedömning av finanspolitikens möjligheter att ersätta nationell penningpolitik

Den låga offentliga skuldsättningen i Sverige ger finanspolitiken helt andra möjligheter att vid ett euromedlemskap motverka negativa asymmetriska konjunkturstörningar idag än vid valutaunionens start 1999. Det är inte heller troligt att stabilitetspaktens regler skulle lägga hinder i vägen.

De automatiska stabilisatorerna i Sverige brukar ses som starka även om de försvagats något över tid. Konventionella beräkningar beaktar emellertid inte att det kommunala balanskravet, i varje fall i kraftiga konjunkturedgångar, ställer krav på utgiftsminskningar (eller skattehöjningar) i kommunerna om inte deras ekonomi förstärks genom aktiva beslut om höjda statsbidrag. Vid ett medlemskap i valutaunionen förstärks de argument som förts fram för att stärka de automatiska stabilisatorerna – genom regler om konjunkturanpassade statsbidrag och en konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring.

Det finns anledning tro att aktiva finanspolitiska åtgärder i varje fall delvis kan vara ett substitut för en egen penningpolitik vid asymmetriska konjunkturstörningar. Eftersom den aktiva finanspolitiken i Sverige för det mesta förts konjunktursvagt under de senaste decennierna, verkar det troligt att så skulle ske även vid ett euromedlemskap. Svensk ekonomi kännetecknas av sådana drag som i internationella jämförelser befunnits främja en konjunktursvagt finanspolitik.

Möjligheter att stärka den aktiva finanspolitikens roll i konjunkturstabiliseringen

Det finns välkända problem med en aktiv finanspolitik.²² Beslutsprocessen är normalt långsammare än för en centralbanks penningpolitik – även om pandemin visade att de finanspolitiska besluten kan snabbas på i en djup kris. Det finns också risk för feldosering, inte minst därför att finanspolitikens utformning även påverkas av många andra överväganden än stabiliseringspolitiska. Vid ett medlemskap i valuta-

²² Se till exempel Calmfors med flera (2022).

unionen finns därför starka skäl att göra förändringar som ökar sannolikheten för att aktiv finanspolitik ska användas effektivt i konjunkturstabiliseringen.

En *första* möjlighet är att i högre grad använda *halvautomatiska stabilisatorer*. Dessa är förberedda paket av åtgärder som snabbt kan aktiveras genom diskretionära beslut. Arbetsmarknadsprogram är en traditionell sådan åtgärd. En annan halvautomatisk stabilisator är det system för stöd till korttidsarbete som infördes 2014 men som aldrig använts. För att aktiveras krävs ett regeringsbeslut som ska grundas på en bedömning av Konjunkturinstitutet om att det föreligger en synnerligen djup lågkonjunktur. Calmfors med flera (2022) och Calmfors (2023) föreslog att paket med inkomstskatterabatter eller bidragsutbetalningar för användning i lågkonjunkturer borde förberedas. Åtgärderna skulle främst kunna riktas mot låginkomsthushåll, som har en högre marginell konsumtionsbenägenhet än höginkomsthushåll. Halvautomatiska stabilisatorer för att strama åt ekonomin i högkonjunkturer är också önskvärda. I en viss mening finns redan sådana, eftersom den svenska finanspolitiken i frånvaro av aktiva beslut tenderar att stramas åt. Det beror på att skatteintäkterna automatiskt växer ungefär proportionellt med BNP (lönerna), medan de offentliga utgifterna inte gör det: en del är fixerade i kronor tills beslut om förändringar fattas (såsom statsbidragen till kommunerna), andra är indexerade till prisnivån (många sociala ersättningar) och ytterligare andra till löneutvecklingen med frångång av förväntad produktivitetsökning (anslag till statliga myndigheter).

En *andra* möjlighet är att låta den aktiva finanspolitiken styras av en *handlingsregel*, ungefär som många centralbanker följer någon variant av Taylorregel (enligt vilken styrräntans avvikelse från den neutrala räntan – den ränta som varken stimulerar eller stramar åt efterfrågan – bestäms av BNP-gap och inflationens avvikelse från inflationsmålet). Långtidsutredningen (2023) föreslog detta. I Danmark har De Økonomiske Råd (2007) förordat en princip enligt vilken offentlig konsumtion och offentliga investeringar bör minskas (ökas) med 1 procent för varje procentenhets ökning (minskning) av BNP-gapet. Enligt rådet skulle det innebära att cirka $\frac{1}{4}$ av en efterfrågestörning motverkas. Sådan partiell stabilisering motiveras med risken för att BNP-gapet fel-

bedöms och att konjunkturrörelser kan bero på både efterfråge- och utbudsschocker.

En tredje möjlig förändring gäller *Finanspolitiska rådet*. Det ska idag *i efterhand* bedöma om finanspolitiken är förenlig med hållbara offentliga finanser och de budgetpolitiska målen samt hur den förhåller sig till konjunkturutvecklingen. Uppgiften skiljer sig från det ursprungliga förslaget i STEMU-utredningen (2002), som var att det vid en eventuell euroanslutning, i syfte att stärka finanspolitikens konjunktur-stabiliserande roll, borde inrättas ett finanspolitiskt råd för att ge rekommendationer om lämplig finanspolitik. Förslaget motiverades främst av en oro för att finanspolitiken inte skulle vara tillräckligt åtstramande i högkonjunkturer.

Nya EU-regler om oberoende finanspolitiska institutioner från 2024 innebär att Finanspolitiska rådets roll måste vidgas – även om Sverige kvarstår utanför valutaunionen. Det har tillkommit en uppgift att ”utarbета, bedöma eller godkänna regeringens kortsiktiga och fleråriga prognoser”. I enlighet med det ska Finanspolitiska rådet, med assistans från Konjunkturinstitutet, fortsättningsvis i februari varje år bedöma budgetpropositionens makroekonomiska prognoser (Budgetpropositionen för 2026). En nyhet i EU-reglerna är att regeringen antingen måste följa den oberoende finanspolitiska institutionens bedömning av prognoserna eller förklara varför man inte gör det.²³ Dessutom slår reglerna fast att rådet löpande ska kommunicera sina bedömningar. De beskrivna förändringarna är steg i riktning mot STEMU-utredningens ursprungliga förslag men bör kompletteras med ett uppdrag om att också ge framåtsyftande rekommendationer (Calmfors med flera 2022, Calmfors 2023).

23 En tillkommande uppgift för de oberoende finanspolitiska institutionerna enligt EU:s nya regler är också att de ska yttra sig om de prognoser och antaganden som ligger till grund för nettoutgiftsbanan i de finans- och strukturpolitiska planerna (se avsnitt 2.1). Finanspolitiska rådet tilldelas också en sådan uppgift i budgetpropositionen för 2026.

3 Interndealveringar

En annan möjlig anpassningsmekanism vid en svagare konjunktur-utveckling i ett euroland än i resten av valutaunionen är *interndealvering*: att depreciera den reala växelkursen, alltså sänka relativa lönekostnader och priser gentemot övriga euroländer genom lägre lönekostnadsökningar eller rentav lönekostnadssänkningar. Tanken är det ska öka nettoexporten och dra igång den inhemska konjunkturen igen.

Interndealvering är främst aktuell när en tidigare överhettning inneburit högre pris- och lönekostnadsökningar än i resten av valutaunionen, så att följden blivit en real appreciering och bytesbalansunderskott som måste reduceras – till exempel därför att kapitalinflödena hotas av ett plötsligt stopp. Detta hände i de baltiska staterna (som bundit sig till fasta växelkurser mot euron bland annat eftersom sådana utgjorde ett konvergensvillkor för euroanslutning) under den globala finanskrisen 2008–09 samt i Grekland, Italien, Portugal och Spanien under eurokrisen 2010–12.

Man kan skilja mellan två slags interndealveringar. Den ena genomförs med *finanspolitiska* medel, den andra genom att *löner och andra avtalsförmåner* anpassas men utan direkt medverkan från finanspolitiken.

3.1 Finanspolitisk interndealvering

Lägre lönekostnader (lönekostnadsökningar) kan åstadkommas genom sänkta lagstadgade sociala avgifter (arbetsgivaravgifter). Men om detta genomförs isolerat, försvagas de offentliga finanserna. Detta är i regel inte önskvärt i ett läge när en interndealvering är aktuell, alltså i en konjunkturförsvagning efter en överhettning då stora pris- och lönehöjningar försämrat den internationella konkurrenskraften och lett till stora bytesbalansunderskott. Då har oftast även stora budgetunderskott uppkommit. Därför måste lägre arbetsgivaravgifter kombineras med budgetförstärkningar i form av höjningar av andra skatter eller neddragningar av offentliga utgifter.

I en nykeynesiansk analysmodell kan under vissa antaganden en kombination av sänkta arbetsgivaravgifter och höjd moms exakt replikera en extern devalvering (Fahri med flera 2013). I äldre keynesianska modeller replikeras en extern devalvering också av en kombination av sänkta arbetsgivaravgifter och höjda inkomstskatter eller minskade transfereringar (Calmfors 1993).

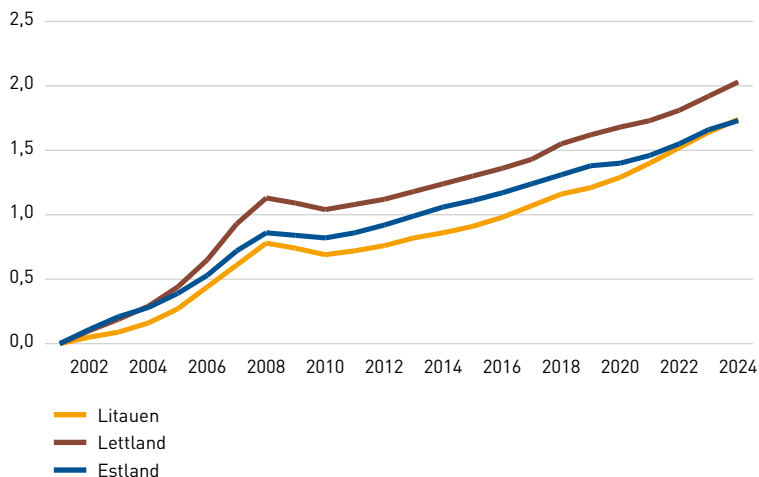
Finanspolitiska interndealveringar har knappast använts i euroområdet, kanske därför att det är svårt att genomföra tillräckligt stora skatte- och utgiftsförändringar. Ett problem kan vara att en kraftig momshöjning i förhållande till grannländer skapar incitament för ökad gränshandel.

Under den svenska 1990-talskrisen gjordes en mindre finanspolitisk interndealvering i syfte att förbättra den internationella konkurrenskraften utan att överge den fasta växelkursen. Efter en krisuppgörelse mellan den borgerliga regeringen och den socialdemokratiska oppositionen hösten 1992 sänktes arbetsgivaravgifterna 1993 med 4,3 procentenheter. Detta finansierades genom olika skattehöjningar: av moms, inkomstskatt samt bensin- och tobaksskatt (Lewin 2009). Omedelbart innan kronan släpptes fri den 19 november 1992 tillkännagav regeringen också en större, likaledes finansierad, sänkning av arbetsgivaravgifterna (Calmfors 1996). Förslaget kom dock för sent för att påverka växelkursförväntningarna och valutautflödena. Det går inte att veta om denna interndealvering verkligen hade genomförts ifall man inte tvingats överge den fasta växelkursen.

3.2 Interndealvering genom lönebildningen

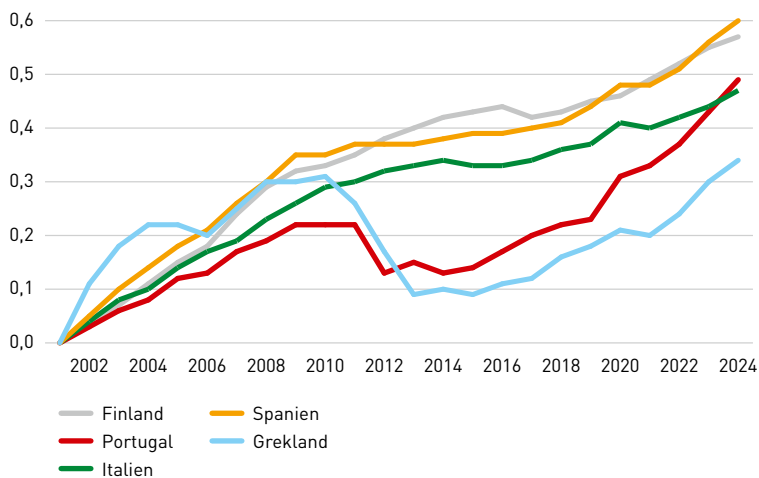
Den andra typen av interndealvering är genom lägre löneökningar eller lönesänkningar. Denna anpassningsmekanism användes i såväl de baltiska staterna under den globala finanskrisen som flera av periferiländerna under eurokrisen. I några fall skedde mycket stora lönesänkningar. Mellan 2008 och 2010 föll den nominella lönekostnaden i hela ekonomin med cirka 9 procent i Lettland och Litauen samt med cirka 4 procent i Estland (figur 4). Den nominella lönekostnaden sjönk med hela 20 procent i Grekland 2010–13 och med 9 procent i Portugal 2010–12 (figur 5).

Figur 4 Nominell lönekostnad per timme i hela ekonomin i de baltiska länderna, 2002–24, logaritmerat index



Anm.: Index har satts till 1 år 2001. Diagrammet visar det logaritmerade indexet.
Källa: Eurostat.

Figur 5 Nominell lönekostnad per timme i hela ekonomin i några euroländer, 2002–24, logaritmerat index



Anm.: Se figur 4.
Källa: Se figur 4,

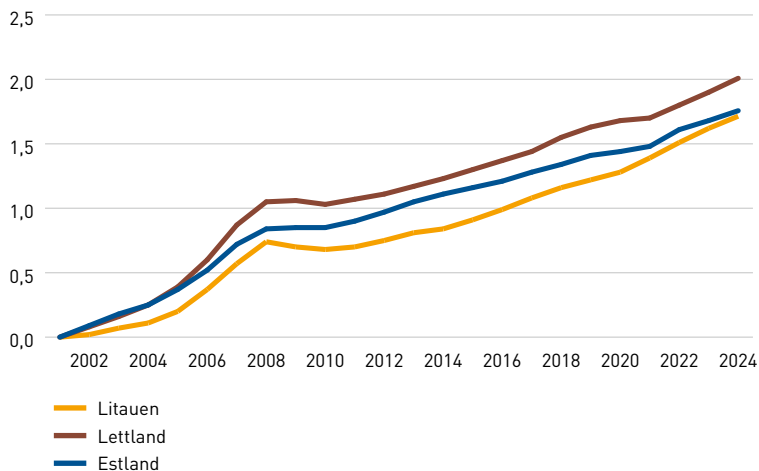
Interndealvering av detta slag är ett *imperfekt* substitut för en extern devalvering. En löneanpassning tar längre tid att genomföra och tycks kräva en större initial uppgång av arbetslösheten (se Calmfors 2013). Dessutom uppstår initialt en motverkande effekt på efterfrågan därför att realräntan stiger när löneanpassningen leder till lägre inflation (eller deflation).²⁴ Detta påverkar temporärt konsumtion och investeringar negativt. Så småningom drar emellertid den deprecierade reala växelkursen ekonomin uppåt i takt med att nettoexporten ökar, samtidigt som realräntan faller när löne- och prisökningar återgår till högre nivåer.

Det har förts en omfattande diskussion om, och då i vilken grad, interndealveringarna via lönebildningen bidrog till att vända den ekonomiska utvecklingen i de baltiska staterna och euroområdets periferiländer. Konsensus tycks vara att interndealveringarna hade begränsad betydelse. Lönesänkningarna gällde mer offentlig än privat sektor. Det illustreras av figurerna 6 och 7 som visar den nominella lönekostnadsutvecklingen i industrin. En jämförelse med figurerna 4 och 5 ger vid handen att lönesänkningarna var mindre i industrin än i hela ekonomin.²⁵ Lönesänkningarna påverkade därför de offentliga finanserna mer än nettoexporten. Ökningen av exporten tycks enligt flera bedömare mer ha hängt samman med ökade exportansträngningar när hemmamarknaden var svag, eurons depreciering mot andra valutor och en allmän återhämtning i världsekonomin (Kattel och Raudia 2013, IMF 2018, Baudino med flera 2022).

24 En sådan effekt uppstår också vid finanspolitiska interndealveringar som inte involverar momshöjningar.

25 I Lettland och Litauen var lönekostnadssänkningarna 2008–10 9 procent i hela ekonomin och 2 respektive 6 procent i industrin. I Estland föll lönekostnaderna med 4 procent i hela ekonomin men inte alls i industrin. I Grekland sjönk den nominella lönekostnaden 2010–13 med 20 procent i hela ekonomin och 17 procent i industrin.

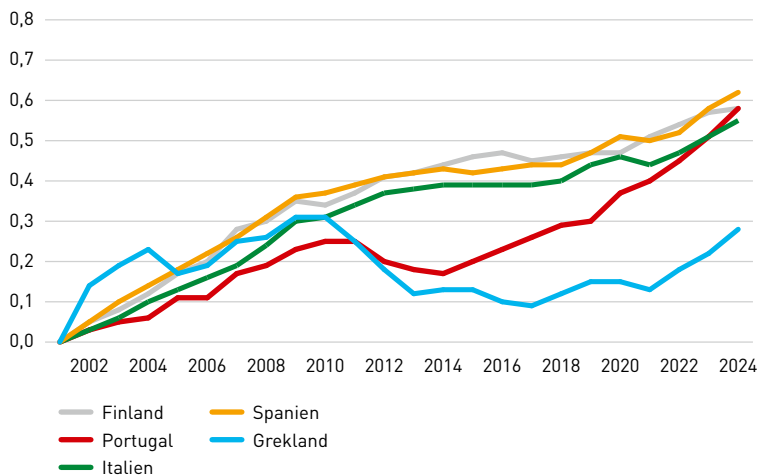
Figur 6 Nominell lönekostnad per timme i industrin i de baltiska länderna, 2002–24, logaritmerat index



Anm.: Se figur 4.

Källa: Eurostat.

Figur 7 Nominell lönekostnad per timme i industrin i några euroländer, 2002–24, logaritmerat index



Anm.: Se figur 4.

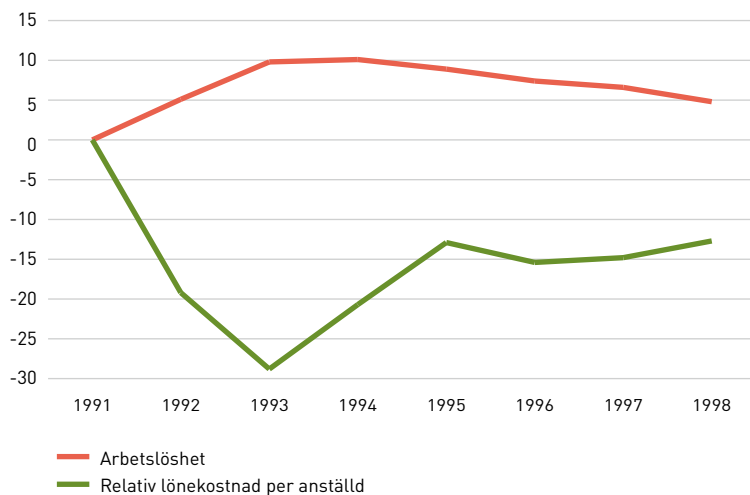
Källa: Eurostat.

Enligt Blanchard med flera (2013) berodde den stora sänkningen av Lettlands relativa enhetsarbetskostnader i industrin 2008–09 främst på stora produktivitetsökningar (till följd av *labour shedding* och en återgång till tidigare trend), inte på lönesänkningar. Det har också framhållits att acceptansen i de baltiska staterna för lönesänkningar var stor därför att de föregåtts av en period med mycket stora löneökningar. Dessutom kunde löneanpassningarna säljas in med argumentet att de var en förutsättning för att upprätthålla en fast växelkurs och därmed för ett snabbt eurointräde (Blanchard med flera 2013, Kattel och Raudia 2013).

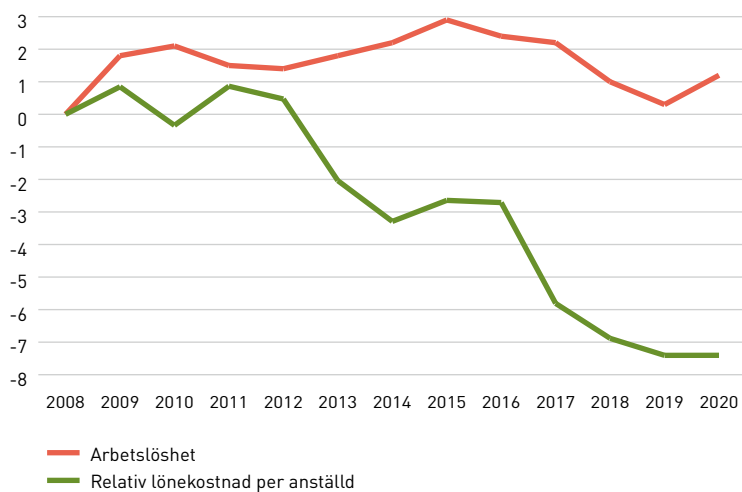
De baltiska lönesänkningarna underlättades även av att såväl den fackliga organisationsgraden som kollektivavtalens täckningsgrad var låg.²⁶ Afonso (2019) pekar på att statliga ingrepp i lönebildningen tycks ha varit en förutsättning för stora löneanpassningar i de krisande euroländerna. I Grekland tog staten över minimilönernas bestämning från arbetsmarknadsparterna, ny lagstiftning tillät företagsvisa kollektivavtal med lägre löner än i avtalen på branschnivå, möjligheter till kollektivavtal med andra sammanslutningar av arbetstagare än fackförbund infördes och lagstiftad allmängiltigförklaring av branschvisa kollektivavtal (så att också företag utan kollektivavtal omfattas) avskaffades. I Portugal underlättades löneanpassningen av att minimilönerna redan före eurokrisen var lagstiftade. Under krisen infördes vidare mer restriktiva villkor för allmängiltigförklaring av kollektivavtal. I Italien och Spanien ingrep inte regeringen direkt i lönebildningen på liknande sätt som i Grekland och Portugal.

26 År 2009 var den fackliga organisationsgraden 8 procent i Estland, 15 procent i Lettland och 10 procent i Litauen.

Figur 8 Förändring av relativ lönekostnad i gemensam valuta (procent) och av arbetslöshet (procentenheter) i Finland
(a) 1991–98



(b) 2008–20



Källa: EU-kommissionen.

Finland är ett nordiskt exempel på interndevalvering via lönebildningen. Landet drabbades efter den globala finanskrisen av ytterligare makroekonomiska problem under första hälften av 2010-talet till följd av att Nokias mobiltelefonteknologi inte längre var konkurrenskraftig, vikande efterfrågan på skogs- och stålprodukter samt bortfallande export till Ryssland. För att stärka den internationella konkurrenskraften slöts 2010–16 en serie centraliserade trepartsavtal om återhållsamma löneökningar. Mest långtgående var konkurrenskraftspakten 2016. Den fryste 2017 lönerna i näringslivet, sänkte dem i offentlig sektor, överförde sociala avgifter från arbetsgivarna till löntagarna och förlängde årsarbetstiden (Savolainen 2016). Resultatet blev minskade lönekostnader med cirka 2 procent mellan 2016 och 2017 i både hela ekonomin och industrin (se figurerna 5 och 7). Även denna interndevalvering visar på betydelsen av statlig intervention. Konkurrenskraftspakten kom till efter hot från regeringen om ytterligare utgiftsnedskärningar och skattehöjningar ifall en ”frivillig” överenskommelse inte kunde nås.

I Finlands fall är det också intressant att jämföra den relativa kostnadssänkningen genom interndevalvering efter 2008 med den relativa kostnadssänkning som skedde genom en valutadepreciering på 1990-talet. Figur 8 visar hur mycket större och snabbare den relativa kostnadsanpassningen var på 1990-talet. Den genomfördes då på två år, medan den tog sju år efter 2008.

3.3 Sammanfattande bedömning av interndevalveringar

En interndevalvering sänker, liksom en valutadepreciering, de relativa lönekostnaderna och stimulerar på så sätt nettoexporten. Det saknas i stort sett exempel på finanspolitiska interndevalveringar som substitut till valutakursförändringar i euroländerna och länder med fast växelkurs. Det beror antagligen på att sådana interndevalveringar kräver mycket stora förändringar i skattestrukturen och/eller de offentliga utgifterna för att få betydande effekter. Därför är det osannolikt att finanspolitiska interndevalveringar skulle bli ett viktigt anpassningsinstrument i Sverige.

I både de baltiska länderna 2008–09 och några av de krisande euro-länderna 2009–13 gjordes däremot stora interndevalveringar via lönebildningen. Dessa skedde i situationer med hög arbetslöshet. Lönebildningssystemen skiljer sig dock kraftigt i dessa länder från i Sverige: svagare fack och lägre täckningsgrad för kollektivavtalen i Baltikum och mer statlig inblandning i lönebildningen i Grekland och Portugal. Även Finland som använt sig av lönepolitiska interndevalveringar har en annan tradition av regeringsingripanden i lönebildningen än Sverige.

De institutionella förhållandena med starka fack, hög täckningsgrad för kollektivavtalen och frånvaro av statlig inblandning i avtalsförhandlingarna talar emot interndevalveringar genom lönebildningen som en viktig anpassningsmekanism i Sverige. Men förutsättningarna kan ändå vara bättre än när EMU-utredningen gjordes 1996, eftersom löneavtalen sedan Industrins samarbetsavtal 1997 varit mer ansvarsfulla. Exempel är industrins krisavtal om korttidsarbete 2009–10 under den globala finanskrisen, prolongeringen av rådande löneavtal i sex månader under pandemikrisen 2020 och lägre löneökningar än i de flesta konkurrentländer under 2022–23 års inflationsperiod.

4 Finanspolitiska transfereringar mellan EU-länderna

Alltsedan en valutaunion inom EU började diskuteras på 1970-talet har frågan om finanspolitiska transfereringar mellan medlemsstaterna i syfte att hantera avvikande konjunkturer uppmärksammas. En lång rad förslag om ett europeiskt transfereringssystem har lagts fram (se Poghosyan 2014 eller Burriel med flera 2020 för översikter). Det har framhållits att sådana finanspolitiska transfereringar är mer ändamålsenliga än nationella finanspolitiska stimulanser vid en negativ asymmetrisk efterfrågestörning därför att verkan inte riskerar att motverkas av Ricardianska ekvivalenseffekter, alltså att hushållen inser att budgetunderskott nu kan behöva betalas av budgetöverskott i framtiden.

En utgångspunkt är studier av hur finanspolitiska transfereringar inom stater motverkar makroekonomiska störningar i enskilda regio-

ner. Många analyser avser delstater i federala stater som Kanada, USA och Tyskland. Den vanliga metodiken är att undersöka i vilken grad effekten på regionala disponibla inkomster av svängningar i regional produktion dämpas av det nationella skatte- och bidragssystemet. Skattningarna varierar mellan studier av olika länder och beroende på statistisk metod, men i senare analyser varierar de disponibla inkomsterna runt tio procent mindre än regional produktion (Poghosyan 2014, Buriell med flera 2020). Det är främst hushållens skattebetalningar till den federala budgeten och transfereringar från den till hushållen som påverkas, medan däremot direkta transfereringar till de regionala (delstatliga) myndigheterna spelar en liten roll.

Den federala budgeten har i studerade länder omfattat minst 15–30 procent av BNP. EU:s gemensamma budget utgör däremot inte mer än cirka 1 procent av BNP. Den har därför liten betydelse för att motverka landspecifika konjunkturstörningar. Många av EU-budgetens utgifter (jordbruksstöd, regionalstöd och så vidare) är inte heller lämpliga som inkomstöverföringar mellan medlemsstaterna i syfte att stabilisera konjunkturen (EMU-utredningen 1996). Det förklarar varför det lagts fram många förslag om särskilda transfereringssystem baserade till exempel på skillnader i arbetslöshetsutvecklingen eller rentav innefattande en gemensam europeisk arbetslöshetsförsäkring.²⁷

4.1 Utvecklingen inom EU

Den politiska aptiten på institutionella system för konjunkturbetingade inkomstöverföringar mellan euroländerna har emellertid varit liten. Det finns en rädsla att sådana system ska betyda permanenta transfereringar till vissa medlemsstater. De inkomstöverföringar som sker mellan regioner (delstater) inom länder tycks också innebära mer av permanent omfördelning än riskdelning vid asymmetriska störningar (Poghosyan 2014). En risk med permanenta transfereringssystem för att hantera skillnader i konjunkturutveckling är också att de nationella incitamenten för en ansvarsfull finanspolitik som ska skapa handlingsutrymme i kriser försvagas.

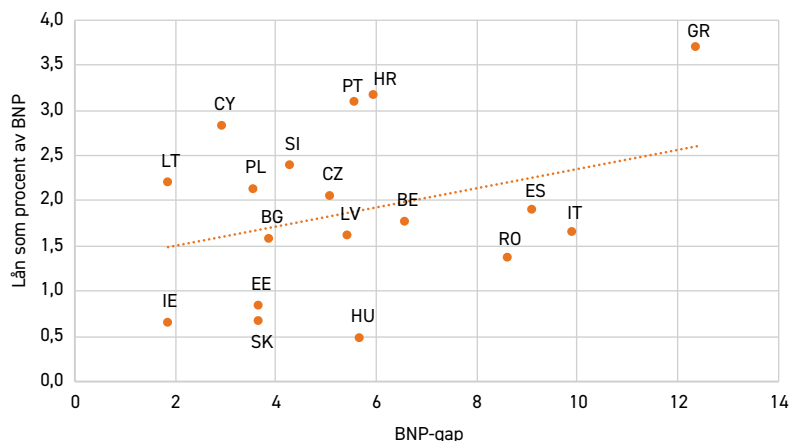
27 Dullien (2014), Arnold med flera (2018) samt Buti och Messori (2021) är exempel.

Samtidigt har det i EU under de senaste femton åren gjorts en rad insatser för att stödja enskilda medlemsländer. Dessa initiativ diskuteras i kapitel 7 av Andersson och Jonung. Deras fokus är risken att stöd till krisande euroländer ska medföra kostnader för svenska skattebetalare vid ett svenskt euromedlemskap. Men andra sidan av en större benägenhet att i krislägen stödja enskilda euroländer är att de stabiliseringspolitiska riskerna med ett svenskt deltagande i valutaunionen minskar.

Under eurokrisen fick flera av euroområdets periferiländer finansiellt stöd via de räddningsfonder som då etablerades. En permanent institutionell förändring var upprättandet av den europeiska stabilitetsmekanismen, ESM. Den kan bevilja lån till euroländer i akut statsskuldskris. Dessa lån har också en stabiliseringspolitisk dimension, eftersom de kan förhindra de stora budgetnedskärningar som annars skulle krävas om underskott inte längre kan lånefinansieras. Men ESM-lån är förbundna med strikta villkor om att länder som får stöd vidtar kraftfulla finanspolitiska konsolideringsåtgärder, som också kan fördjupa en lågkonjunktur. Lån från ESM bör därför inte ses som något kraftfullt stöd för att motverka asymmetriska konjunkturstörningar.

Pandemikrisen 2020–21 kom att innebära EU-åtgärder av mer direkt stabiliseringspolitisk karaktär. År 2020 infördes SURE-programmet, Europeiska instrumentet för tillfälligt stöd för att minska risken för arbetslöshet i en krissituation. EU-kommissionen tog upp lån på 100 miljarder euro för vidareutlåning till medlemsstaterna under 2020–22, främst för att finansiera nationella stödprogram för korttidsarbete. Låneutbetalningarna uppgick till 1,5–2,5 procent av medelvärdet för BNP 2020–21 för de flesta länder som använde stödet och för några – Cypern, Portugal, Kroatien och Grekland – till så mycket som 2,5–3,5 procent (figur 9). Enligt Kommissionens bedömning sänktes medlemsstaternas räntekostnader till följd av att upplåningen gjordes gemensamt. Detta i kombination med en lång återbetalningstid kan ha ökat omfattningen av de nationella stödprogrammen för korttidsarbete, men det är svårt att veta med hur mycket. Enligt diagrammet finns bara ett svagt samband mellan hur stora de ekonomiska störningarna (mätta som justerade BNP-gap) var 2020–21 och lånens omfattning.

Figur 9 Sure-lån till olika EU-länder 2020–22 och justerade BNP-gap, procent av medelvärdet för BNP 2020–21



Anm.: Se figur 1 angående det justerade BNP-gapet. Detta avser här skillnaden mellan potentiell och faktisk BNP och inte tvärtom som i tidigare diagram.

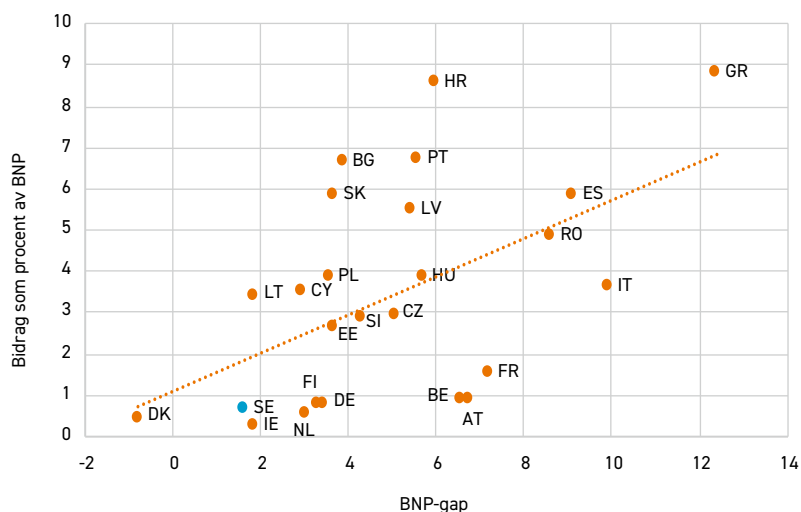
Källa: Egna beräkningar baserade på AMECO och Eurostat.

I samband med pandemin tillkom också EU:s återhämtningsfond, Faciliteten för återhämtning och resiliens, som omfattar både bidrag (cirka 338 miljarder euro) och lån (cirka 386 miljarder euro) till medlemsstaterna. Utbetalningarna inleddes 2021 och avslutas 2026. Fonden – och andra mindre satsningar inom *NextGenerationEU* – skulle stödja återhämtningen efter pandemin, motverka dess negativa socio-ekonomiska konsekvenser och samtidigt bidra till ”ett grönare, ett mer digitalt och ett mer motståndskraftigt Europa”.

Satsningarna finansierades genom att EU-kommissionen tog upp lån på den internationella kapitalmarknaden. Det har funnits ett stabiliseringspolitiskt syfte med bidragen eftersom länder vars ekonomier drabbades hårdare under pandemin tilldelats större bidrag. Länder med högre skuldsättning har haft större möjligheter till lån från återhämtningsfonden. Även det kan ha haft konjunkturpolitiska motiv, eftersom skuldtunga länder är mer begränsade i sin finanspolitik än

länder med låg skuld.²⁸ Figurerna 10 och 11 visar också att länder med större (negativa) BNP-gap i genomsnitt fått mer stöd. Det gäller särskilt för bidragen. De stabiliseringspolitiska effekterna är dock svåra att bedöma eftersom såväl låne- som bidragsutbetalningar fördelas över flera år. Effekter på den ekonomiska aktivitetsnivån under 2020–21 kan främst antas ha uppkommit i den mån som enskilda medlemsstater då vågade öka sina budgetunderskott i förväntan om framtida tillskott från återhämtningsfonden.

Figur 10 Allokeringar av bidrag från Faciliteten för återhämtning och resiliens samt justerade BNP-gap, procent av 2022 års BNP

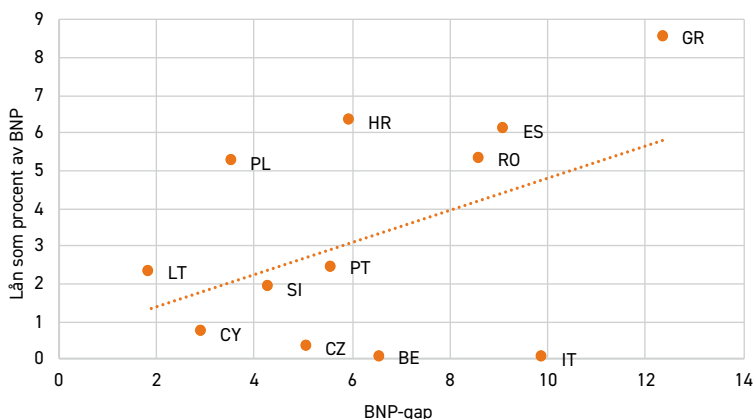


Anm.: Se figur 9.

Källor: Se figur 9.

28 Bidragen har också haft en inkomstutjämnande verkan, eftersom lägre BNP per capita varit ett kriterium för mer generöst stöd.

Figur 11 Allokeringar av lån från Faciliteten för återhämtning och resiliens samt justerade BNP-gap, procent av 2022 års BNP



Anm.: Se figur 9.

Källa: Se figur 9.

4.2 Slutsatser om finanspolitiska transfereringar

EMU-utredningens (1966) bedömde att det fanns ”politiska förutsättningar för endast en mycket långsam utbyggnad av eventuella transfereringssystem mellan länderna”. Denna slutsats gäller fortfarande. Utredningen menade även att det skulle ”finnas en tendens mot mer av inkomstöverföringar mellan deltagarländerna i den monetära unionen”.²⁹ Även detta har stämt. Utvecklingen har gått mot mer av delvis stabiliseringspolitiskt motiverade transfereringar. Dessa har dock beslutats i akuta situationer utan att det byggts upp några permanenta system för konjunkturbetingade transfereringar. Inkomstöverföringarna har inte begränsats till euroländerna utan avsett alla EU-länder. Över tid kan tendensen till finanspolitiska transfereringar till länder som drabbas av kraftiga lågkonjunkturer komma att förstärkas, även om några dramatiska förändringar knappast bör väntas.

Sannolikheten har således ökat för att Sverige i en kraftig landspecifik ekonomisk nedgång ska få visst finanspolitiskt stöd från andra

29 Slutsatserna återfinns på sid. 191.

EU-länder. Även om stöden inte begränsas till enbart euroländer, är de viktigare för dessa än för EU-länder utanför valutaunionen, eftersom de senare har tillgång till en egen penningpolitik. Det finns därför skäl anta att en mer positiv syn på finanspolitiska transfereringar inom EU i någon – men begränsad – mån kan minska de stabiliseringspolitiska riskerna med en svensk euroanslutning.

5 Övergripande slutsatser

Detta bidrag har diskuterat tre anpassningsmekanismer som skulle kunna ersätta nationell penningpolitik om konjunkturen i Sverige vid ett medlemskap i valutaunionen utvecklas annorlunda än i övriga deltagarländer: (i) nationell efterfrågestyrande finanspolitik; (ii) interndevalvering; och (iii) finanspolitiska transfereringar från andra EU-länder.

En låg offentlig skuldsättning ger idag Sverige en helt annan handelsfrihet än runt millennieskiftet att stabilisera en avvikande lågkonjunktur genom finanspolitiska stimulanser. EU:s finanspolitiska regler lägger sannolikt inte hinder i vägen. Budgetunderskottet riskerar visserligen att överskrida underskottstaket på tre procent av BNP i en djup asymmetrisk lågkonjunktur men då kan en nationell undantagsklausul komma att tillämpas. Även om så inte skulle ske, är finansiella sanktioner som inskränker den finanspolitiska handlingsfriheten osannolika.

De finanspolitiska multiplikatorerna är antagligen så stora att en ökad användning av finanspolitiken vid ett euromedlemskap för att stabilisera avvikande konjunktursvängningar delvis kan kompensera för förlusten av egen penningpolitik.

Finanspolitiken har tidigare i huvudsak förts kontracykliskt i Sverige. Incitamenten till det förstärks vid ett euromedlemskap. Sverige uppfyller flera av de kriterier som enligt studier främjar en kontracyklisk finanspolitik. Samtidigt finns välkända problem med en aktiv finanspolitik i form av risker för tidsfördröjningar och feldosering till följd av att beslutsprocessen är politisk. Därför finns skäl att vid ett deltagande i valutaunionen förstärka mekanismerna för en kontracyklisk politik. Det kan ske genom starkare automatiska och halvautomatiska

stabilisatorer, klarare handlingsregler för den aktiva finanspolitiken och ett tydligt uppdrag till Finanspolitiska rådet att ge konjunkturpolitiska rekommendationer. En utmaning blir att se till att finanspolitiken i lika hög grad används för att motverka asymmetriska högkonjunkturer som asymmetriska lågkonjunkturer.

Interndevalveringar kan användas för att utan en egen valuta stimulera nettoexporten genom att sänka de relativa lönekostnaderna gentemot omvärlden. Åtgärden kan främst bli aktuell efter en period av högre kostnadsökningar än i konkurrentländerna.

En finanspolitisk interndevalvering kombinerar sänkta arbetsgivaravgifter med höjda andra skatter eller sänkta offentliga utgifter. En mindre finanspolitisk interndevalvering är möjlig i Sveriges fall men skulle förmodligen ha begränsad betydelse. Stora interndevalveringar via lägre löneökningar eller lönesänkningar skedde i de baltiska länderna och euroområdet krisländer i samband med den globala finanskrisen. Metoden förutsätter antagligen hög arbetslöshet och verkar långsamt. En mer ansvarsfull lönebildning i Sverige sedan Industriavtalets tillkomst 1997 har ökat sannolikheten för en sådan interndevalvering i en kris. Men samtidigt har de institutionella förutsättningarna varit helt annorlunda i länder som genomfört lönepolitiska interndevalveringar: en tradition av statlig inblandning i lönebildningen eller svaga fackföreningar och låg kollektivavtalsstäckning. Interndevalvering genom lönebildningen skulle dock kunna ge ett mindre bidrag till konjunkturstabilisering i en djup svensk lågkonjunktur.

Finanspolitiska transfereringar från andra EU-länder är ett potentiellt kraftfullt verktyg för att motverka en djup lågkonjunktur i ett enskilt euroland. Men ett permanent transfereringssystem framstår fortfarande som osannolikt. Däremot är vissa inkomstöverföringar till hårt drabbade länder i akuta krissituationer troliga. Detta kan i någon mån förbättra Sveriges möjligheter att vid ett euromedlemskap hantera en isolerad djup lågkonjunktur.

Min sammanfattande slutsats är att möjligheterna att vid ett euromedlemskap delvis ersätta nationell penningpolitik med efterfrågestyrande nationell finanspolitik är goda – mycket bättre än runt millennieskiftet. En interndevalvering kan ge ett visst bidrag till konjunkturstabilisering efter en period av höga pris- och löneökningar. I

en djup kris har chansen att Sverige ska få hjälp genom finanspolitiska transfereringar från andra EU-länder ökat, men betydelsen är förmodligen begränsad. Totalt sett är möjligheterna att vid ett euromedlemskap motverka en konjunkturutveckling som avviker från den i andra euroländer mycket större idag än runt millennieskiftet.

Referenser

- Afonso A (2019), State-led Wage Devaluation in Southern Europe in the Wake of the Eurozone Crisis, *European Journal of Political Research*, 58.
- Almerud J och T Laun (2021), Finanspolitiska multiplikatorer i Sverige – ett allmänjämviktsperspektiv, *KI-kommentar*, 2021:29, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Andersen T (2023), Fiscal Stabilisers in Denmark, *Nordic Economic Policy Review*, 15.
- Almerud J och T Laun (2022), Finanspolitiska multiplikatorer i Sverige, *Ekonomisk Debatt*, 50.
- Andersson B och H Lundvall (2014), Penningpolitikens effekter, *Ekonomisk kommentar*, 16, Riksbanken, Stockholm.
- Arnold N, Bergljot B, Ture H, Wang H och J Yao (2018), A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area, IMF Staff Discussion Note, No 03, Washington.
- Batini N, Eyraud L, Forni L och A Weber (2014), Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections, IMF, Washington.
- Baudino, P, Lielkalne O, Reichenbachas T, Tamm M och R Vrbaski (2022), The 2008 Financial Crisis in the Baltic Countries, FSI Crisis Management Series No 3, Financial Stability Institute, Bank for International Settlements, Basel.
- Berggren E, Mammos S och I Strid (2024), Penningpolitikens effekter i Sverige under inflationsmålsperioden: skattningar med strukturella VAR-modeller, Staff memo, Riksbanken, Stockholm.

- Blanchard O J, Griffiths M och B Gruss (2013), Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis, *Brookings Papers on Economic Activity*, 47.
- Budgetpropositionen för 2026, Proposition 2025/26:1, Sveriges riksdag, Stockholm.
- Burriel P, Chronis P, Freier M, Hauptmeier S, Reiss L, Stegarescu D och S van Parys A (2014), A Fiscal Capacity for the Euro Area: Lessons from Existing Fiscal-Federal Systems, European Central Bank, Occasional Paper, 239.
- Buti M och M Messori (2021), Euro Area Policy Mix: from Horizontal to Vertical Coordination, CEPR Policy Insight, 113.
- Calmfors L (1993), Lessons from the Macroeconomic Experience of Sweden, *European Journal of Political Economy*, 9.
- Calmfors L (1996), Nationalekonomernas roll under det senaste decenniet – vilka är lärdomarna, i Jonung L (red.), *Ekonomerna i debatten – gör de någon nytta?* IVA och Ekerlids förlag, Stockholm.
- Calmfors L (2013), Överlever euron? i Söderström H T (red.), *Överlever euron?* Fores, Stockholm.
- Calmfors L (2023), *Nytt ramverk för finanspolitiken*, Bilaga 7 till Långtidsutredningen, SOU 2023:92, Stockholm.
- Calmfors L, Seim A och J Hassler (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi, Stockholm.
- Council of the EU (2025), Council Activates Flexibility in EU Fiscal Rules for 15 Member States to Increase Defence Spending, Press release, 582/25, 8 juli.
- Cronin D och K McQuinn (2021), The (Pro-)Cyclicality of Government Consumption in the EU and Official Expectations of Future Output Growth: New Evidence, *International Economics and Economic Policy*, 18.
- De Økonomiske Råd (2007, *Dansk Økonomi, forår 2007*, Köpenhamn.
- Dullien S (2014), A European Unemployment Benefit Scheme: How to Provide for More Stability in the Euro Zone, Bertelsmann Foundation, Berlin.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.

- Europeiska revisionsrätten (2022), Europeiskt instrument för tillfälligt stöd för att minska risken för arbetslöshet i en krissituation (Sure), Särskild rapport, 28.
- Fahri E, Gopinath G och O Itskhoki (2014), Fiscal Devaluation, *Review of Economic Studies*, 81.
- Finanspolitiska rådet (2023), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Gootjes B och J de Haan (2022), Procyclicality of Fiscal Policy in European Union Countries, *Journal of International Money and Finance*, 120.
- Hjelm G och P Stockhammar (2016), Short-Run Effects of Fiscal Policy on GDP and Employment: Swedish Evidence, Working Paper 147, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Izetsky E, Mendoza E G och C A Végh (2013), How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers, *Journal of Monetary Economics*, 60.
- IMF (2018), *Regional Economic Outlook: Europe*, Washington.
- Karras G (2012), Trade Openness and the Effectiveness of Fiscal Policy: Some Empirical Evidence, *International Review of Economics*, 59.
- Kattel R och R Raudia (2013), The Baltic States and the Crisis of 2008–2011, *Europe-Asia Studies, Taylor & Francis Journals*, 65.
- Karras G och M C-Y Yang (2022), Fiscal Policy in the 21st Century: Evidence on Automatic Stabilizers in the European Union, *Journal of Government and Economics*, 6.
- Larch M, Orseau E och W van der Wielan (2021), Do EU Fiscal Rules Support or Hinder Counter-cyclical Fiscal policy? *Journal of International Money and Finance*, 112.
- Laséen S, Lindé J och U Söderström (2022), Hur mycket påverkas inflationen av penningpolitiken? *Ekonomisk kommentar*, 13, Riksbanken, Stockholm.
- Lewin B (2009), Efter skattereformen, Underlagsrapport till Riksrevisionen, Stockholm.
- Lyhagen J och H Shahnazarian, *Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige*, Bilaga 5 till Långtidsutredningen, SOU 2023:90, Stockholm.
- Långtidsutredningen (2023), *Finanspolitisk konjunkturstabilisering*, SOU 2023:85, Stockholm.

- Poghoshyan T (2014), The Role of Fiscal Transfers in Smoothing Regional Shocks, i Cotarelli C, Gerson P och A Senhadji (red), *Post-crisis Fiscal Policy*, MIT Press.
- Saldomålskommittén (2024), *Från överskottsmål till balansmål*, SOU 2024:76, Stockholm.
- Savolainen A (2016), Finland: Tripartite Competitiveness Pact Signed, Eurofound, 2 september.
- Sigonius M (2024), Developments of Automatic Stabilisers in Sweden 1998–2022, *Nordic Economic Policy Review*, 15.
- STEMU-utredningen (2002), *Stabiliseringspolitik i valutaunionen*, SOU 2002:16, Stockholm.

Kommer Sverige att få betala för euroländernas höga offentliga skuldsättning vid ett euromedlemskap?

Fredrik N G Andersson och Lars Jonung

1 Inledning

Svaga offentliga finanser har varit ett bestående problem i euroområdet från starten 1999. Redan första året överskred den offentliga skuldsättningen det 60-procentiga gränsvärdet som anges i Maastrichtfördraget som en övre gräns för skuldsättningen i relation till BNP. Sedan dess har finanserna försämrats ytterligare och skuldkvoten har stigit med 20 procentenheter.¹ 2024 uppgick den till knappt 90 procent att jämföras med Sveriges skuldnivå på dryga 30 procent. Av dagens 20 euroländer har över hälften en skuld på mer än 60 procent. I fem av dessa är skuldkvoten över 100 procent.

Hög offentlig skuldsättning är förenad med betydande risker. Euroområdet har redan genomgått en större skuldkris 2010–15 då valutasamarbetet höll på att haverera. Detta var ingen unik händelse. I histo-

1 Siffran gäller för de ursprungliga tolv euroländerna. Av dessa införde elva länder euron i digital form 1999. Grekland tillkom som medlem 2001 och deltog vid införandet av de gemensamma sedlarna och mynten 2002.

rien finns flera exempel där bristande finanspolitisk disciplin har skapat djupa ekonomiska och politiska kriser.² Å andra sidan finns även exempel på länder som haft en betydligt högre skuldsättning än euroområdet och lyckats upprätthålla en väl fungerande ekonomi. Vidare har euroländerna sedan skuldkrisen aktivt arbetat med att ta fram nya verktyg för att motverka framtida skuldkriser (Andersson och Jonung 2023).

Stora budgetunderskott och redan hög offentlig skuldsättning i många euroländer i kombination med det akuta behovet av att stärka den militära kapaciteten (Europeiska kommissionen 2025) och de ambitiösa hållbarhetsmålen i den gröna given (Europeiska kommissionen 2024) väcker frågan: Kommer Sverige att få betala för euroländernas höga offentliga skuldsättning vid ett euromedlemskap? Eller är de reformer av det finanspolitiska ramverket som genomförts sedan eurokrisen tillräckligt effektiva för att motverka framtida kriser och se till att länder med välskötta offentliga finanser inte behöver betala för länder med en hög skuldsättningsgrad.

Syftet med detta kapitel är att besvara dessa frågor. Vi inleder därför med en genomgång av utvecklingen av de offentliga finanserna i euroområdet sedan euron etablerades 1999. Därefter granskas det finanspolitiska ramverket i euroområdet, trenden mot en gemensam finanspolitik inom EU samt de penningpolitiska krisåtgärderna som ECB använt. Med denna bakgrund riktar vi blicken mot framtiden för att diskutera om den politiska viljan är tillräcklig för att undvika en ny skuldkris. Här granskar vi hur faktorer som den växande populismen, investeringsbehoven inom försvar och klimat samt den åldrande befolkningen i Europa kommer att påverka den finanspolitiska disciplinen. Till sist ger vi vårt svar på frågan om de risker den offentliga skuldsättningen för med sig och hur en framtida eurokris och/eller *bail-outs* av högt skuldsatta länder (antingen direkt genom finansiella stöd eller indirekt genom kapitalförluster för ECB) kan tänkas påverka Sverige. Vi skiljer här mellan två scenarier: Sveriges som medlem i euroområdet och Sverige som ett land med en egen valuta och växelkurs.

2 Se Bordo och Jonung (2003) samt Jonung (2011).

2 De offentliga finanserna i euroområdet 1999–2023

2.1 Maastrichtfördraget och Stabilitets- och tillväxtpakten

Inom euroområdet ligger ansvaret för finans- och penningpolitiken på två skilda politiska nivåer. Finanspolitiken är en nationell kompetens där varje medlemsland utformar politiken inom de gemensamma ramar som euroländerna satt upp för finanspolitiken. Penningpolitiken däremot är gemensam och styrs av den politiskt oberoende Europeiska centralbanken (ECB) utifrån vad som är bäst för euroområdet som helhet. ECB får inte ta nationella hänsyn utan ska se till valutaunionens bästa. I praktiken betyder detta att stora ekonomier får ett större inflytande på den gemensamma penningpolitiken än små ekonomier.

Denna uppdelning på olika nivåer skapar en incitamentsstruktur som tenderar att driva på den offentliga skuldsättningen. I ett land med en nationell valuta disciplineras finanspolitiken av de finansiella marknaderna. En expansiv finanspolitik leder till stigande räntor, högre inflation och depreciering/devalvering av den nationella valutan. Innan euron infördes, präglades Europa av återkommande valutakriser när länder med svaga offentliga finanser och hög inflation tvingades att skriva ner värdet av sina valutor gentemot starkare valutor, som regel den tyska D-marken.

När ett land går in i en valutaunion, som euroområdet, urholkas detta signalsystem. Det finns inte längre någon nationell växelkurs som betygsätter den inhemska finanspolitiken. Finansmarknaderna kan dock fortfarande bedöma politiken genom räntesättningen på statsobligationer. Under eurons första år försvagades dock även denna signal och de långa räntorna konvergerade till mer eller mindre samma nivå oavsett den offentliga skuldnivån. Efter skuldskrisen har räntorna åter divergerat.

Eftersom svaga offentliga finanser i ett medlemsland kan skapa ekonomiska problem för hela valutaunionen, uppstår en förväntan att högt skuldsatta länder vid behov ska få en *bail-out* av den gemensamma centralbanken eller av övriga medlemsländer. Den finanspolitiska dis-

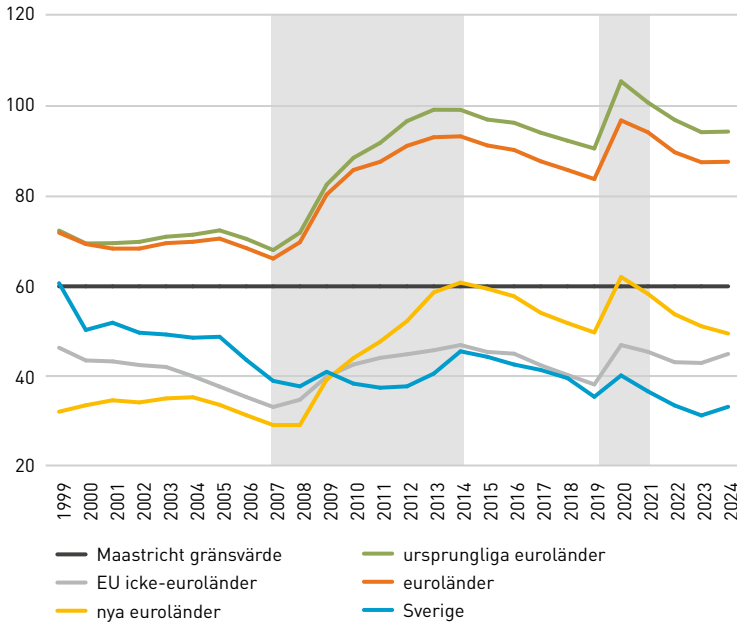
ciplin urholkas när ett enskilt medlemsland lättare kan bedriva en alltför expansiv finanspolitik utan att direkt och omedelbart bestraffas av finansmarknaderna med en fallande växelkurs. Med andra ord gör en valutaunion det möjligt för en enskild medlem att vara en fripassagerare, vilket driver upp skuldsättningen.

Denna risk var en av anledningarna till att den tyska regeringen under det tidiga 1990-talet – när valutaunionen utformades – drev igenom gemensamma regler om begränsningar av den offentliga skulden och det offentliga budgetunderskottet. Detta resulterade i Maastrichtfördragets gränsvärden för den offentliga skulden på 60 procent och för budgetunderskottet på 3 procent i relation till BNP. Stabilitets- och tillväxtpakten (STP) från 1997 gick ett steg längre med förtydligandet att det inte var fråga om riktvärden utan om övre gränser som medlemsländerna ska ligga under. När samhällsekonomin är i balans bör de offentliga finanserna också vara i balans eller till och med uppvisa ett litet överskott. STP stipulerade även att länder som bröt mot reglerna kunde bötfällas. Det finns dock exceptionella händelser då länder får avvika från Maastrichtreglerna, till exempel vid en större ekonomisk kris eller en pandemi. Finanspolitiken ska dock stramas åt så fort krisen är över.

2.2 Utvecklingen av de offentliga finanserna 1999–2023

Trots tydligt definierade gränsvärden översteg den sammanlagda skuldkvoten i euroområdet 60 procent redan vid starten 1999 (se figur 1). I Belgien och Italien var skulden över 100 procent av BNP. Trots detta fick länderna lov att gå med i valutasamarbetet. Grekland, som också hade en för hög skuldkvot fick däremot stå utanför tills 2001, lagom till införandet av fysiska sedlar och mynt 1 januari 2002.

Figur 1 Offentlig skuldsättning inom EU, 1999–2024, procent av BNP

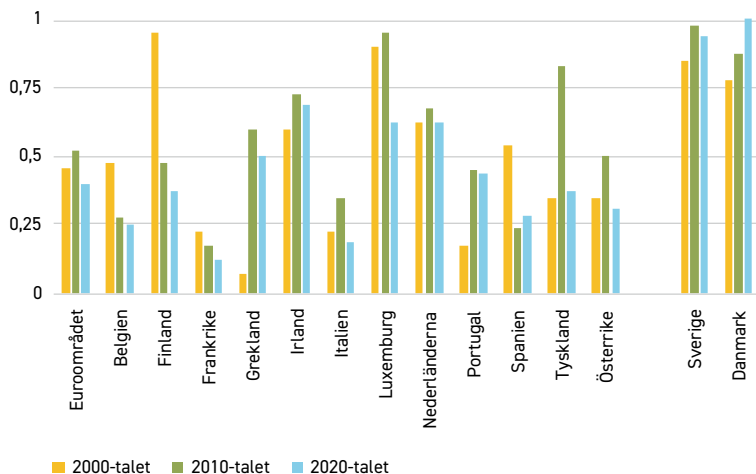


Anm.: Skuldkvoten för euroländerna samt de ursprungliga euroländerna beräknas som ett vägt genomsnitt, där varje lands vikt motsvarar dess andel av total BNP. För nya euroländer och icke-euroländer används i stället ett enkelt (ovägt) genomsnitt, då officiella vikter saknas för delar av perioden.

Källa: Eurostat.

Det finns tre huvudsakliga förklaringar till att skuldkvoten ökat efter eurons introduktion. Den första orsaken är att medlemsländerna helt enkelt inte följt reglerna. Detta framgår av figur 2, som illustrerar följsamheten hos de ursprungliga euromedlemmarna under tre perioder: 2000-talet, 2010-talet samt åren 2020–2023. Figur 2 återger ett index där värdet 1 betyder fullständig följsamhet och värdet 0 att landet bryter mot samtliga gemensamma finanspolitiska regler. Som framgår av figuren är skillnaden mellan länderna betydande. Belgien, Frankrike, och Italien uppvisar särskilt låg följsamhet.

Figur 2 Den faktiska följsamheten till reglerna i Stabilitets- och tillväxtpakten för de ursprungliga euroländerna samt Danmark och Sverige, 2000–23



Anm.: 1 = full efterlevnad, 0 = bryter mot samtliga finanspolitiska regler.

Källa: European Fiscal Board samt Larch med flera (2023).

Som en jämförelse omfattar figur 2 även Danmark och Sverige, som står utanför euroområdet. De har rekordhög följsamhet till STP. Detta kan jämföras med ett annat nordiskt land, eurolandet Finland, där följsamheten gått från hög under 2000-talet till låg därefter. EU-länder som inte deltar i eurosamarbetet har i regel en lägre offentlig skuldsättning än euroländerna (se figur 1). I den förra gruppen finns ingen tydlig trend uppåt i skuldsättningen. Om detta beror på att finansmarknadernas signaler och disciplinering fungerar mer effektivt kan vi enbart spekulera om. Det är dock tydligt att ett medlemskap i eurosamarbetet inte verkar öka regelefterlevnaden. Motsatsen tycks snarare gälla.

Den andra förklaringen till den stigande skuldkvoten är de starka ekonomiska störningar som inträffade under 2000-talet: den globala finanskrisen 2008–09 och den efterföljande skuldkrisen 2010–15 samt pandemin 2020–22, markerade som grå fält i figur 1. Skuldkvotens utveckling belyser en form av *ratchet*-effekt. Varje kris har bidragit till en skulduppgång. Efter krisen har skuldkvoten pressats ner något,

men inte till nivån före krisen och långt ifrån gränsvärdet på 60 procent. Kriserna är dock en ofullständig förklaring till de stigande skulderna. Såväl finanskrisen som pandemin var globala kriser som slog mot både euro- och icke-euroländer. I de flesta länder utanför valutaunionen har skuldkvoten förblivit trendmässigt stabil med enbart tillfälliga fluktuationer i samband med kriserna. I dessa länder har finanspolitiken fungerat som det var tänkt, det vill säga som en kortsiktig stabilisator av den ekonomiska aktiviteten.

Den tredje förklaringen till stigande skuldkvoter är svag ekonomisk tillväxt. Länder med en hög skuldsättning har haft relativt låg tillväxt. Enligt data från OECD (2024) var den totala tillväxten i BNP per capita mellan 1999 och 2023 enbart 23 procent i de ursprungliga euroländerna. I Italien var tillväxten nästan obefintlig, låga 9 procent. Denna siffra kan jämföras med en tillväxt på 36 procent i Sverige och 38 procent i USA under samma period.

Låg tillväxt påverkar skuldsättningen på flera sätt. Skatteintäkterna blir lägre och utgifter för arbetslöshet och andra sociala utgifter tenderar att stiga. Svag tillväxt betyder även att det inte går att "växa" ut ur en hög skuldkvot. Sedan 1999 har skuldkvoten i Sverige halverats i relation till BNP samtidigt som skulden har ökat räknat i kronor och ören. Utan ekonomisk tillväxt hade Sverige haft en mycket högre skuldkvot än idag.

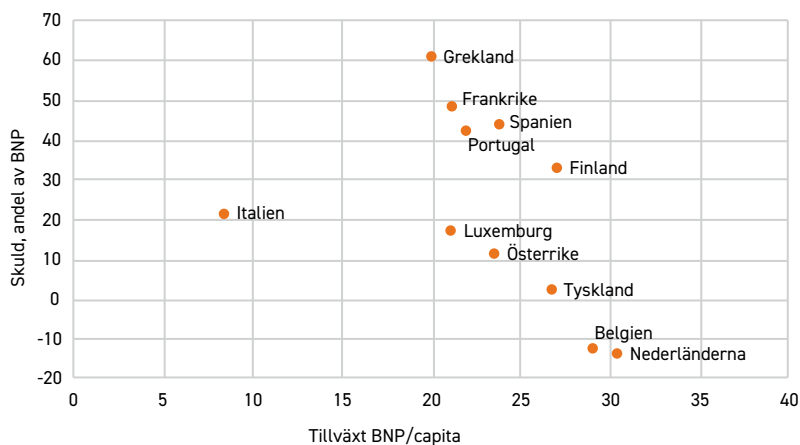
Hur tillväxten påverkar skuldkvoten illustreras i figur 3 för de ursprungliga euroländerna. Som framgår av figuren har länder med en högre tillväxt haft en lägre skulduppbyggnad och vice versa. Italien skiljer sig från mönstret genom en något lägre skuldökning än väntat baserat på dess låga tillväxt. Den redan höga statsskulden vid införandet av euron 1999 har i praktiken begränsat Italiens möjligheter till ytterligare skuldsättning.

Figur 3 visar på två grupper av euroländer: en där skulduppbyggnaden varit särskilt stor och en där skulduppbyggnaden varit mer begränsad eller där skulderna till och med minskat. I den förstnämnda gruppen ingår länder som drabbades relativt hårt av 2000-talets ekonomiska kriser, bland annat Grekland, Portugal och Spanien. Här återfinns även Finland som har genomgått en djup strukturomvandling sedan finanskrisen 2008–09. En central orsak var nedgången för Nokia, vars kris

fick breda negativa effekter på produktivitet och tillväxt i den finländska ekonomin genom spridningseffekter i leverantörsledet (OECD 2023). I den andra gruppen ingår länder där kriseffekten varit mer begränsad, till exempel Belgien, Nederländerna, Tyskland och Österrike.

Tillsammans belyser dessa två grupper den ökade betydelse finanspolitiken får vid djupare kriser, i synnerhet när nationell penningpolitik inte längre står till förfogande för att stabilisera ekonomin. I ett sådant läge är det värdefullt med ett finanspolitiskt handlingsutrymme som möjliggör en aktiv finanspolitik. I praktiken betyder det att den offentliga skulden före krisen måste ligga långt under Maastrichtfördragets gränsvärde på 60 procent. Skulle skuldnivån ligga nära 60 procent före krisen, finns en hög sannolikhet att skulden efter krisen tydligt överstiger gränsvärdet. Detta tvingar landet att snabbt slå om till en stram finanspolitik för att stabilisera de offentliga finanserna, vilket kan hämma den ekonomiska återhämtningen. Utvecklingen visar även att länder kan drabbas olika hårt vid globala kriser. Ett land kan behöva en mer expansiv stabiliseringspolitik än vad valutaunionen som helhet kräver.

Figur 3 Tillväxt och offentlig skuld i de ursprungliga euroländerna, 1999–2023, procent



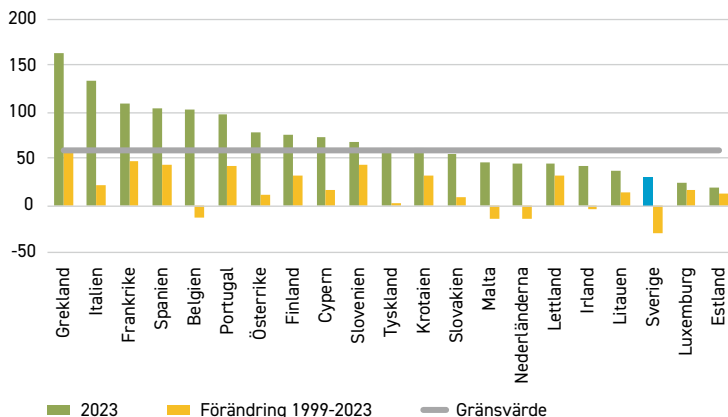
Källor: Eurostat (skuld) och OECD (tillväxt).

Så här långt har vi fokuserat på de generella trenderna. Låt oss nu studera de enskilda euroländernas offentliga skulder. Dessa återges i figur 4 tillsammans med den svenska skulden som en jämförelse. Det finns stora skillnader inom valutaunionen. Euroländerna i västra och södra Europa har haft särskilt svårt att stabilisera sin skuldsättning. I enbart fyra länder har skuldkvoten minskat sedan 1999: Belgien, Irland, Malta och Nederländerna. Även om nytilkomna euroländer i Central- och Östeuropa tenderat att ha en lägre skuldkvot, uppvisar även dessa en relativt omfattande skulduppbyggnad efter 1999, främst i samband med den globala finanskrisen 2008–09.

I högt skuldsatta euroländer blir räntekostnaden omfattande. I Italien och Grekland, länderna med högst skuldkvot, översteg denna utgift 3 procent av BNP 2023 att jämföras med den svenska räntekostnaden på 0,7 procent av BNP. Räntekostnaden sjönk under åren då ECB köpte statsobligationer (se avsnitt 5), men har sedan dess åter stigit. Den offentliga sektorn måste således ha relativt stora primära budgetöverskott för att finansiera räntekostnaden, vilket är en politisk utmaning.³ I många länder är skulderna idag redan så höga att det är svårt att ytterligare öka belåningen. Detta har bidragit till en utveckling där EU-kommissionen tar upp gemensamma lån som sedan lånas vidare till högt skuldsatta medlemsländer. På så sätt kan de låna till en lägre ränta än vad som annars hade varit möjligt. Övriga EU-länder agerar som borgenärer för lånen. Vi återkommer till detta i avsnitt 6.

3 Det primära underskottet är skillnaden mellan statens intäkter och utgifter exklusive räntebetalningar och kapitalinkomster.

Figur 4 Offentlig skuldsättning 2023 samt förändring 1999–2023, procent av BNP



Källa: Eurostat.

3 Det finanspolitiska ramverket i euroområdet – ett ramverk i förändring

Maastrichtfördragets gränsvärden och hotet om sanktioner mot länder som bryter mot de finanspolitiska reglerna har inte varit tillräckliga för att motverka skulduppbyggnaden. Olika reformer har därför genomförts för att stärka ramverket och förbättra efterlevnaden. Tabell 1 sammanfattar de viktigaste reformerna från Maastrichtfördraget 1993 till de senaste reformerna 2024.

Ramverkets förändring kan ses som en pendelrörelse mellan hårdare och mjukare regler, driven av en inbyggd politisk konflikt mellan valutaunionens intresse av stabila offentliga finanser och medlemsstaternas önskan att kunna bedriva en mer expansiv finanspolitik. Ibland har pendeln slagit över till förmån för unionens disciplin, ibland till förmån för det nationella handlingsutrymmet. En stabil balans mellan dessa motstridiga intressen har ännu inte uppnåtts.

Tabell 1 Utvecklingen av de finanspolitiska reglerna inom EU, 1993–2024

Reform	Sammanfattning
1993 Maastrichtfördraget – gränsvärden införs.	Fördraget bestämmer gränsvärdet för den offentliga skulden mätt som andel av BNP (60 procent) och det offentliga budgetunderskottet mätt som andel av BNP (3 procent). Dessa gränsvärden gäller fortfarande.
1997 Stabilitets och tillväxtpakten (STP) – förtydliganden och övervakning.	Förtydligade att gränsvärdena utgör en övre gräns med målet att uppnå balans eller överskott i de offentliga finanserna på medellång sikt. Nya regler för samordning, övervakning och sanktioner vid regelbrott. Nationella stabilitetsprogram införs för att underlätta övervakningen av finanspolitiken och stärka samordningen mellan euroländerna.
2005 Lättnader av budgetreglerna och medelfristiga budgetplaner.	En aktiv konjunkturpolitik underlättas med att kravet på balans ersätts med landspecifika medelfristiga budgetmål som tar hänsyn till strukturella faktorer. Nya regler för hur snabbt länder med för stora underskott måste konsolidera sina finanser.
2011 Sexpaket – stärkt övervakning.	Förbättrad samordning och övervakning av finanspolitiken genom den europeiska terminen. Lättare att införa sanktioner mot länder som bryter mot reglerna. Tydligare regler för hur snabbt de offentliga finanserna måste konsolideras. Nytt riktmärke som begränsar tillväxten i de offentliga utgifterna till potentiell BNP tillväxt.
2012 Fördraget om stabilitet, samordning och styrning (<i>European Fiscal Compact</i>) – stärkt legal grund för reformerna av de finanspolitiska reglerna.	Ett nytt mellanstatligt avtal stärker den legala grunden för STP-reformen, med alla medlemsländer utom Storbritannien och Tjeckien som deltagare. Sverige, som står utanför euron, är inte förpliktigat att följa alla delar, inklusive att skriva in reglerna i grundlagen. Euroländer måste ha en lagstadgad mekanism som korregerar finanspolitiken vid brott mot de medelfristiga budgetmålen.
2013 Tvåpaket – stärkt övervakning och förbättrad koordination.	EU-kommissionen roll stärks. Varje land måste årligen i oktober skicka in en budgetplan för granskning och godkännande, för att säkerställa efterlevnad av STP:s regler.
2024 Reformerad STP – nationella finans- och strukturpolitiska planer.	Medelfristiga finans- och strukturpolitiska planer lanseras. Planerna ska underlätta strukturreformer samtidigt som de offentliga finanserna konsolideras. Nytt mål för de nominella offentliga nettoutgifterna införs. Stokastisk skuldanalys ges en central roll för hur snabbt de offentliga finanserna måste konsolideras.

Under årens lopp har kritik mot de finanspolitiska reglerna framförts. Den kan sammanfattas i följande punkter:

- (i) Det finanspolitiska ramverket har inte uppfyllt sitt mål att begränsa den offentliga skuldsättningen till 60 procent av BNP. Kritiker av regelverket betonar bland annat att reglerna lett till en procyklisk, snarare än kontracyklisk, finanspolitik och därmed bidragit till makroekonomisk instabilitet.⁴
- (ii) Reglerna har varit för rigida och förhindrat att finanspolitiken stöttat ekonomin under perioder av strukturella tillväxtreformer och/eller stora ekonomiska kriser.
- (iii) Reglerna har varit baserade på svårsmätta variabler, såsom potentiell BNP och strukturellt budgetunderskott,⁵ vilket gjort det besvärligt att i realtid utforma och övervaka finanspolitiken.
- (iv) Ramverket har i praktiken stoppat ekonomiska sanktioner mot länder som brutit mot reglerna.
- (v) Ramverket har förhindrat hänsyn till nationella politiska och ekonomiska förhållanden samt saknat förankring i den nationella politiska debatten.
- (vi) Ramverket har inte vilat på fullgod statistik i realtid över finanspolitiken hos enskilda medlemsländer.

De senaste reformerna av ramverket från 2024 utgör delvis ett svar på denna kritik genom att öka flexibiliteten så att medlemsländer lättare kan använda finanspolitiken under lågkonjunktur, samtidigt som det ska vara enklare att övervaka och utvärdera finanspolitiken samt utkräva sanktioner mot länder som systematiskt bryter mot ramverket. De viktigaste förändringarna är de följande:

- (i) Mål för det strukturella budgetunderskottet avskaffas eftersom det är svårt att i realtid mäta potentiell BNP.

4 Se till exempel Fischer med flera (2008), Larch med flera (2010), Wyplosz (2022), Blanchard med flera (2021), Calmfors (2023) och Menguy (2024).

5 Potentiell BNP avser den långsiktiga nivån på produktionen i ekonomin vid full resursanvändning utan inflationstryck. Det strukturella budgetunderskottet är det offentliga underskottet justerat för konjunkteffekter och engångsposter

- (ii) Ett nytt budgetmål för de nominella offentliga nettoutgifterna införs.⁶ I nettoutgifterna ingår *inte* utgifter för räntor på den offentliga skulden, naturkatastrofer, pandemier med mera.
- (iii) De tidigare stabilitetsprogrammen ersätts av medelfristiga finans- och strukturpolitiska planer (*national medium-term fiscal-structural plans*). Nettoutgiftsbanan fastställs i planen så att både centrala strukturreformer och investeringar kan genomföras och den offentliga skulden minskar om den överstiger 60 procent av BNP. Planerna löper över 4–7 år. Länder med större reformbehov kan få en längre anpassningsperiod.
- (iv) Nettoutgiftsbanan beräknas genom en så kallad stokastisk skuldanalys (*stochastic debt analysis*, DSA) där utgiftsbanan med 70 procents sannolikhet ska få skulden att röra sig mot gränsvärdet på 60 procent av BNP om skulden är för hög.
- (v) Syftet med DSA är att förankra utgiftsbanorna i respektive lands ekonomiska kontext i stället för att förlita sig på mer strikta regler som fallet var med tidigare reformer. Länder med för stort offentligt budgetunderskott eller för hög offentlig skuld måste ändå reducera dessa enligt vissa minimikrav. Länder med en skuld över 90 procent måste minska denna med minst en procentenhet per år och länder mellan 90 och 60 procent med minst 0,5 procentenheter per år. Länder med ett strukturellt underskott på mer än 1,5 procent måste reducera underskottet med minst 0,4 procentenheter per år under en fyraårsperiod eller med 0,2 procentenheter under en sjuårsperiod. Även om reglerna flyttar fokus till den nominella nettoutgiftsbanan, spelar således det strukturella underskottet fortfarande en roll.
- (vi) Länder kan initiera en process där finans- och strukturpolitiska planerna förhandlas om vid behov.
- (vii) Storleken på de ekonomiska sanktionerna som Kommissionen kan föreslå för länder som bryter mot reglerna reduceras för att öka sannolikheten att sanktionerna inte stoppas.

6 Nettoutgifterna utgörs av offentliga utgifter (exklusive räntebetalningar, EU-finansierade utgifter och cykliska arbetslöshetsrelaterade utgifter) minus diskretionära intäkter.

Förhoppningen är att DSA ska förankra finanspolitiken i behovet av nationella reformer och investeringar och därigenom öka sannolikheten att de enskilda euroländerna följer reglerna. Skiftet från fokus på det strukturella budgetunderskottet till nominella utgiftsbanor ska göra det lättare att planera och i realtid övervaka den årliga utformningen av finanspolitiken. Potentiell BNP, en variabel som är svår att mäta och som därför ofta blivit föremål för politisk diskussion och förhandling, spelar en mindre central roll både i den nationella budgetprocessen och i kommissionens uppföljning av de offentliga finanserna. Samtidigt omfattar inte utgiftsbanorna alla utgifter, vilket kan försvåra en budgetkonsolidering.

Det är för tidigt att avgöra hur 2024 års reformer kommer att påverka finanspolitikens inriktning i framtiden. Det finns dock anledning att vara skeptisk. För de högst skuldsatta länderna innebär de framtagna nettoutgiftsbanorna en realekonomisk åtstramning som kommer att vara svår att genomföra. Till exempel måste länder som Frankrike och Italien begränsa tillväxten i nettoutgifterna till cirka 1,5 procent per år fram till 2031. Detta motsvarar en real åtstramning. Som en jämförelse tillåts nettoutgifterna i Danmark och Sverige, med lägre skuldkvoter, att växa med 4 procent per år. Att det skulle vara möjligt att under sju år genomföra en real åtstramning förefaller knappast realistiskt i dagens politiska situation, något vi diskuterar närmare i avsnitt 6. Finanspolitiska regler måste vara möjliga att följa för att kunna vara verkningsfulla.

2024 års reformer kan ses som av mer teknisk natur än reformer som bidrar till högre efterlevnad. Kritiken mot reformerna pekar bland annat på att DSA bygger på osäkra ekonomiska antaganden som kan leda till antingen en alltför expansiv eller kontraktiv finanspolitik (Pench 2024, Darvas med flera 2024, Wyplosz 2022). Minimireglerna i punkt (v) för hur snabbt skulden och/eller budgetunderskottet måste minska leder till att flera länder blir tvungna att strama åt de offentliga finanserna signifikant de kommande åren, eftersom deras offentliga skulder ligger långt över det tillåtna gränsvärdet på 60 procent. Detta kan antas motverka fokus på tillväxtreformer och nödvändiga offentliga investeringar (Menguy 2024). Sannolikheten för att länder ska följa de nya reglerna

när det innebär en kraftig åtstramning är relativt låg.⁷ Samtidigt är åtstramningar nödvändiga för att värna den långsiktiga stabiliteten i flera länders offentliga finanser.

En tolkning av den finanspolitiska utvecklingen i euroområdet är att de finanspolitiska reglerna har varit verkningslösa. Vissa forskare, till exempel Hughes Hallet och Hougaard Jensen (2012) samt Beyala och Owoundi (2025), finner stöd för denna tolkning. Annan forskning tyder på att finanspolitiska regler bidragit till ett bättre finanspolitiskt utfall (Jonung och Larch 2006, Bergman med flera 2016, Calmfors 2023, Caselli och Wingender 2021, Brändle och Elsener 2024 och Potrafke 2025). Någon entydig och klar slutsats finns ännu inte i den livliga forskningen på området. Snarare ser det ut som att den ekonomiska och politiska situationen avgör huruvida regeringar väljer att följa ramverkets regler eller inte.

EU:s finanspolitiska regler har bidragit till en debatt och ett tryck på länder med svaga offentliga finanser att åtminstone inte ytterligare öka belåningen. Regelverket har spelat, och spelar fortsatt, en viktig roll i att motverka en ännu snabbare försämring av de offentliga finanserna. Samtidigt har inte Stabilitets- och tillväxtpakten (STP) levt upp till sina ursprungliga ambitioner. Det är tveksamt om 2024 års reformer kommer att ändra på detta.

4 Krisverktyg och steg mot en gemensam finanspolitik

Risken för att Sverige behöver betala för andra länders skulder bygger inte enbart på tillståndet i de nationella offentliga finanserna. Den är också kopplad till vilka åtaganden Sverige gör – både som EU-medlem och, i ett hypotetiskt scenario, som medlem i euroområdet – rörande stödet till skuldsatta länder om dessa skulle hamna i ett akut krisläge. Denna fråga har blivit relevant i takt med att EU:s krishantering har förändrats och steg tagits mot en gemensam finanspolitik.

⁷ I både Frankrike och Tyskland har budgeten och behovet av finanspolitisk åtstramning bidragit till regeringskriser.

Efter skuldkrisen 2010–15 har en rad finans- och penningpolitiska krisverktyg införts, där euroländer genom olika typer av ekonomiska stöd till krisdrabbade länder ska förhindra att en framtida kris sprids till andra länder, såsom var fallet under skuldkrisen 2010–15. Dessa instrument är knutna till euroområdet och omfattar inte direkt länder utanför valutaunionen som Sverige. Som ett komplement till dessa omedelbara krisverktyg har det även tillkommit vad som kan karakteriseras som ett embryo till en gemensam finanspolitik med finanspolitiska transfereringar mellan europeiska länder. Dessa omfattar alla EU-länder och är inte direkt kopplade till ett euromedlemskap.

För att bedöma risken för att Sverige i framtiden kan behöva bidra till att täcka kostnader för överskuldssatta länder måste vi därför granska såväl krisverktygen som utvecklingen mot en mer integrerad finanspolitik.

Egentligen borde frågan kring *bail-outs* vara en icke-fråga. EU-fördraget innehåller nämligen en så kallad icke-undsättningsklausul, som fastslår att varken EU som helhet eller enskilda medlemsländer får ta ansvar för ett annat lands skulder.⁸ Denna bestämmelse ger en juridisk grund för Sverige att avstå från att delta i finanspolitiska stödåtgärder. I praktiken har dock utformningen av euroområdets krisverktyg och EU:s begynnande finanspolitik gjort det möjligt att kringgå denna regel (se nedan).⁹

4.1 Finanspolitiska krisverktyg i euroområdet

I samband med skuldkrisen etablerades Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF) och Europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen (EFSM) med syftet att ge temporärt finansiellt stöd till länder som inte längre kunde finansiera sig på kapitalmarknaden. Dessa krisverktyg var enbart tänkta som tillfälliga instrument för att motverka den då pågående krisen. En permanent fond upprättades 2012 genom den Europeiska stabilitetsmekanismen (*European Stability Mechanism*, ESM) med säte i Luxemburg. Här är det viktigt

8 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:12008E125>.

9 https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-QZ-569462_EN.pdf?redirect=.

att notera att ESM är ett mellanstatligt avtal mellan euroländerna och ligger utanför EU-samarbetet.

Vid en statsfinansiell kris då ett euroland inte längre kan finansiera sig på kapitalmarknaderna till hållbara räntor kan ESM bevilja lån till det krisdrabbade landet. Eftersom fonden ger lån, och inte direkta bidrag, anses den inte bryta mot icke-undsättningsklausulen – lånen ska återbetalas. ESM-lånen innebär dock en risk för övriga medlemsländer. Eftersom de tar på sig rollen som borgenärer, kan de tvingas täcka förluster om det krisdrabbade landet inte kan eller vägrar att återbeta sina skulder.

Lån beviljas enbart under strikta villkor. För att få tillgång till lån måste landet underteckna ett makroekonomiskt anpassningsprogram, som utformas i samarbete med EU-kommissionen, Europeiska centralbanken (ECB) och i vissa fall Internationella valutafonden (IMF). Programmet innebär att landet åtar sig att genomföra strukturella reformer och budgetkonsolidering för att återställa ekonomisk stabilitet och långsiktig hållbara offentliga finanser.

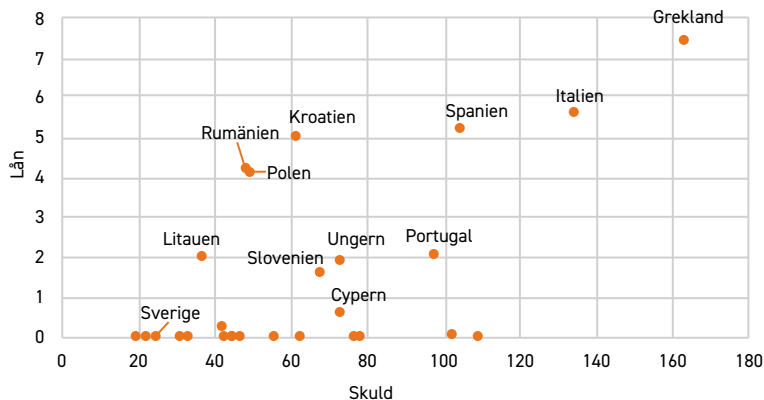
ESM har en utlåningskapacitet på upp till 500 miljarder euro, vilken garanteras av ett kombinerat system av inbetalt kapital och kapital som kan krävas från medlemsländerna vid behov. Finansieringen sker huvudsakligen genom emission av obligationer och skuldförbindelser på de internationella finansmarknaderna, där ESM utnyttjar sin höga kreditvärdighet för att låna till gynnsamma villkor. Hur mycket varje medlemsland bidrar till fonden beror på storleken på befolkningen och landets ekonomi. Länder som Belgien och Österrike, med en liknande storlek som Sverige, står för mellan 2,5 och 3 procent av kapitalet.

Modellen med vidareutlåning till medlemsländer har utgjort en förebild för senare tillkomna finanspolitiska instrument i EU. Under pandemin upptog EU gemensamma lån genom *Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE, samt återhämtningsprogrammet, *NextGeneration EU*, NGEU (se avsnitt 4.2). SURE, som etablerades i maj 2020, var en tillfällig lånefacilitet med en total volym på upp till 100 miljarder euro, utformad för att stödja medlemsstaternas utgifter för korttidsarbete, lönebidrag och stöd till egenföretagare. Europeiska kommissionen emitterade obligationer och vidarebefordrade lånen till medlemsstaterna. Finansieringen backades upp av garantier från med-

lemsstaterna på sammanlagt 25 miljarder euro, vilket gjorde det möjligt för EU att låna till förmånliga villkor och vidareutlåna dessa medel till länder med pressade statsfinanser. Till skillnad från stödlån från exempelvis ESM var SURE-lånen inte kopplade till krav på strukturella reformer.

Alla länder har inte tagit del av lånen. Främst är det högt skuldsatta syd-, central- och östeuropeiska länder som lånat från SURE och NGEU (se figur 5). Detta är länder för vilka kapitalmarknaderna kräver en relativt hög ränta. Länder som på egen hand kan låna till förmånliga räntor, såsom Sverige, har inte tagit del av lånefaciliteten. I relation till storleken på den nationella ekonomin har Grekland lånat mest, cirka 7 procent av BNP, följt av Italien, Kroatien och Spanien på omkring 5 procent av BNP.

Figur 5 Lån från SURE och NGEU samt offentlig skuldsättning, 2023, procent av BNP



Källa: Eurostat och Europeiska kommissionen.

Konstruktionen med vidareutlåning har vunnit allt större gehör inom EU. Kommissionens föreslagna modell för att finansiera återuppbyggnaden av det europeiska försvaret bygger delvis på samma ansats. Den omfattar vidareutlåning till medlemsländerna på upp till 150 miljarder

euro.¹⁰ Modellen med gemensamma lån där länder med goda offentliga finanser i praktiken agerar som borgenärer för länder med hög skuldsättning tycks således ha blivit mer vanlig i EU.

4.2 Mot en gemensam finanspolitik

En parallell utveckling till ESM och systemet med vidareutlåning är de steg som tagits mot en gemensam finanspolitik. Denna process har sin grund i *De fem ordförandenas rapport* från 2015, som diskuterade lärdomarna efter finans- och skuldkriserna. Rapporten författades av dåvarande EU-kommissionens ordförande Jean-Claude Juncker, Europeiska rådets ordförande Donald Tusk, eurogruppens ordförande Jeroen Dijsselbloem, ECB:s chef Mario Draghi och Europaparlamentets ordförande Martin Schulz. Deras slutsats var att enbart en krismekanism som ESM inte räcker för att hantera större kriser. Vid större ekonomiska chocker krävs även en gemensam finanspolitik för att stötta ekonomiskt svaga medlemsländer och därmed förhindra att en skuld kris uppstår eller förvärras.

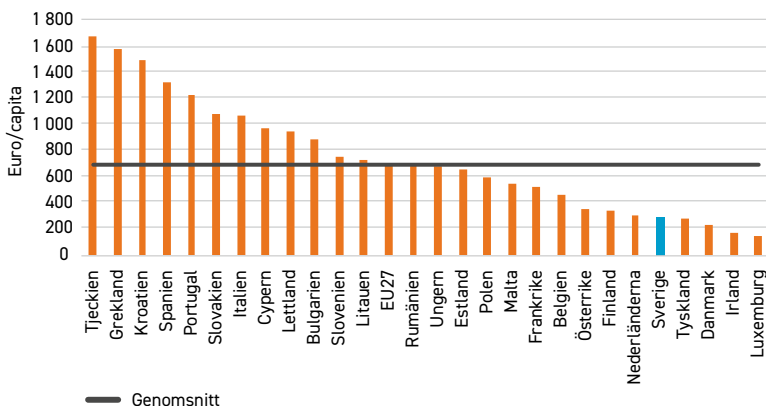
Resultatet blev såväl systemet med vidareutlåning som begränsade finanspolitiska transfereringar mellan EU-länderna under pandemin genom NGEU. Transfereringarna finansieras initialt av EU-gemensamma lån som på sikt ska återbetalas genom EU:s egna intäktskällor, troligen någon form av gemensam beskattning. Exakt hur den ska utformas är ännu oklart. Flera förslag har diskuterats, bland annat en utökad beskattning av koldioxidutsläpp genom EU:s system för handel med utsläppsrätter, en mekanism för koldioxidjustering vid import¹¹ samt en reform av beskattningen av multinationella företag. Om dessa intäkter inte skulle räcka, kan medlemsstaterna behöva täcka återbetalningen genom ökade avgifter till EU-budgeten. Exakt vilka länder som blir nettobidragstagare och nettobetalare är därför svårt att idag helt bedöma. Dock går det att få en bild av detta genom storleken på det bidrag varje enskilt EU-land fått genom NGEU.

¹⁰ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sv/statement_25_673.

¹¹ EU:s mekanism för koldioxidjustering vid gränsen (CBAM) syftar till att motverka koldioxidläckage genom att införa en avgift på importerade varor som motsvarar kostnaden för EU:s utsläppshandel.

Bidragen beräknas utifrån ekonomisk styrka och pandemikrisens påverkan, där länder med lägre BNP per capita och större ekonomisk nedgång under pandemin får en större andel av bidragen. Vissa medlemsstater, särskilt i Sydeuropa och Östeuropa, får betydande bidrag medan ekonomiskt starkare länder i norr får lägre bidrag (se figur 6). En rimlig bedömning är därför att de relativt rika och välskötta ekonomierna i norra Europa kommer att stå för den största delen av nettofinansieringen.

Figur 6 Bidrag per capita till EU-medlemmar från NextGenerationEU



Källa: Europeiska kommissionen.

5 Penningpolitiska krisåtgärder

Finans- och penningpolitiken är i juridisk mening separerade i euroområdet. ECB får inte direkt finansiera finanspolitiken genom köp av statsskuldsväxlar eller statsobligationer från ett enskilt medlemsland. Denna separation har dock visat sig svår att upprätthålla strikt. Svaga offentliga finanser och ett finanspolitiskt ramverk som inte lyckats stabilisera skulduppbbyggnaden har tvingat ECB till åtgärder som i prakti-

ken suddat ut den tänkta brandväggen mellan finans- och penningpolitiken inom euroområdet.

Penningpolitiken i euroområdet har varit utsatt för så kallad *finanspolitisk dominans* (*fiscal dominance*). Denna uppstår när centralbanken tvingas anpassa penningpolitiken efter finanspolitikens utformning och därmed riskerar att åsidosätta sina egna mål såsom prisstabilitet. Med andra ord kan centralbanken tvingas ”trycka pengar” för att finansiera budgetunderskott snarare än bekämpa inflation.

Finanspolitisk dominans är vanlig under krig, men kan även förekomma i fredstid. Då uppstår sådan dominans när centralbanken avstår från att strama åt penningpolitiken när inflationen stiger i rädsla för att en högt skuldsatt stat inte ska klara av att finansiera räntorna på den offentliga skulden eller när finansmarknaderna av någon annan anledning tappat förtroendet för finanspolitiken och driver upp räntorna på statspapper till en sådan nivå att det riskerar leda till statsbankrutt. Centralbanken ser sig då tvingad att köpa statspapper för att stabilisera finansmarknaderna, trygga den makroekonomiska stabiliteten och garantera att den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar normalt. En sådan monetarisering av skulderna för med sig flera negativa effekter. Risken för inflation ökar. De finansiella obalanserna växer. Processen blir lätt kumulativ. Ett högt skuldsatt land avstår gärna från att konsolidera sina offentliga finanser. Detta skapar en ond cirkel där centralbanken fortsätter att finansiera den offentliga sektorn, vilket i sin tur hotar centralbankens självständighet (Borio och Zabay 2018).

Inom euroområdet har inslaget av finanspolitisk dominans vuxit fram gradvis. Frånvaron av nationella centralbanker som kunnat motverka snabbt stigande räntor på statsobligationer var en av de utlösande faktorerna bakom den europeiska skuldskrisen (De Grauwe 2011, 2012). Först sedan chefen för ECB, Mario Draghi, lovat göra ”*whatever it takes*” kunde situationen stabiliseras.¹² De höga offentliga skulderna har alltså påverkat ECB:s sätt att agera. Med detta steg ökade risken för att så även kommer att ske i framtiden.

ECB:s agerande är inte okontroversiellt. Det har vid flera tillfällen utmanats både i EU-domstolen och i den tyska författningsdomsto-

12 För den exakta formuleringen i Draghis tal se <http://ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

len. Utfallet har hittills varit till ECB:s favör (Feld och Wieland 2021). Huvudargumentet har varit att ECB:s agerande varit nödvändigt för att trygga den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Även om det ligger inom ECB:s juridiska mandat bryter åtgärderna mot tanken om en brandvägg mellan finans- och penningpolitiken. Likt utvecklingen mot en gemensam finanspolitik har kriser förändrat synen på hur penningpolitiken ska bedrivas.

Vilka följder får den finanspolitisk dominansen för penningpolitiken och ekonomin? För att kunna klargöra de potentiella effekterna är det viktigt att skilja mellan två typer av åtgärder från ECB:s sida: för det första löften om värdepappersköp och för det andra de faktiska köpen.

ECB har sedan finanskrisen lanserat flera program för köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden. Av särskild vikt är *Outright Monetary Transactions* (OMT) 2012, *Transmission Protection Instrument* (TPI) 2022) och det kvantitativa lätttnadsprogrammet (QE) 2015. OMT och TPI ger ECB möjlighet att stödköpa värdepapper i länder där marknadsutvecklingen hotar penningpolitikens genomslag. OMT är riktat mot länder som får stöd från ESM och genomgår ett anpassningsprogram. TPI gäller alla medlemsländer och infördes i samband med att ECB avvecklade sina värdepappersköp (se nedan).

Varken OMT eller TPI har hittills aktiverats. Själva löftet om stöd har varit tillräckligt för att stabilisera marknaderna (Saka med flera 2015, Falagiarda och Reitz 2015, Ehrmann och Fratzscher 2017). Under skuldskrisen dämpade OMT kapitalflykten även från grannländer utanför euroområdet (Acharya med flera 2019).

Eftersom OMT aldrig realiserades, uppstod inga direkta negativa sidoeffekter. Men både OMT och TPI möjliggör omfattande monetarisering av offentlig skuld, vilket i framtiden kan utmana ECB:s juridiska mandat. QE, som överlevde rättslig prövning, antyder dock att även OMT och TPI kan vara förenliga med EU-rätten.

QE tillkom som svar på svag tillväxt, låg inflation och växande skuld – inte som en reaktion på oro på obligationsmarknaderna. Programmet omfattade statsobligationer från samtliga euroländer, i proportion till ECB:s kapitalfördelning. Det bidrog till lägre långa räntor och något högre inflation (Hohberger med flera 2019), även om effekternas storlek är omstridd (Papadamou med flera 2020, Fabo med flera 2021).

Studier pekar på att de positiva ekonomiska effekterna var störst i högt skuldsatta länder som genomgick en svår kris efter finans- och skuldkriserna (Jäger och Grigoriadis 2017, Dell’Ariccia med flera 2018).

QE är dock förenad med kostnader. Bland de indirekta kostnaderna finns stigande tillgångspriser, ökad skuldsättning och finansiella obalanser (Farinha och Vidrago 2021, Hudepohl med flera 2021, Papadamou med flera 2020). Bland de direkta kostnaderna finns de stora förluster ECB har gjort på sina innehav av obligationer när räntorna steg. Dessa förluster bärs av medlemsländerna. Det är svårt att beräkna nettokostnader och vinster av QE-programmet. Dock står det klart att det är de krisdrabbade länderna, som många gånger misskött sin ekonomi före finans- och skuldkriserna, som främst har gynnats, medan de relativt välskötta ekonomierna sett få positiva effekter av QE, men bär en större del av kostnaderna.

QE påverkade även länder utanför euroområdet. Den försvagade euron ledde till appreciering av valutorna i länder som gränsade till euroområdet, vilket gav upphov till olika penningpolitiska reaktioner. Schweiz införde negativ ränta och gjorde valutainterventioner. Tjeckien sänkte räntan men höll den positiv. Polen lät räntan falla utan att intervensera på valutamarknaden. Sverige införde både negativ ränta och ett eget QE-program. Eftersom länderna valde skilda vägar blev även slutresultaten annorlunda. Sverige fick en försvagad valuta medan övriga länder lyckades stabilisera sina växelkurser gentemot euron.

Oavsett om Sverige deltar i euron eller inte kommer en framtida monetarisering av de offentliga skulderna att påverka svensk ekonomi på ett eller annat sätt. Som icke-euroland har vi dock större frihetsgrader att parera utvecklingen och försöka motverka de största negativa effekterna.

6 Finns den politiska viljan att undvika en ny skuldkris?

En hög offentlig skuldsättning är inte nödvändigtvis ett problem. Genom historien har flera länder haft betydligt högre skuldkvot än euroområdet utan att detta framkallat skuldkris och inflation eller hämmat den

realekonomiska utvecklingen. Detta har dock främst varit fallet för länder med en nationell valuta och en relativt god tillväxt. Inom valutaunioner har höga skulder ofta varit förenat med ekonomiska problem.¹³

Inom forskningen råder delade meningar när, om och hur en hög offentlig skuldsättning påverkar ekonomin. Vissa studier finner ett negativt samband där hög offentlig skuld hämmar tillväxten redan vid relativt låga nivåer – under 100 procent (Reinhart och Rogoff 2009, Woo och Kumar 2015). Andra forskare ifrågasätter en sådan kausalitet och menar att sambandet inte är entydigt (Herndon med flera 2014, Eberhardt 2019). Svårdefinierade tröskelnivåer betyder att en skuld-kris kan uppstå snabbt och utan nämnvärd förvarning. Skuldnivåer som ena dagen förefaller hanterbara kan snabbt leda till en kris nästa dag.

Även om forskningen inte ger något entydigt svar på när höga offentliga skulder blir ett problem finns det tre faktorer som bidrar till att risken för nya skuldproblem i euroområdet: det politiska läget, behovet av investeringar i försvar och klimatomställning samt den demografiska utvecklingen.

6.1 Den politiska utvecklingen

Det förändrade politiska landskapet i Europa de senaste tjugo åren ökar risken med den höga offentliga skuldsättningen inom euroområdet. Vänster- och högerpopulistiska partier har sett stora valframgångar under senare årtionet och har mer än fördubblat sitt väljarstöd sedan 1990-talet, från 11 procent före finanskrisen till 28 procent idag i de ursprungliga euroländerna (Johansson Heinö 2024). Tydligt eurokritiska partier, såsom *Rassemblement National* (RN) i Frankrike och *Alternative für Deutschland* (AfD) i Tyskland, är idag de enskilt största eller näst största partierna. Den populistiska strömningen undergräver stödet för EU:s finanspolitiska ramverk då detta uppfattas som ”elitens” försök att styra över nationella intressen. Vidare tenderar politisk populism att leda till en kortsiktig ekonomisk politik. Budgetkonsolidering står inte högt på prioriteringslistan i länder med populis-

13 Se Bordo och Jonung (2003) och Jonung (2011).

tiska regeringar. Ju starkare populismen är i enskilda medlemsländer, desto större är risken för en framtida offentlig skuldkris.

Till bilden hör också en generationseffekt som inte bör underskattas. Det europeiska samarbetet växte fram som en reaktion på andra världskriget. Erfarenheterna av det banade vägen för samarbete och kompromisser, vilket krävdes för ett valutasamarbete mellan starka nationalstater. Många av de beslutsfattare som lade grunden för den gemensamma valutan, såsom Helmut Kohl och François Mitterrand, hade upplevt kriget. Generationerna med direkta minnen från kriget har nu försvunnit från dagens politiska skådebana. Vår tids politiker förefaller inte hysa samma positiva syn på europeiskt samarbete. De ser motsättningar och hot där tidigare beslutsfattare såg en manifestation för fred och samarbete.¹⁴

Den politiska splittringen i Europa skapar även problem för försöken att förbättra den inre marknaden och på så vis stimulera tillväxten. Endast genom att upprätthålla en hög produktivitetstillväxt kan stabiliteten i de offentliga finanserna garanteras på sikt. Här utgör, den svaga tillväxten, som diskuterades i avsnitt 2.2, ett allvarligt problem. Som Mario Draghi (2024) visade i sin omtalade rapport är den låga tillväxten kopplad till otillräckliga investeringar i modern teknik och tillväxthämmande regleringar. Det gäller på både EU-nivån och nationellt.

Trots att ett centralt mål med EU är att skapa en inre marknad där varor, tjänster och kapital i teorin ska kunna röra sig fritt, finns fortfarande många marknadshämmande regleringar som blockerar måluppfyllelsen. Enligt IMF (2024) motsvarar handelshindren inom EU tullar på 45–110 procent – en nivå som är högre än de tullar som gäller generellt mellan USA och EU för närvarande. EU bedriver alltså i praktiken ett internt handelskrig mot sig själv, vilket försvagar tillväxten och därmed de offentliga finanserna.

Så länge viljan att avveckla konkurrenshämmande regleringar är begränsad inom EU, kommer troligen stagnationen att bestå och därmed de svaga offentliga finanserna. Det innebär att risken för nya stats-

14 Det fundamentala kitt som håller ihop en valutaunion är den politiska viljan till penningpolitiskt samarbete (se Bordo och Jonung 2003). Försvagas denna, så försvagas utsikterna för en varaktig valutaunion. Om framtida generationer i Europa attraheras av nationalistiska strömningar kommer detta att bli ett hot mot euron.

skuldkriser, där vissa euroländer inte längre kan finansiera sina skulder på egen hand, troligen kommer att öka i framtiden.

6.2 Växande investeringsbehov i försvar och klimat

Risken för framtida skuldkriser ökar när nya mål för finanspolitiken har dykt upp rörande ambitiösa hållbarhetsmål i den gröna given (Europeiska kommissionen 2024) och militär upprustning (Europeiska kommissionen 2025). Det krävs omfattande offentliga investeringar för att nå dessa mål. Med en redan hög skuldsättning riskerar flera länder att drabbas av finanspolitiska problem under de kommande åren. Sverige är i ett mer gynnsamt läge eftersom vi har byggt upp ett finanspolitiskt manöverutrymme för att hantera stora tillfälliga utgifter genom ökad upplåning. Inom euroområdet har det finanspolitiska ramverket misslyckats med att skapa ett liknande utrymme.

6.3 Den demografiska utvecklingen

Den tredje faktorn som bidrar till en ökad risk för en skuldcris är den demografiska utvecklingen. Prognoser pekar på att andelen äldre än 65 år inom EU kommer att öka från 20 procent till 30 procent av befolkningen mellan 2025 och 2050.¹⁵ Med denna trend följer stigande kostnader för pensioner samt för hälso- och sjukvård samtidigt som den arbetsföra befolkningen minskar (Larch och Busse 2024).

Till skillnad från Sverige är pensionssystemen i de flesta euroländer underfinansierade. Detta innebär i praktiken att länderna har påtagit sig en skuld även om den inte direkt syns i den redovisade skuldkvoten. Flera euroländers implicita skuld är alltså mycket högre än de officiella siffrorna om staternas fulla pensionsåtaganden räknas med. De förväntade intäkterna räcker inte för att finansiera de utlovade pensionerna (Deboeck och Eckefeldt 2020). Därtill kommer stigande kostnader för

15 https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Ageing_Europe_-_introduction.

hälso- och sjukvård. Till bilden hör att fertiliteten är fallande i Europa, vilket skärper den demografiska utmaningen på lång sikt.¹⁶

Låt oss sammanfatta: Med ett ökat politiskt motstånd mot arbetskraftsinvandring, växande populism, stigande krav på försvarsutgifter och investeringar i klimatförbättring samt en ökande andel pensionärer är risken för en omfattande offentlig upplåning inom EU i framtiden uppenbar. Utvecklingen pekar alltså på stora utmaningar för finanspolitiken i framtiden.

7 Hur skulle Sverige påverkas av en framtida skuldkris inom euroområdet?

Framtiden är omöjlig att förutspå. Det går inte att idag säga om det kommer eller inte kommer att uppstå en ny skuldkris i euroområdet. Det går inte ens att utesluta en skuldkris i Sverige, även om vår offentliga skuldsättning är relativt låg. Finanskrisen 2008–09 fick till exempel den irländska skulden att på bara något år stiga från 24 till 119 procent av BNP. Samtidigt var den irländska situationen exceptionell. Länder med en skuldsättning likt den svenska har relativt stora frihetsgrader att motverka kraftiga ekonomiska störningar utan att skapa en statsfinansiell kris.

Hur skulle en ny skuldkris i euroområdet påverka Sverige – antingen som medlem eller som icke-medlem i valutaunionen? Svaret beror på vilken typ av kris som det är fråga om och hur krispolitiken utformas. I tabell 2 sammanfattar vi risken för att Sverige direkt på ett eller annat sätt måste bidra till att betala vid en framtida skuldkris inom euroområdet. Tabellen är uppdelad efter finanspolitiska och penningpolitiska räddningspaket samt om Sverige är medlem i euroområdet eller står utanför.

16 https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Fertility_statistics.

Tabell 2 Uppskattad risk att Sverige direkt måste bidra till finans- eller penningpolitiska räddningspaket för högt skuldsatta euroländer vid en framtida skuldkris

Typ av räddningspaket	Sverige som medlem i euroområdet	Sverige som icke-medlem i euroområdet
<i>Finanspolitiskt räddningspaket</i>		
ESM	Hög	Låg
Gemensam finanspolitik (NextGenerationEU)	Hög	Hög
<i>Penningpolitiskt räddningspaket</i>		
OMT/TPI	Hög	Låg/medel
Icke-konventionell penningpolitik (balansräkningsåtgärder, QE)	Hög	Låg/medel
Konventionell penningpolitik (styrräntan)	Hög	Låg/medel

För Sveriges del är risken att behöva bidra direkt till räddningspaket väsentligt högre om vi är medlem i valutaunionen än om vi står utanför. Detta gäller särskilt finanspolitiska räddningsmekanismer såsom europeiska stabilitetsmekanismen (ESM), där euroländerna har direkta åtaganden att bidra med finansiellt stöd till länder i kris.

Om Sverige går med i euron skulle vi behöva delta i finansieringen av stödprogram inom ESM. Detta kan medföra en betydande ekonomisk belastning, särskilt om skuldsättningen i euroområdet fortsätter att växa och om finanspolitiska konsolideringsåtgärder visar sig otillräckliga. Däremot är risken låg om Sverige förblir utanför, eftersom icke-euroländer inte omfattas av ESM:s finansieringskrav.

Utvecklingen mot en gemensam finanspolitik inom EU innebär dock att Sverige, även som icke-medlem i valutaunionen, kan behöva bidra till framtida räddningspaket. NGEU, vilka etablerades under pandemin, har redan medfört att Sverige som trolig nettobidragsgivare har finansierat transfereringar till mer skuldsatta medlemsländer. Om liknande initiativ utvecklas, exempelvis för att hantera framtida ekonomiska störningar, kan Sverige också då få bära en del av kostnaderna även om vi står utanför euron. Den avgörande skillnaden ligger i att Sverige som euromedlem skulle ha en direkt förpliktelse att delta i sådana stöd-

program, medan vi som icke-medlem endast skulle påverkas i den mån vi väljer att bidra genom EU:s gemensamma budget.

De penningpolitiska riskerna skiljer sig också beroende på om Sverige är medlem i eurområdet eller inte. Om ECB vid en framtida skuld-kris skulle aktivera sina krisverktyg, såsom OMT eller TPI, innebär det en hög risk att Sverige, om vi blir ett euroland, påverkas direkt av centralbankens åtgärder. Om ECB tvingas monetarisera skulder för att stabilisera eurområdet, kan detta leda till inflation, kapitalförluster för ECB och därmed indirekt för euroländerna. Eftersom dessa program syftar till att hålla räntorna nere i högt skuldsatta länder, kommer de huvudsakligen att gynna dessa ekonomier. Mer statsfinansiellt stabila euroländer, dit vi vill räkna Sverige, får bära riskerna.

För Sverige som icke-medlem är risken för direkt påverkan av ECB:s krisåtgärder lägre, men inte obefintlig. Erfarenheter från tidigare penningpolitiska interventioner, såsom ECB:s kvantitativa lättnader, visar att även länder utanför euron påverkas via kapitalflöden och växelkursändringar. Om ECB genomför omfattande värdepappersköp för att stödja högt skuldsatta länder, kan detta försvaga euron, vilket i sin tur kan driva upp värdet på den svenska kronan och påverka svensk export negativt. En egen valuta ger dock Sverige större möjlighet att anpassa sin penningpolitik efter nationella prioriteringar genom ränteändringar eller valutainterventioner för att motverka negativa verkningar. Det är dock osannolikt att det går att parera alla negativa effekter som kommer utifrån.

Ett alternativ till OMT/TPI och QE är att ECB håller den korta styr-räntan lägre än vad som är förenligt med dess nuvarande inflationsmål för att på så sätt inflatera bort skulderna. EU-fördraget stipulerar att ECB ska verka för att bibehålla prisstabilitet. Det är upp till ECB att på egen hand definiera den nivå på inflationsmålet som är förenlig med prisstabilitet. Genom en omtolkning av nuvarande mål kan ECB skapa en oväntad inflationschock som åtminstone tillfälligt bidrar till reducerade skuldnivåer. En sådan åtgärd kräver dock en majoritet i ECB-rådet. Vid ett svenskt euromedlemskap innebära detta en direkt påverkan, oavsett om detta vore förenligt med det svenska makroekonomiska läget eller inte. Om Sverige däremot förblir utanför, finns större frihet att anpassa penningpolitiken efter inhemska förhållanden.

Sammantaget visar tabell 2 att ett svenskt medlemskap i euroområdet markant skulle öka risken för att Sverige måste bidra till räddningspaket vid en framtida skuldkris. De största åtagandena skulle ligga inom det finanspolitiska området genom ESM och möjliga framtida gemensamma budgetmekanismer. De penningpolitiska riskerna är svårare att kvantifiera men skulle innebära en betydligt större exponering för ECB:s krisinterventioner och de effekter dessa kan få på inflation, offentliga räntekostnader och kapitalflöden. För ett land utanför euroområdet finns fortfarande risker, särskilt kopplade till utvecklingen av EU:s gemensamma finanspolitik, men möjligheten att hantera penningpolitiken mer självständigt utgör en viktig skillnad.

Vi har här diskuterat eventuella kostnader för Sverige vid en framtida skuldkris inom euroområdet – under två olika antaganden: Sverige som euromedlem och Sverige med bibehållen nationell valuta. Vi har inte försökt att uppskatta kostnaderna för olika krisförlopp i termer av kronor eller euron. Det vore en övning som kräver mer eller mindre djärva antaganden om styrkan av en framtida skuldkris och vilka länder som är involverade. Under skuldkrisen 2010–15 var det i huvudsak relativt små ekonomier som fick direkta stöd. En framtida skuldkris som omfattar större länder såsom Frankrike, som har en av de högsta skuldkvoterna i EU, skulle medföra mycket större ekonomisk belastning. Eftersom det finns för mycket osäkerhet kring hur en framtida kris kan se ut avstår vi från att sätta siffror på kostnaderna. Dock pekar historien på att det troligen rör sig om mycket stora direkta och indirekta kostnader.

En central slutsats blir att en skuldkris i euroområdet skulle få ekonomiska konsekvenser för Sverige, oavsett om Sverige är medlem i euron eller inte. Ett euromedlemskap skulle dock innebära betydligt mer direkt ekonomiskt ansvar.

8 Sammanfattning

Euroländerna har inte lyckats skapa ett effektivt fungerande finanspolitiskt ramverk under det kvartssekel som euron existerat. De offentliga skulderna har ökat och valutaunionen har redan genomgått en

allvarlig skuldkris. Visserligen har detta varit en period av flera stora ekonomiska störningar, vilket till viss del kan förklara skulduppbyggnaden. Samtidigt har de EU-länder som stått utanför euron lyckats stabilisera sina skuldkvoter under Maastrichtfördragets gränsvärde på 60 procent. Blickar vi framåt ser vi flera faktorer som talar för en fortsatt stigande skuld: bland annat växande politisk populism, behov av stora investeringar i försvar och klimatomställning samt en åldrande befolkning. Samtidigt är tillväxten svag vilket ytterligare spär på de finanspolitiska utmaningarna. Bilden kompliceras ytterligare av troligen stigande räntor på statspapper under den närmaste framtiden när de statslån som togs till låga räntor före och under pandemikrisen måste omsättas.¹⁷

Allt detta öppnar för nya kriser i framtiden. Å andra sidan har tekniker för att hantera skuldkriser utvecklats. EU har gradvis rört sig i riktning mot en mer federal struktur, där centraliserad finanspolitik blivit möjlig trots fördragens formella begränsningar. Nya krishanteringsverktyg utvecklades under skuldkrisen. Länder med stark ekonomi har tvingats bidra till stödpaket, ofta med begränsat inflytande över motkraven. Gränsen mellan nationell finanspolitik och överstatlig penningpolitik har successivt suddats ut. Skillnader i skuldsättning kvarstår och reformviljan är svag. Det finns ingen väg tillbaka till det ursprungliga regelverket.

Hur kommer Sverige att påverkas av en framtida offentlig skuldkris inom EU? Svaret beror i hög grad på om vi är medlem i euroområdet eller inte.

Står Sverige utanför euron har vi större frihet att hantera störningar från en finanspolitisk kris inom euroområdet. Vi har en rörlig växelkurs och en centralbank som kan justera ränteläget för att mildra negativa effekter. Därtill har vi en stark nationell finanspolitisk beredskap med en låg offentlig skuldkvot. Men som en liten och öppen ekonomi med stor handel med EU kan Sverige inte isolera sig från krisens konsekvenser. Effekterna kommer att spridas via finansmarknaderna och utrikeshandeln.

17 Se analysen i OECD (2025) av den framtida offentliga skuldbördan.

Om Sverige däremot skulle vara medlem i valutaunionen, måste vi i större utsträckning dela på kostnaderna vid en skuldkris. Om Sverige ansluter sig till euron och behåller sina starka offentliga finanser, är det sannolikt att vi kommer att bli nettobetalandare i framtida räddningspaket. Den exakta kostnaden är svår att beräkna, eftersom den beror på utformningen av det aktuella stödet.

I teorin kan stödsystemen konstrueras så att låntagarländerna blir skyldiga att återbetala hjälpen. Med en sådan struktur hålls kostnaderna nere för långivarländerna. Det ligger därför i Sveriges intresse att verka för krismekanismer där ansvar för expansiv finanspolitik fördelas rättvist även efter en kris. En sådan ordning minskar risken att enskilda euroländer fortsätter på en ohållbar skuldbana i förvisningen om att andra kommer att täcka upp vid en kris.

Ansvarsfull finanspolitik är en förutsättning för att upprätthålla förtroendet för euron och för att Europeiska centralbanken ska kunna föra en självständig penningpolitik. Med tanke på hur tidigare kriser har hanterats är det tveksamt om tillräckliga incitament har skapats för en uthållig finanspolitik inom euroområdet. Det är därför troligt att nya skuldkriser av något slag kommer att uppstå inom euroområdet.

Referenser

- Acharya V, Eisert T, Eufinger C och C Hirsch (2019), *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, *Review of Financial Studies*, 32.
- Andersson F N G och L Jonung (2021), *Preparing for the Next Crisis: Lessons from the Successful Swedish Fiscal Framework*, i Poulson W, Merrifield J och S Hanke (red.), *Public Debt Sustainability: International Perspectives*, Lexington Books.
- Andersson F N G och L Jonung (2023), *European Stabilization Policy After the COVID-19 Pandemic: More Flexible Integration or More Federalism*, i Bakardjieva Engelbrekt A, Ekman P, Michalski A och L Oxelheim (red.), *The EU Between Federal Union and Flexible Integration*, Palgrave Macmillan.

- Bergman M, Hutchison M och S E Hougaard Jensen (2016), Promoting Sustainable Public Finances in the European Union: The Role of Fiscal Rules and Government Efficiency, *European Journal of Political Economy*, 44.
- Beyala B och J Owoundi (2025), The Effects of Fiscal Rules on Budget Deficit: Does Democracy Matter? *Journal of Comparative Economics*, 53.
- Blanchard O, Leandro J och J Zettelmeyer (2021), Redesigning the EU Fiscal Rules: From Rules to Standards, *Economic Policy*, 36.
- Bordo M och L Jonung (2003), The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? i Capie F och G Wood (red.), *Monetary Unions, Theory, History, Public Choice*, Routledge, London.
- Borio C och A Zabai (2018), Unconventional Monetary Policies: A Re-Appraisal, BIS Working Paper, 570.
- Brändle T och M Elsener (2024), Do Fiscal Rules Matter? A Survey of Recent Evidence, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 160.
- Calmfors L (2023), *Nytt ramverk för finanspolitiken*, Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:92.
- Caselli F och P Wingender (2021), Heterogeneous Effects of Fiscal Rules: The Maastricht Fiscal Criterion and the Counterfactual Distribution of Government Deficits, *European Journal of Political Economy*, 136.
- Darvas Z, Welslau L och J Zettelmeyer (2024), The Implications of the European Union's New Fiscal Rules, *Policy Brief 10/2024*, Bruegel.
- Deboeck B och P Eckefeldt (2020), Taking Stock of Implicit Pension Liabilities, *Quarterly Report on the Euro Area (QREA)*, 19.
- Dell'Ariccia D, Rabanal P och D Sandri (2018), Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom, *Journal of Economic Perspectives*, 32.
- De Grauwe P (2011), The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? *CESifo Working Paper*, 3569, Center for Economic Studies, München.
- De Grauwe P (2012), The Governance of a Fragile Eurozone, *Australian Economic Review*, 45.
- Draghi M (2024), *The Future of European Competitiveness: A Competitiveness Strategy for Europe*, Europeiska kommissionen, Bryssel.

- Eberhardt M (2019), Nonlinearities in the Relationship between Debt and Growth: (No) Evidence from Over Two Centuries, *Macroeconomic Dynamics*, 23.
- Ehrman M och M Fratzscher (2017), Euro Area Government Bonds – Fragmentation and Contagion during the Sovereign Debt Crisis, *Journal of International Money and Finance*, 70.
- Europeiska kommissionen (2024), The European Green Deal, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en.
- Europeiska kommissionen (2025), Press statement by President von der Leyen on the defence package, 4 mars, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_25_673.
- Fabo B, Jančoková M, Kempf E och L Pástor (2021), Fifty Shades of QE: Comparing Findings of Central Bankers and Academics, *Journal of Monetary Economics*, 120.
- Falagiarda M och S Reitz (2015), Announcements of ECB Unconventional Programs: Implications for the Sovereign Spreads of Stressed Euro Area Countries, *Journal of International Money and Finance*, 53.
- Farinha, J och J Vidrago (2021), The Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on Euro Area Equities, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 82.
- Feld L P och V Wieland (2021), The German Federal Constitutional Court Ruling and the European Central Bank's Strategy, *Journal of Financial Regulation*, 7.
- Fischer J, Jonung L och M Larch (2008), 101 Proposals to Reform the Stability and Growth Pact, Why so many? A Survey, *Public Finance and Management*, 8.
- Herndon, T, Ash, M och R Pollin (2014), Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, *Cambridge Journal of Economics*, 38.
- Hohberger S, Priftis R och L Vogel (2019), The Macroeconomic Effects of Quantitative Easing in the Euro Area: Evidence from an Estimated DSGE Model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 108.

- Hudepohl T, van Lamoen R och N de Vette (2021), Quantitative Easing and Exuberance in Stock Markets: Evidence from the Euro Area, *Journal of International Money and Finance*, 118.
- Hughes Hallett A och S Hougaard Jensen (2012), Fiscal Governance in the Euro Area: Institutions vs. Rules, *Journal of European Public Policy*, 19.
- IMF (2024), Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies, *Regional Economic Outlook*, november.
- Johansson Heinö A (2024), *Authoritarian Populism Index*, Timbro, Stockholm.
- Jonung L (2011), En finanspolitisk union för euron: lärdomar från federala stater, *Europapolitisk analys*, 2011:10, Sieps.
- Jonung L och M Larch (2006), Improving Fiscal Policy in the EU: The Case for Independent Forecasts, *Economic Policy*, 21.
- Jäger J och T Grigoriadis (2017), The Effectiveness of the ECB's Unconventional Monetary Policy: Comparative Evidence from Crisis and Non-Crisis Euro-Area Countries, *Journal of International Money and Finance*, 78.
- Larch M, van den Noord P och L Jonung (2010), The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession, *European Economy, Economic Papers*, 429.
- Larch M, J Malzubris och S Santacroce (2023), Numerical Compliance with EU Fiscal Rules: Facts and Figures from a New Database, *Intereconomics*, 58.
- Larch M och M Busse (2024), Europe's Demographic Winter and the New EU Fiscal Rules, *VoxEU*, 28 juni.
- Menguy S (2024), Reform of the Stability and Growth Pact: Which Changes for the Governments?, *Journal of Government and Economics*, 15.
- OECD (2023), The Slowdown in Finnish Productivity Growth: Causes and Consequences, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, 139.
- OECD (2024), Data explorer, <https://www.oecd.org/en/data.html>.
- OECD (2025), *Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment*, OECD, Paris.

- Papadamou S, Siriopoulos C och N Kyriazis (2020), A Survey of Empirical Findings on Unconventional Central Bank Policies, *Journal of Economic Studies*, 47.
- Pench L (2024), Three Risks That Must Be Addressed for New European Union Fiscal Rules to Succeed, *Policy Brief* 08/2024, Bruegel.
- Potrafke N (2025), The Economic Consequences of Fiscal Rules, *Journal of International Money and Finance*, 153.
- Reinhart C och K Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Saka O, Fuertes A-M och E Kalotychou (2015), ECB Policy and Eurozone Fragility: Was de Grauwe Right? *Journal of International Money and Finance*, 54.
- Woo J och M Kumar (2015), Public Debt and Growth, *Economica*, 82.
- Wyplosz C (2022), Reform of the Stability and Growth Pact: The Commission's Proposal Could Be a Missed Opportunity, *VoxEU*, 17 november.

KAPITEL 8

Euron, det finansiella systemet och bankunionen¹

Peter Englund och Pehr Wissén

1 Inledning

Kapitlet belyser hur den finansiella sektorn skulle påverkas av ett byte av valuta från kronor till euro: såväl de omedelbara effekterna som de möjliga effekterna på lång sikt.

Avsnitt 2 jämför den svenska finansmarknaden med resten av EU. I förhållande till många andra länder har Sverige en stor och aktiv finansiell sektor. Den så kallade Draghirapporten, som jämför finansmarknaderna i EU och USA, pekar på drag i EU:s marknader som gör dem mindre konkurrenskraftiga. Sverige lyfts emellertid fram som en förebild i vissa avseenden.²

Ett byte till euro skulle ha direkta effekter på de finansiella marknaderna: ingen valutaväxling mellan kronor och euro, ingen osäkerhet om värdet av tillgångar och skulder i euro och inga terminsaffärer mellan kronor och euro. Dessa positiva effekter är uppenbara, men frågan är hur viktiga de är. På dagens effektiva valutamarknader är växlingskostnaden liten och kostnaderna för att eliminera osäkerheten är normalt små. Sammantaget rör det sig ändå om stora belopp. I avsnitt 3 gör vi en

1 Vi tackar Anna Banda, Henrik Braconier, Fredrik Bystedt, Jesper Dahlqvist, Niklas Ekvall, Nicklas Grip, Staffan Hansén, Stefan Ingves, Oskar Johansson, Anders Kvist, Louis Landeman, Mats Persson, Johan Rydin, Ouisem Samoud, Olof Sandstedt och Jonny Sylvén för givande samtal och kloka kommentarer.

2 European Commission (2024).

överslagskalkyl av den kostnadsbesparing som en övergång till euron skulle medföra.

Banker och andra finansiella institutioner är strikt reglerade, i Sverige liksom i EU och världen i övrigt. Avsnitt 4 diskuterar hur regleringen av den finansiella sektorn skulle påverkas om vi gick med i valutaunionen. Inom EU gäller i grund och botten ett och samma regelverk för alla länder. Genom den så kallade bankunionen centraliseras delar av tillsyn och hantering av banker i kris i de länder som deltar till den Europeiska Centralbanken (ECB). För ett medlemskap i valutaunionen krävs att Sverige först är med i bankunionen. Vissa beslut om tillsyn och hantering av banker i kris skulle då flyttas från svenska myndigheter till ECB.

Bankunionen syftar till att kostnader för att hantera banker på obestånd ska bäras av bankernas finansiärer (*bail-in*) och inte av statskassorna (*bail-out*). Unionen är dock ännu så länge ofullständig och det är därför osäkert hur banker på obestånd kan komma att hanteras i framtiden, särskilt i samband med en omfattande finanskris. Förutsättningarna för ett svenskt medlemskap utreddes för några år sedan (Bankunionsutredningen 2019), men under förutsättningen att Sverige fortsatt skulle stå utanför valutaunionen. Utredningen mynnade inte ut i någon klar rekommendation, men betonade medlemskapets betydelse för ”Sveriges möjligheter till inflytande över viktiga beslut även i en systemkris”.

Ett medlemskap i bankunionen kan minska vårt direkta inflytande över vissa beslut som kommer att flyttas till ECB. Samtidigt kan Sveriges inflytande komma att öka genom att vi blir fullvärdiga medlemmar i alla beslutande organ och därigenom får större möjligheter att påverka den framtida utvecklingen, inte bara av bankunionen utan också av EU:s kapitalmarknader i övrigt.³

En kapitalmarknadsunion lanserades 2015 i syfte att främja integrationen av de finansiella marknaderna. Den fyller tio år i år men har ännu inte avsatt så många spår.⁴ I början av 2025 lanserades därtill tanken på en sparande- och investeringsunion i syfte att underlätta investeringar i

3 Hur ett medlemskap i valutaunionen skulle påverka Sveriges formella och reella inflytande i EU diskuteras närmare i Lundgrens och Ingves bidrag (kapitel 9 respektive 13).

4 Se Gotti med flera (2024).

klimat, miljö och försvar.⁵ Samtidigt som dessa politiska initiativ tagits, påverkas bank- och kapitalmarknaderna i Europa av att Storbritannien lämnat EU och att världens näst viktigaste finansiella centrum, London, därmed hamnat utanför unionen. Det är därför sannolikt att EU:s finansiella marknader står inför stora förändringar. I avsnitt 5 diskuterar vi Sveriges förutsättningar att bidra positivt till utvecklingen av de finansiella marknaderna och hur ett medlemskap i valutaunionen kan påverka vårt inflytande i detta avseende.

I ett avslutande avsnitt 6 försöker vi dra ihop trådarna och jämföra för- och nackdelar av ett deltagande i valutaunionen från ett finansmarknadsperspektiv. De skillnader som är möjliga att kvantifiera är förhållandevis små, kanske ett tecken på att vi redan är väl integrerade i den finansiella sektorn i EU. Den viktiga effekten handlar i stället om hur ett medlemskap påverkar våra möjligheter till inflytande.

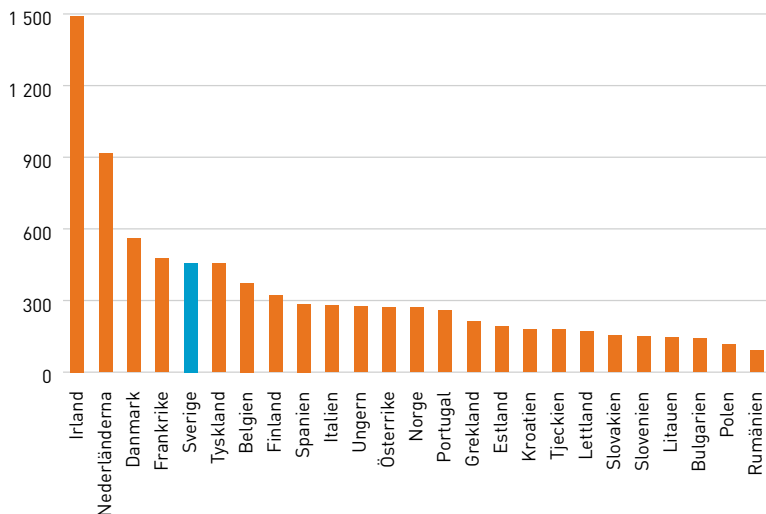
2 Finanssektorn i Sverige och Europa

Trots tio års försök att integrera finansmarknaderna inom EU till en enhetlig marknad är det fortfarande mycket som skiljer länderna åt. Inte minst gäller det banksystemen, där EU snarare består av 27 separata marknader än en gemensam, integrerad marknad. Genomgående är finanssektorn, även i relation till BNP, större bland länderna i nordvästra Europa än i övriga EU (se figur 1).⁶ Av de länder som inte är med i eurozonen är sektorn förhållandevis stor i Sverige och Danmark.

⁵ Se European Commission (2025).

⁶ I figuren saknas några små länder där finanssektorn är extremt stor i förhållande till BNP: Luxemburg 14 642, Malta 3 248 och Cypern 1 701 procent av BNP.

Figur 1 Den finansiella sektorns tillgångar, 2023, procent av BNP



Källa: Eurostat.

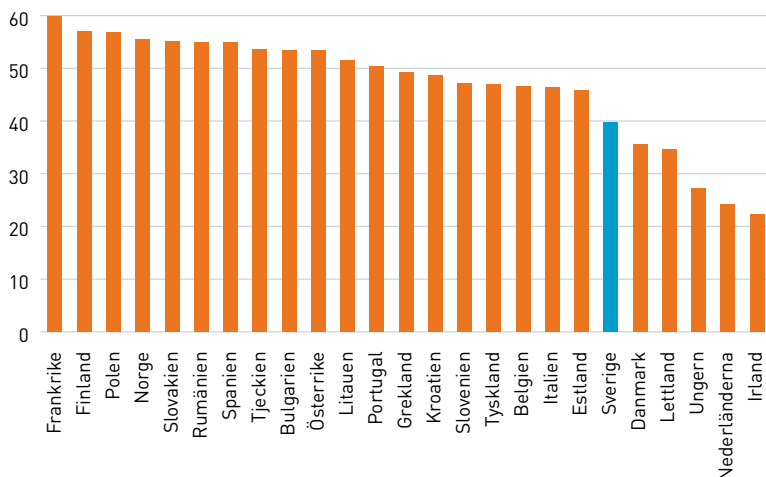
Finanssektorn består i huvudsak av banker, pensions- och försäkringsbolag samt andra kapitalförvaltningsföretag. Sektorn fyller flera viktiga funktioner. Bankernas traditionella huvuduppgift är ta emot inlåning och hantera *hushållens transaktionskassor* samt att *finansiera investeringar* för mindre och medelstora företag. Vissa länder, till exempel Tyskland, har många små och lokala sparbanker. Andra, som Sverige, domineras av ett fåtal stora universalbanker som erbjuder många slags finansiella tjänster och är verksamma i hela landet samt ibland även i andra länder. För många universalbanker är också *förmögenhetsförvaltning* en central uppgift. På det området konkurrerar de med stora specialiserade firmor som BlackRock och Vanguard. Det har länge funnits en diskussion om huruvida ett system med universalbanker är mer eller mindre effektivt än ett med specialiserade företag, nischbanker. EU domineras av universalbanker, medan nischbanker är vanligare i USA.

Systemen för *bostadsfinansiering* skiljer sig vidare åt mellan olika länder. I Sverige spelar bankerna en central roll, medan fristående bostadsfinansieringsföretag är vanliga i andra länder. Finansieringen

sker inte bara genom inlåning utan också genom emission av bostadsobligationer på den lokala marknaden och internationellt.

Bortsett från bostadsfinansieringen spelar bankerna en mindre central roll i Sverige än i många andra europeiska länder. De monetära finansinstitutens andel av den finansiella sektorns tillgångar är bara 40 procent i Sverige jämfört med en median på 50–60 procent inom EU (se figur 2).⁷ De största svenska bankerna är relativt små i ett europeiskt perspektiv. Endast tre (Handelsbanken, SEB och Swedbank) är så stora att de kvalar in bland de 114 banker som ECB klassar som systemviktiga. De svenska bankerna är idag jämförelsevis lönsamma, väl kapitaliserade och har mycket små kreditförluster. Deras kapitaltäckningsgrad (kvoten mellan eget kapital och riskvägda tillgångar) var tredje kvartalet 2024 19,4 procent jämfört med 16,0 i genomsnitt inom EU, och kreditförlusterna var 0,4 procent jämfört med ett EU-snitt på 1,9 procent.⁸

Figur 2 Monetära finansiella instituts andel av finanssektorns tillgångar, 2023, procent



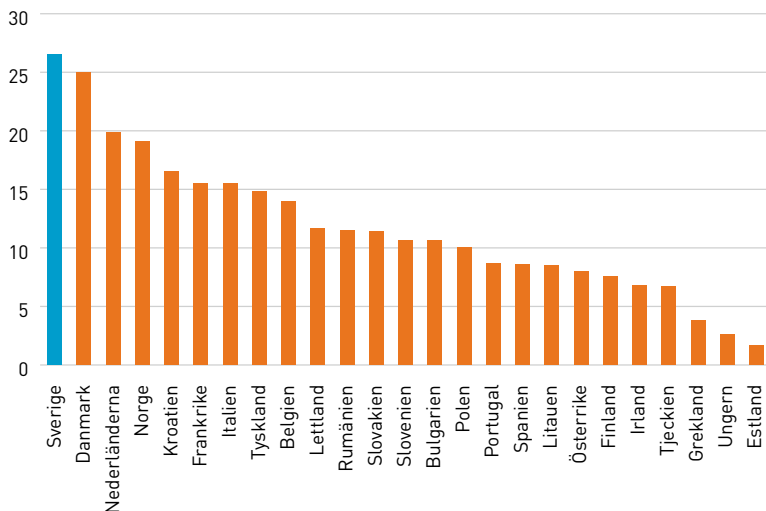
Källa: Eurostat.

7 Här ingår banker, bostadsinstitut, finansbolag, kommun- och företagsfinansierande institut, monetära värdepappersbolag och penningmarknadsfonder. Se Sveriges Riksbank (2025).

8 Siffrorna avser systemviktiga banker. Se figurerna 9 och 10.

Finansiering av pensioner är en central uppgift för det finansiella systemet. I Sverige och vissa andra länder förvaltas obligatoriskt pensionssparande av särskilda pensionsbolag, som investerar i aktier, obligationer och andra tillgångar såsom infrastruktur och riskkapital för nystartade företag (*private equity*). I Sverige svarar sparande i pensionsfonder och försäkringsbolag för drygt en fjärdedel av finanssektorns tillgångar jämfört med omkring en tiondel i flertalet EU-länder (se figur 3). Skillnaden beror till stor del på att det svenska statliga pensionssystemet, genom AP-fonderna, är fonderat i större utsträckning än motsvarande system i många andra länder.⁹ Eftersom pensions-sparandet till stor del är placerat i internationella tillgångar är avkastningen beroende av valutakursutvecklingen.

Figur 3 Försäkringsbolags och pensionsfonders andel av finansiella tillgångar, 2023, procent



Anm: I den svenska siffran ingår AP-fonderna.

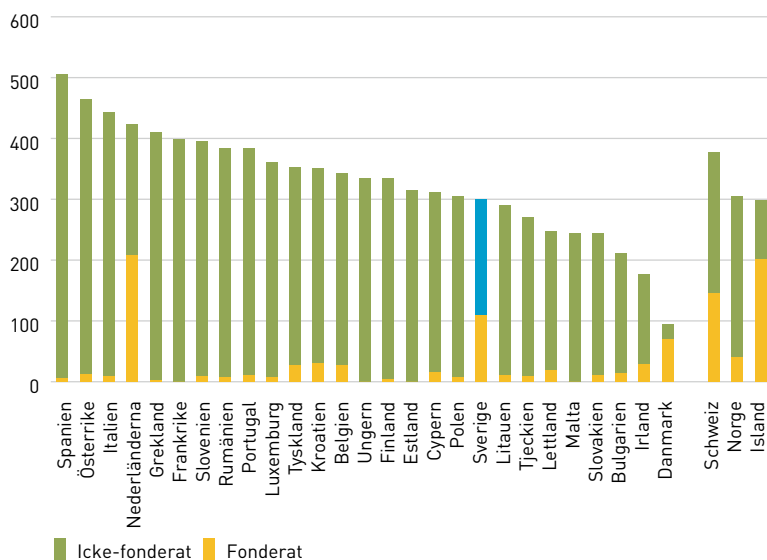
Källa: Eurostat.

Sverige har således en relativt stor finanssektor utanför bankerna med en stor andel försäkringsbolag och pensionsfonder. Detta avspeglar att svenska pensionsrätter, framför allt i de kollektivavtalade systemen, i

9 Se Scharfstein (2018) för en analys av samband mellan pensions- och finanssystem.

stor utsträckning är knutna till fonderat sparande och därigenom kommer ut på de finansiella marknaderna. I andra länder betalas en större andel av pensionsavgifterna in till staten som sedan betalar ut pensionen över statsbudgeten (så kallat fördelningssystem, *pay-as-you-go*). Det svenska pensionssystemet framstår dock inte som mer generöst än systemen i många andra länder. Sett som andel av livslönen ligger svenska pensioner i underkant av genomsnittet i Europa. Pensionsåtagandena uppdelade på fonderade och icke-fonderade pensionsrätter framgår av figur 4. Störst fonderat pensionssparande har Nederländerna, Sverige och Danmark, medan många av de stora länderna, såsom Frankrike, Spanien, Italien och Tyskland, har låga andelar. Denna skillnad har stor betydelse då det fonderade pensionssparandet till stor del består av aktier och andra instrument som finansierar näringslivets investeringar.

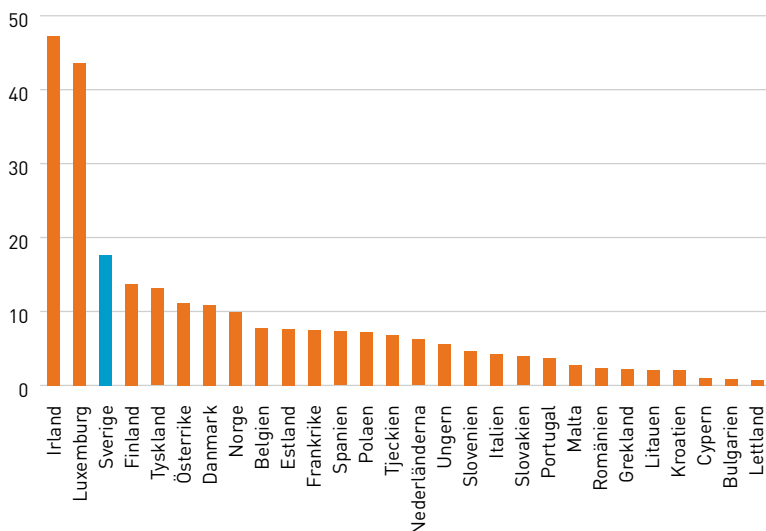
Figur 4 Fonderade och icke-fonderade pensionsåtaganden inom EU, 2021, procent av BNP



Källa: Eurostat.

Långsiktigt sparande i aktier och fonder vid sidan av pensionsbolagen spelar också en stor roll. I Sverige har skattepolitiken på olika sätt gynnat hushållens fondsparande, allt ifrån allemansfonderna på 1980-talet till dagens lågt beskattade investeringssparkonton. I relation till de finansiella tillgångarna är fondbolagen i Sverige, i många fall knutna till bankerna, större än i alla andra EU-länder utom Irland och Luxemburg (se figur 5).

Figur 5 Fondbolagens tillgångar som andel av finansiella tillgångar, 2023, procent



Källa: Eurostat.

För växande bolag spelar aktiefinansiering en viktig roll. Aktiemarknaden är mer aktiv och likvid i Sverige än i många andra länder. Under perioden 2010–22 ökade antalet börsnoterade bolag i Sverige med cirka 400, netto efter avlistningar. Detta är mer än i något annat EU-land. I flertalet övriga länder minskade antalet noterade bolag, mest i Frankrike och Tyskland.¹⁰

Finansiering av nystartade företag lämpar sig ofta mindre bra för vanliga banker då den är förknippad med större risker. Investeringar i risk-

¹⁰ Swedish Corporate Governance Institute (2023).

kapital görs ofta genom särskilda bolag och fonder. Riskkapitalbolagen svarar visserligen för en liten del av all företagsfinansiering, men är särskilt viktiga eftersom nystartade bolag ofta har svårt att finansiera sig genom såväl banker som emissioner på den publika aktiemarknaden. Som har uppmärksammats i Draghirapportens diskussion av finansieringen av framtidsbranscher, är riskkapitalsektorn större i Sverige än i flertalet andra europeiska länder. Mellan 2018 och 2022 motsvarade riskkapitalinvesteringar cirka 1,0 procent av BNP i Nederländerna, Sverige och Storbritannien, jämfört med 0,6 procent för Europa totalt. Riskkapitalfonderna är nära integrerade med internationella kapitalmarknader. Av de svenska fondernas kapital kommer drygt hälften från investerare utanför Europa och något mer än en tiondel från inhemska investerare.¹¹ De bolag som svenska riskkapitalbolag investerar i är belägna i flera olika länder, även om svenska riskkapitalbolag investerar i skandinaviska företag i större utsträckning än vad som motsvarar de skandinaviska ländernas ekonomiska storlek.¹²

En annan viktig uppgift för det finansiella systemet är att hantera betalningar. Det gäller såväl betalningar mellan individer och företag i realtid som clearing och avveckling av betalningar inom den finansiella sektorn. Inom både områdena finns stora integrerade system inom EU, som Sverige är anslutet till eller kommer att anslutas till oberoende av om valutan är gemensam eller ej. Transaktionssystemen diskuteras av Ingves i kapitel 13.

3 Valutaexponering, valutarisk och växlingskostnader

3.1 Valutarisk

Svenska företag och hushåll har tillgångar och skulder denominerade i euro. Vid en anslutning till valutaunionen skulle osäkerheten om det framtida nominella värdet för dessa försvinna.¹³ Dessutom skulle osäkerheten om kontrakt i andra valutor nu bero på dessas växelkurser

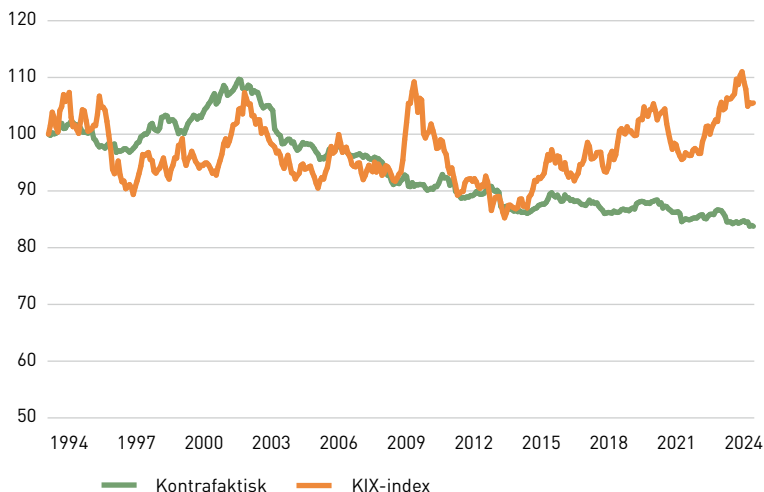
¹¹ Bergström och Englén (2024).

¹² Se Sveriges Riksbank (2024), sid. 67.

¹³ Vår diskussion är i huvudsak begränsad till det nominella värdet. För osäkerheten om det reala värdet spelar samvariationen mellan växelkurs och inflation en central roll.

gentemot euron. Betydelsen av detta illustreras i figur 6, som visar utvecklingen av den effektiva växelkursen för kronan gentemot en handelsvägd valutakorg och motsvarande hypotetiska effektiva växelkurs om vi hade haft euron som hemmavaluta sedan 1993. Svängningarna på kort och medellång sikt skulle ha varit väsentligt mindre med euron som valuta. I den meningen skulle den kortsiktiga valutarisken ha varit lägre med euron som hemmavaluta.

Figur 6 Kontrafaktisk (grön) och faktisk (orange) nominell effektiv växelkurs, 1993–2024, månadsdata, index: januari 1993 = 100



Källa: Flam och Persson (2024).

3.2 Valutaväxling och riskhantering

Med euron som hemmavaluta försvinner behovet av att växla kronor mot euro liksom att hantera osäkerheten om värdet på tillgångar och skulder i euro. Växling görs av banker, kortföretag och speciella valutaväxlingsföretag i samband med export och import och i samband med finansiella transaktioner över gränserna. I kapitel 2 av Forslid beräknas växlingskostnaderna i varu- och tjänstehandeln till mellan 5 och 11 miljarder kronor per år.

Osäkerheten om framtida kursutveckling kan antingen bäras som en öppen risk eller elimineras genom finansiella kontrakt. Det kan illustreras utgående från ett företag som tagit upp ett lån i euro och vill omvandla det till ett lån i kronor. Detta kan göras genom en så kallad valutaswap, som är en kombination av två transaktioner: en omedelbar växling från euro till kronor (en avistatransaktion) och ett kontrakt om framtida försäljning av kronor till euro när lånet förfaller (en terminstransaktion). I praktiken vill man ibland också kurssäkra räntebetalningarna under lånets löptid. Det kan göras genom en så kallad *cross-currency swap*, som kan ses som ett paket av valutaswapar, en för varje räntebetalning.¹⁴

På en väl fungerande marknad avspeglar kostnaden för en valutaswap i princip ränteskillnaden mellan de båda valutorna.¹⁵ Härtill kommer en liten transaktionskostnad, motsvarande skillnaden mellan köp- och säljkurs på aktier och andra tillgångar. Vi återkommer i avsnitt 3.4 till en bedömning av den samlade kostnaden för den svenska ekonomin av att eliminera kursrisken på finansiella kontrakt i euro, en kostnad som skulle försvinna vid ett svenskt inträde i eurozonen.

3.3 Exponering för växelkursrisker i olika sektorer

Banker

Bankerna är navet i terminshandeln. Spreaden mellan köp- och säljkurs, som är en transaktionskostnad för de aktörer som utnyttjar terminsmarknaden, är samtidigt en inkomstkälla för bankerna som ger täckning för deras kostnader och risker och skapar ett visst överskott. Det totala nominella värdet av alla kontrakt på hela derivatmarknaden uppgick 2020 till cirka 80 000 miljarder kronor. Härav var värdet av kontrakt i kronor drygt hälften, medan kontrakt i euro svarade för ca en fjärdedel.¹⁶

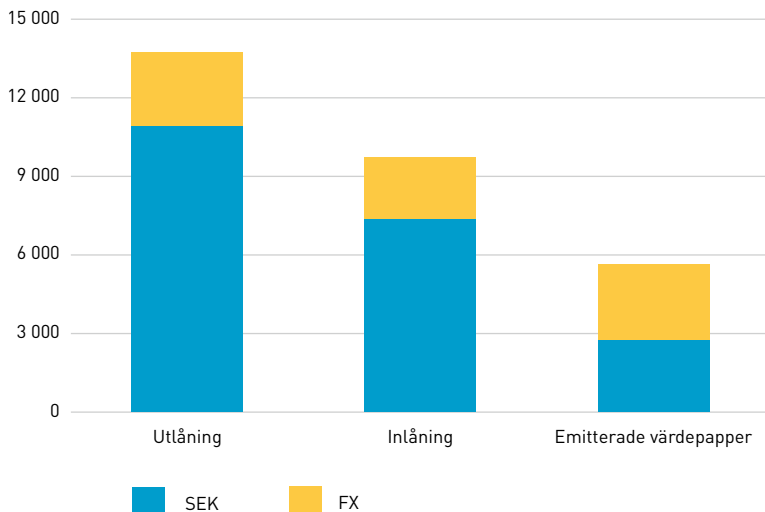
14 Se exempelvis Sveriges Riksbank (2024), avsnitt Fakta – derivat, för närmare detaljer.

15 Om så inte vore fallet skulle det gå att tjäna pengar riskfritt genom att låna i kronor och placera i en utländsk obligation och samtidigt sälja obligationen vid förfall till gällande terminskurs. Se exempelvis Avdjiev med flera (2020) för mått på avvikelser från så kallad kurs-säkrad ränteparitet mellan de stora valutorna.

16 Se Levander med flera (2021).

Bankerna är också själva kunder på valutamarknaden eftersom de ger ut obligationer i utländsk valuta för att finansiera sin utlåning i kronor, framför allt bolån. De centrala posterna i bankernas balansräkningar fördelade på inhemsk och utländsk valuta framgår av figur 7. Såväl utlåning som inlåning är till övervägande del i kronor, och in- och utlåning i utländsk valuta matchar varandra grovt, åtminstone för alla banker sammantagna (dock med stora skillnader mellan banker enligt Eklund med flera 2012). Av obligationer och andra värdepapper är drygt hälften, cirka 2 900 miljarder kronor, emitterade i utländsk valuta, varav cirka 1 300 miljarder kronor i euro och resterande huvudsakligen i dollar.¹⁷ Emissionerna i euro finansierar huvudsakligen bankernas bolån. Netto är således banksystemet exponerat för valutarisk, vilket skapar ett behov av kurssäkring. Den övervägande delen av kontrakten har en löptid som överstiger ett år.¹⁸

Figur 7 Bankernas balansräkningsposter fördelade på valuta, 2023-12-31, miljarder kronor



Anm.: Avser ställning för monetära finansinstitut verksamma i Sverige, inklusive filialer utomlands.

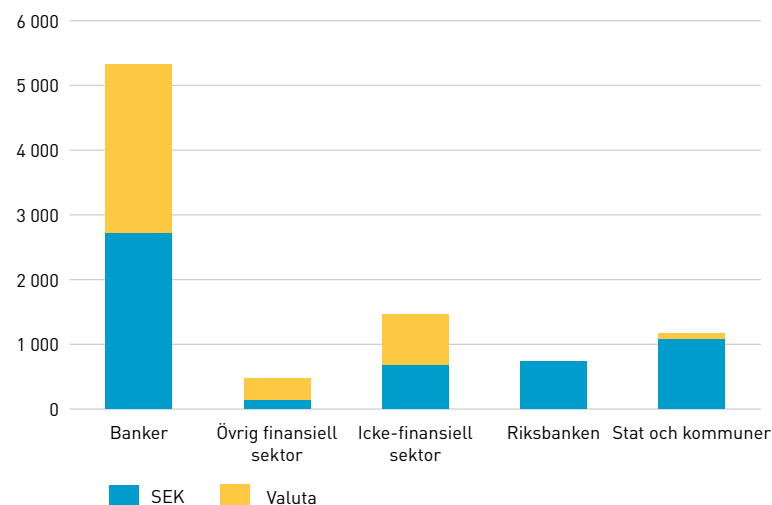
Källa: Sveriges Riksbank (2024).

¹⁷ Sveriges Riksbank (2024).

¹⁸ Ibid.

Som framgår av figur 8 står bankerna för långt mer än hälften av den utestående volymen av obligationer och certifikat. Ungefär hälften är emitterad i utländsk valuta.

Figur 8 Marknadsvärde för utestående värdepapper på räntemarknaden per emitterande sektor, 2023-12-31, miljarder kronor



Källa: Sveriges Riksbank (2024).

Pensionsföretag och AP-fonder

Pensions- och livförsäkringsbolagen är långsiktiga placerare med tillgångar på totalt 10 300 miljarder kronor i aktier och andra värdepapper. 25 procent av tillgångarna är placerade i internationella valutor varav cirka 700 miljarder kronor, i euro.¹⁹ En betydande, och över tiden varierande, del av valutarisken elimineras genom olika derivattransaktioner. AP-fonderna, som utgör knappt 10 procent av finanssektorn, är genom sitt reglemente begränsade till att ha högst 40 procents valutaexponering. Värdet på pensionsföretagens totala valutatillgångar, drygt 2 000 miljarder kronor, är av samma storleksordning som bankernas

¹⁹ Ibid.

räntebärande skulder i utländsk valuta. Det finns således naturliga och ungefär lika stora köpare som säljare av valutasäkring.

Icke-finansiella företag

Icke-finansiella företag är i stor utsträckning internationellt finansierade. Av deras räntebärande skulder har 63 procent förvärvats av utländska placerare, och av noterade aktier är 43 procent av marknadsvärdet i utländsk ägo.²⁰ Ungefär hälften, 786 miljarder kronor, av den utstående skulden är emitterad i utländsk valuta, varav cirka 700 miljarder i euro.²¹

Samtidigt har företagen stora tillgångar i euro och andra utländska valutor. Fordringar i utländsk valuta kan till exempel ha uppkommit i samband med etablering av utländska dotterbolag. Dessutom är företagen utsatta för kortsiktiga valutarisker kopplade till fakturering i utländsk valuta.

Enligt en undersökning från Business Sweden (2023) bland svenska exportföretag fakturerades 69 procent av inköpen och 46 procent av försäljningen i euro. Av de undersökta företagen betraktade 28 procent valutarisk som en utmaning och 24 procent uppgav att de använde terminsmarknaden för att gardera sig mot valutarisk.

Hushåll

Även hushållen är exponerade för växelkursförändringar, huvudsakligen genom sitt fondsparande. Förmögenheten i svenskbaserade investeringsfonder uppgick i december 2024 till 8 355 miljarder kronor, varav drygt två tredjedelar i rena aktiefonder. Av dessa utgjorde svenska aktiefonder cirka 20 procent och resterande 4 529 miljarder i allt väsentligt utländska aktier.²² Placeringar i rena europafonder är dock små, 136 miljarder kronor, vartill kan komma en viss exponering mot euron i olika blandfonder. Totalt kan det röra sig om 150 miljarder

²⁰ Ibid.

²¹ OECD (2022).

²² Fondbolagens förening (2024). I siffran ingår en mindre summa (428 miljarder kronor) i blandfonder Sverige och global.

kronor. Hushållen bär således en betydande valutarisk i sitt fondinnehav, men en mycket liten del av denna risk är kopplad till euron.

3.4 Total valutasäkringskostnad i den finansiella sektorn

Vi ska göra en grov överslagsberäkning av transaktionskostnaderna för att hantera växelkursriskerna i euro. Totalkostnaden ges av transaktionskostnaden per krona multiplicerad med det belopp som kan behöva valutasäkras. Vi har identifierat fyra sådana poster i den finansiella sektorn: bankernas euroobligationer, pensionsföretagens eurotillgångar, de icke-finansiella företagens eurosulder och fondbolagens eurotillgångar. Summan av dessa poster är 2 850 miljarder (se tabell 1). Detta bör ses som en övre gräns som är förknippad med en betydande osäkerhet. De icke-finansiella bolagens obligationslån kan delvis ha tagits upp för att matcha tillgångar i euro. I så fall minskar lånen valutariskerna och behöver inte säkras. Vidare går bankernas eurolån inte bara till den svenska bolåneportföljen utan finansierar också eurotillgångar i deras utlandsverksamhet. Vi har dock inga siffror på omfattningen av den del av skulderna som matchar tillgångar i euro.

Tabell 1 Uppskattade volymer upplåning och placering i euro för olika sektorer, 2023-12-31, miljarder kronor

Banker, obligationslån	1 300
Pensionsföretag, tillgångar	700
Icke-finansiella företag, obligationslån	700
Hushåll, fondinnehav	150
Total exponering	2 850

Handel på terminsmarknaden sker *over the counter* (OTC), direkt mellan två motparter. Det finns ingen allmänt tillgänglig statistik över sådana transaktioner. Priserna kan också skilja sig åt beroende på motpart. En aktuell studie (Bräuer och Hau 2024) använder transaktionsdata över alla avslut mellan banker och fondbolag/försäkringsbolag från 2019 till idag, som samlats in för EU:s marknadsreglering EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*). Transaktionskostnaden

kan då beräknas som skillnaden mellan den kurs kunderna får och den kurs bankerna som säljer säkringen får betala när de återförsäkrar sig i interbankmarknaden. För en kurssäkring av kronor mot euro på en månad var den kostnaden i genomsnitt 0,5 punkter (0,005 procent). Om kunderna rullar en månadskontrakt tolv gånger skulle årskostnaden således bli 6 punkter ($12 \times 0,5$). Studien omfattar tyvärr inte långa kontrakt, men årskostnaden för att terminssäkra med längre kontrakt är sannolikt något lägre. Våra samtal med svenska marknadsaktörer indikerar att årskostnaden över en längre tidsperiod bedöms ha varit så låg som 2 räntepunkter.²³

Bräuer och Hau (2024) visar också att av de fonder som hade exponering i utländsk valuta var det endast 68 procent som använde valuta-swappar åtminstone sporadiskt under perioden. Om motsvarande andel är giltig för de svenska aktörer som är exponerade mot euro enligt tabell 1 skulle den totala volymen kurssäkring uppgå till drygt 1 900 miljarder kronor. Med en transaktionskostnad på 2 punkter skulle det innebära en total kostnad på drygt 380 miljoner kronor, ett i sammanhanget blygsamt belopp. Detta avser kostnader inom den finansiella sektorn, där flertalet aktörer kan handla direkt på interbankmarknaden där marginalerna normalt är mycket små. Vår beräknade kostnad är mindre än en tiondel av Forslids uppskattning för varu- och tjänstehandeln.

3.5 Valutasäkring och systemrisk

När företag säkrar sig mot växelkursrisker hamnar motposterna i så kallade swapportföljer hos storbankerna. Dessa portföljer kan jämföras med försäkringsbolagens portföljer av utfärdade försäkringar. Även om löptiderna för de skulder och tillgångar som kurssäkras (bostadsobligationer och utländska aktier) är relativt långa, är swapkontraktens löptid till större del kortare. Av valutaderivat har en tredjedel en löptid kortare än 30 dagar och ytterligare en tredjedel en löptid mellan 30 och 90 dagar. Mindre än en tiondel löper på mer än ett år.²⁴

23 Detta är konsistent med en transaktionskostnad på 0,5 punkter för en kurssäkring på tre månader.

24 Se Levander med flera (2021).

Den totala volymen utestående kontrakt är mycket stor, närmare 100 000 miljarder kronor.²⁵ Vid marknadsstörningar kan det bli svårt för aktörerna att omsätta swapkontrakten. I ett sådant fall finns en risk att bli sittande med växelkursrisker man inte vill ha, vilket kan vara kostsamt i en volatil marknad. Detta problem skulle minska vid en euroanslutning, eftersom derivatmarknaden mellan euron och andra valutor är mer likvid än motsvarande marknader mellan kronor och andra valutor.

4 Euron och bankunionen

Bankunionen upprättades 2014 i spåren av den globala finanskrisen sedan ett antal europeiska banker fått räddas med hjälp av statliga stödinsatser. Syftet var att stärka stabiliteten i banksystemet samt minska risken för en framtida kris och samtidigt förhindra att en eventuell kris skulle gräva nya hål i statsfinanserna. Ett svenskt medlemskap i eurozonen förutsätter att vi först är medlemmar i den europeiska växelkursmekanismen (ERM) och bankunionen.²⁶ Detta kommer att påverka förutsättningarna för de svenska bankerna. De regleras visserligen redan idag av gemensam lagstiftning som gäller oavsett om ett land ingår i valutaunionen eller ej, men tillämpningen av reglerna är i större utsträckning en nationell angelägenhet för länder utanför eurozonen.

Idag sköts tillsyn och övervakning av svenska banker liksom hanteringen av banker i kris av svenska myndigheter – Finansinspektionen, Riksgälden och Riksbanken – dock inom ramar formulerade i den EU-gemensamma lagstiftningen. Med euron skulle Sverige delta i den gemensamma tillsynsmekanismen (*Single Supervisory Mechanism*, SSM) och den gemensamma resolutionsmekanismen (*Single Resolution Mechanism*, SRM). Dessa mekanismer brukar gemensamt beskrivas som bankunionen. Denna är dock ingen särskild organisation eller jurisdiktion, utan en uppsättning regler och beslutsformer som tillämpas av Europeiska centralbankens tillsynsnämnd (*Single Supervisory*

²⁵ Ibid, chart 1.

²⁶ Se kapitel 13 av Ingves för en närmare diskussion av anslutningsprocessen.

Board, SSB) och den gemensamma EU-myndigheten för resolution av banker (*Single Resolution Board*, SRB) tillsammans med motsvarande nationella myndigheter. Till bankunionen kan också komma att fogas en gemensam insättningsgaranti. Denna är dock, efter mer än ett decennium av diskussioner och förhandlingar, ännu på idéstadiet.

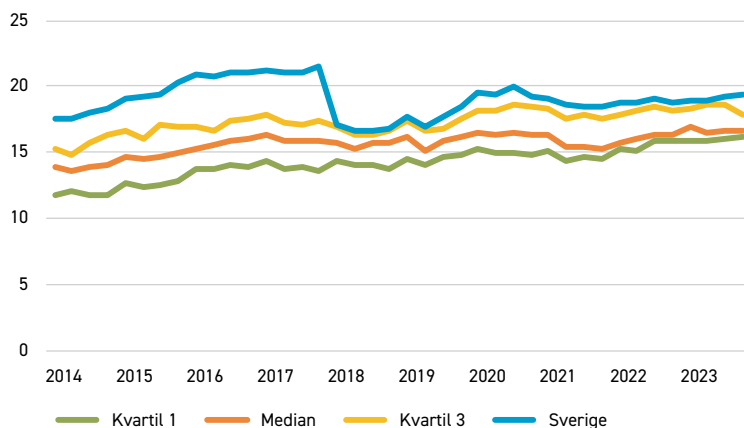
Den grundläggande tanken är att stärka tillsynen av bankerna, särskilt de systemviktiga, i syfte att minska risken för att instabilitet i banksystemet ska hota makroekonomin eller att störningar i makroekonomin ska hota finanssektorns stabilitet. Om en system viktig bank ändå fallerar, ska regelverket för resolution säkerställa att förluster och återkapitalisering täcks av bankens aktieägare och långivare genom att ägarna fräntas sina aktier och att oprioriterade fordringar skrivs ner och konverteras till nytt aktiekapital (*bail-in*). Om detta kräver ytterligare medel, särskilt under en övergångsfas, ska de kunna tas från en särskild resolutionsfond uppbyggd med avgifter från bankerna (*Single Resolution Fund*, SRF). Därigenom minskas risken för att stödbehov belastar medlemsländernas statskassor (*bail-out*). Bankunionen kan på så sätt ses som ett försäkringssystem där risker sprids genom att resurser från banker i flera länder poolas.

4.1 Europas banksystem har stabiliserats

Genom den europeiska stabilitetsmekanismen (ESM) som inrättades 2012 gavs nödlån, gemensamt finansierade av valutaunionens länder, till ett antal stater i finansiella svårigheter – Cypern, Grekland, Irland, Portugal och Spanien – medel som bland annat användes för att stärka banker i kris. Samtidigt förblev många banker svagt kapitaliserade, med en genomsnittlig kapitaltäckningsgrad bland EU:s banker på endast 11,5 procent i december 2014, och kreditförlusterna var fortfarande höga, i genomsnitt 6,5 procent av lånestocken. Tio år senare har det europeiska banksystemet stärkts påtagligt. Fram till september 2024 hade den genomsnittliga kapitaltäckningsgraden stigit till 16,0 procent och kreditförlusterna minskat till 1,9 procent (se figurerna 9 och 10). Dessa genomsnitt döljer fortfarande en stor spridning. Idag

varierar kapitaltäckningen mellan 13 procent i Spanien och 23 procent i Cypern och kreditförlusterna mellan 0,3 procent i Sverige och 3,9 procent i Polen.²⁷

Figur 9 Kapitaltäckningsgrad, 2014-23, procent

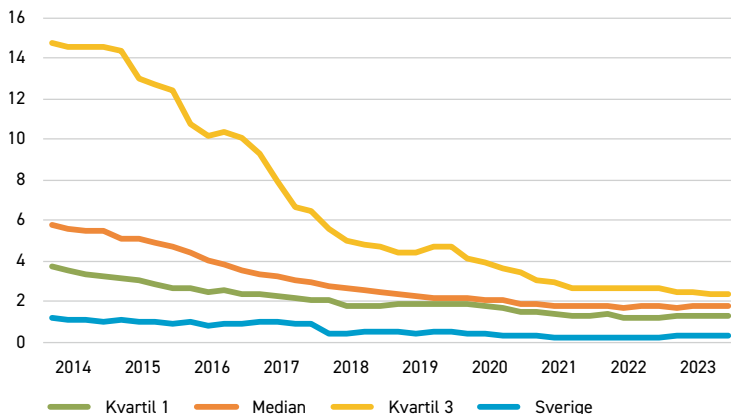


Anm.: Kapitaltäckningsgraden [CET1-kvot] är definierad som kvoten mellan eget kapital och riskvägda tillgångar. Siffrorna avser de tio största euroländerna samt Danmark, Polen och Sverige.

Källor: European Banking Authority och Riksgälden.

27 Som diskuteras nedan medger standardmetoden för riskjustering att statspapper ges riskvikten noll oavsett deras betyg hos ratinginstituten. Siffrorna kan därför ge en alltför positiv bild av vissa bankers finansiella styrka. Nedgången för Sverige 2018 beror på att riskviktgolvet för bolån höjdes (Sveriges Riksbank 2018).

Figur 10 Andel nödlidande lån, 2014–23, procent



Anm: Siffrorna avser de tio största euroländerna samt Danmark, Polen och Sverige.

Källor: European Banking Authority, Risk Dashboard Q3 2024 och Riksgälden.

Den ökade stabiliteten för banker i EU har också bidragit till att minska kreditrisken och förbättra ratingen för statsobligationer från många länder. Detta kan i någon mån tillskrivas bankunionen, vars syfte ju är att effektivisera tillsynen och poola riskerna mellan banker och länder inom unionen. Chiarella med flera (2025) jämför hur ratingbetygen utvecklades från 2011 till 2018 för de 19 euroländerna och 12 europeiska länder utanför eurozonen (inklusive tre länder som inte är med i EU: Island, Norge och Schweiz). Fram till 2013 hade euroländerna i genomsnitt en påtagligt lägre rating än övriga länder. Gapet halverades redan 2014 för att sedan gradvis slutas fram till 2018. Detta kan naturligtvis bero på en rad andra faktorer i takt med att eurokrisen klingade av. Den empiriska analysen med ett antal kontrollvariabler tyder emellertid på att medlemskap i bankunionen var en bidragande faktor.

4.2 De svenska bankerna i europeiskt perspektiv

Med en kapitaltäckningsgrad på 19 procent och obetydliga kreditförluster framstår svenska banker idag som mer stabila än genomsnittet i Europa. Mot den bakgrunden kan man fråga sig vilken nytta Sverige och det svenska finanssystemet kan ha av att delta i bankunionen.

Vilka är nackdelarna? Ökar risken att Sverige på ett eller annat sätt kan tvingas delta i stödaktioner för banker i länder med svaga banksystem och svaga statsfinanser? Idag kan den risken bedömas som mycket liten, men eftersom bankunionen är under utveckling och världsläget är osäkert kan frågan inte enkelt besvaras utgående från dagsläget.

Bankunionen är fortfarande ofullständig, och även om den frångångsrikt kan ha bidragit till att städa upp efter den gamla krisen har den inte prövats under en ny kris. Det är alltjämt oklart hur reglerna, särskilt avseende resolution och en eventuell framtida gemensam insättningsgaranti, kommer att utvecklas och hur de kan komma att tillämpas vid en framtida kris. Samtidigt skulle ett medlemskap i bankunionen rimligen öka Sveriges inflytande och möjlighet att påverka dess framtida utveckling, åtminstone marginellt. Sverige har visserligen redan idag rätt att delta i eurogruppens möten om bankunionsfrågor och har full rösträtt när beslut fattas av Rådet, men i praktiken väger euroländernas röster sannolikt tyngre.

4.3 Enhetlig tillsyn

Eftersom den svenska banktillsynen redan idag utgår från det EU-gemensamma regelverket blir effekterna på tillsynen av ett svenskt medlemskap i bankunionen sannolikt små i praktiken. Beslutanderätt avseende vissa krav på bankernas kapitalbuffertar kommer att flyttas från Finansinspektionen till ECB.²⁸ ECB:s beslutanderätt är dock begränsad till att höja en buffert utöver vad som bestämts lokalt. Eftersom Sverige redan idag har högre buffertar än de flesta andra länder kommer detta därför knappast att ha någon praktisk betydelse. Andra makrotillsynsåtgärder, såsom lånetak och amorteringskrav, kommer även fortsättningsvis att beslutas nationellt.

De effekter av att ansvaret för tillsynen flyttas till ECB som skulle kunna uppkomma diskuteras nedan.

²⁸ Det gäller den konkracykliska bufferten, systemriskbufferten och bufferten för globalt systemviktiga institut.

Hänsyn till externa effekter

Banker i länderna inom EU är nära sammanlänkade med varandra. Även om ut- och inlåningen är lokalt koncentrerad, agerar bankerna till stor del på en gemensam finansieringsmarknad. Svårigheter inom en bank i ett land riskerar därför att spilla över på hela det finansiella systemet. Den gemensamma tillsynsmekanismen bygger på en uppdelning av övervakade banker mellan systemviktiga och övriga, där ansvaret för tillsyn av systemviktiga institut (i Sveriges fall åtminstone Handelsbanken, SEB och Swedbank) ligger hos ECB, medan nationella tillsynsmyndigheter sköter tillsynen av övriga banker.

En effekt av ett svenskt deltagande i bankunionen är således att tillsynen av de tre största svenska bankkoncernerna skulle överföras till ECB, medan Finansinspektionen skulle behålla tillsynen över icke systemviktiga banker, även om ECB har möjlighet att agera också gentemot dessa.²⁹ ECB skulle utföra undersökningar på plats med assistans från Finansinspektionen. Den som leder en undersökning ska inte komma från bankens hemland och inte heller vara involverad i den löpande tillsynen av banken. För bankkoncerner med gränsöverskridande verksamhet skulle ECB ersätta Finansinspektionen som samordnande tillsynsmyndighet och leda arbetet för koncerner med huvudkontor i Sverige. Sammantaget borde dessa ändringar öka förutsättningarna att ta hänsyn till gränsöverskridande effekter på den finansiella stabiliteten.

Kvalitet

Ett deltagande i bankunionen skulle kunna ge ett visst mervärde i form av stordriftsfördelar för metodutveckling och ökade möjligheter att göra jämförelser med banker av motsvarande typ (storlek, affärsmodell, riskprofil och så vidare) i andra länder. ECB kan ha en bredare och djupare kompetens än som är möjligt för en lokal myndighet med mindre resurser. Normalt tar en platsundersökning flera veckor med deltagande av 10–15 tjänstemän från ECB. I det avseendet är ECB:s tillsyn väl så inträngande som den som Finansinspektionen utför idag.

²⁹ Redan idag har ECB tillsyn över SEB:s och Swedbanks baltiska dotterbolag liksom över Nordea.

Sannolikt skulle detta kräva något mer resurser, inte bara från ECB utan också från Finansinspektionen och berörda banker. Möjligheter till lärande och spridande av "best practice" borde också kunna förbättras. Detta kan även gynna tillsynen av de banker som fortfarande skulle övervakas nationellt.

Enhetlighet och konsekvens

Gemensam tillsyn skulle kunna leda till en något mer enhetlig regel-tillämpning. Samma krav på information och transparens skulle ställas på svenska banker som på alla andra banker inom unionen. Detta skulle minska utrymmet för regelarbitrage genom att banker lokaliserar verksamhet till länder med mindre strikta regler. Samtidigt skulle de personliga kopplingarna mellan parterna minska och därigenom risken för vänskapskorruption. Detta kan begränsa utrymmet för att stötta svaga banker och behålla ett ineffektivt banksystem.

Å andra sidan riskerar en enhetlig tillsyn att inte beakta lokala förhållanden och skillnader i bankernas affärsmodeller. Om den löpande kontakten med den svenska bankmarknaden försämras kan det ta längre tid innan nya fenomen och risker observeras. En alltför likriktad tillsyn kan också bidra till att alla banker stöps i samma form. Det skulle kunna leda till att effekter av störningar blir mer synkroniserade och att systemriskerna därför ökar i stället för att minska.

Transparens och risktagande

Beslutet om bankunionen tycks när det fattades ha uppfattats som en positiv nyhet av aktiemarknaden.³⁰ Frågan är om man hittills kan se några effekter efter ett decennium med gemensam tillsyn. Införandet av den gemensamma tillsynsmekanismen 2014 kan tolkas som ett "naturligt experiment". Eftersom systemviktiga banker påverkades på annat sätt än övriga banker kan man dra vissa slutsatser från skillnader i utvecklingen mellan de båda kategorierna av banker före och efter

30 Loipersberger (2018) finner att såväl den ursprungliga annonseringen av bankunionen den 29 juni 2012 som den mer detaljerade planen den 12 september 2012 hade en viss positiv effekt på aktiekurserna för banker inom eurozonen jämfört med banker utanför den.

2014. Forskare har studerat två typer av effekter: transparens och risktagande.

Altunbas med flera (2022) finner att bankunionen genomgående medförde ökad transparens om den finansiella ställningen för enskilda banker. Effekten var starkast för mindre lönsamma banker och för banker i de länder som drabbats hårdast av finanskrisen. Detta kan tolkas som att effekten var störst i de länder som tidigare haft sämst kvalitet på sin tillsyn. Något förvånande var effekten starkast för lokalt övervakade banker. Författarna tolkar detta som en följd av *principal-agent*problem kopplade till att information om centralt övervakade banker till stor del insamlas lokalt och kommuniceras till ECB som har beslutsrätten.³¹ Effekten kan också bero på att de systemviktiga bankerna redan tidigare var förhållandevis transparenta.

Tillsynen syftar till att hålla nere risken i de enskilda bankerna. Avignoni med flera (2021) studerar utvecklingen av kreditförluster och nödlidande krediter. För ett urval av banker inom unionen under perioden 2011–18 jämför de utvecklingen mellan de 95 banker som omfattades av den gemensamma tillsynen från 2014 och de 651 som inte gjorde det. De finner att centraliserad tillsyn ledde till något lägre kreditförluster, även med hänsyn tagen till ett antal kontrollvariabler. Skillnaden är statistiskt signifikant, men kvantitativt relativt liten.³²

4.4 Enhetlig resolution

Resolution är ett sätt att hantera en krisbank utan att verksamheten omedelbart stängs ner. I stället sker en ordnad rekonstruktion eller avveckling av banken i syfte att begränsa skadeverkningarna för bankens kunder, den finansiella stabiliteten och samhällsekonomin i stort. Under tiden som resolution pågår, hålls banken öppen så att kunderna har tillgång till sina konton och övriga tjänster precis som vanligt. Resolution kan genomföras på olika sätt. Exempelvis kan den krisdrabbade banken säljas till en annan bank eller återkapitaliseras genom att vissa

31 Carletti med flera (2021) utvecklar en modell för en så kallad *hub-and-spokes*-struktur för övervakning.

32 Effekten på reserveringar för kreditförluster som andel av lånestocken var mellan 0,6 och 0,9 procentenheter, beroende på modellspecifikation. Detta ska jämföras med en genomsnittlig kreditförlustnivå på omkring 5 procent.

borgenärer får sina skulder nedskrivna eller konverterade till aktier. Syftet är att krishanteringen ska bekostas av bankens egna aktieägare och långivare. Samtliga EU-medlemmar ska i princip hantera resolution på samma sätt, närmare reglerat i ett särskilt EU-direktiv (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD), i Sverige genomfört i lagen (2015:1016) om resolution. Effekten av ett svenskt medlemskap i bankunionen skulle bli att beslut och den övergripande hanteringen av resolution av systemviktiga banker flyttas från Riksgälden till SRB, men principerna skulle i allt väsentligt förbli desamma.³³

Som stöd för resolutionen finns en särskild fond (*Single Resolution Fund*, SRF), som är finansierad genom bankavgifter. Fonden ska kunna användas för att stödja en resolutionsprocess om inte bankens kapital och nedskrivningsbara skulder räcker till. I Sverige har en resolutions-reserv byggts upp med samma syfte. Vid en anslutning till bankunionen skulle medel ur den svenska reserven komma att överföras till den gemensamma resolutionsfonden.

En nyckelfråga är hur de finansiella konsekvenserna av resolutionsbeslut kommer att fördelas. Syftet är ju att kostnaden i första hand ska falla på aktieägarna och i andra hand på innehavare av nedskrivningsbara skulder. Varken insättare eller skattebetalare ska skjuta till medel. Frågan är om man i alla lägen kommer att kunna hålla sig till denna idealiserade bild av processen, särskilt i samband med en mer allmän finansiell kris när många banker har problem samtidigt.

Hur stor är risken att medlemsländernas statskassor trots allt kommer att belastas i en eller annan form, och hur kommer kostnaderna för detta i så fall att fördelas mellan medlemsländerna? Resolutionsfonden kan ses som en garanti för att processen är trovärdig och att *bail-out* kan undvikas. En viktig fråga är hur bidragen till fondens uppbyggnad är fördelade mellan olika banker och medlemsländer och hur detta relaterar till sannolikheten för att medel ur fonden kommer banker i olika länder till del. Vi återkommer till den frågan i avsnitt 4.6.

Den gemensamma resolutionsmyndigheten har nu fungerat i tio år och upprättat ett regelverk för krav på bankernas kapitalbas och nedskrivningsbara skulder som ska kunna användas vid resolution. Centra-

33 Se Ekholm (2020) för en kritisk diskussion av beslutsformerna kring resolution inom bankunionen.

liserad resolution har tillämpats i två fall. 2017 övertogs Banco Popular Español av Santander och 2022 ledde en kris inom Sberbankgruppen till att moderbolaget i Österrike likviderades och dotterbolagen i Kroatien och Slovenien övertogs av andra banker. I båda fallen följdes regelboken. ECB förklarade först bankerna icke livskraftiga (*failing or likely to fail*) varefter resolutionsprocessen leddes av SRB tillsammans med nationella myndigheter. Inga statliga medel tillfördes.

Det kan dock finnas tvivel på att processen kommer att fungera lika väl under andra omständigheter. Det hänger bland annat samman med att SRB först, enligt resolutionsdirektivet, ska ta ställning till om gemensam resolution ligger i "det allmännas intresse" (*the public interest*) innan en resolutionsprocess startar. Om så inte bedöms vara fallet ska en krisande bank i stället hanteras lokalt i enlighet med varje lands egen insolvenslagstiftning. Detta kan även gälla för stora systemviktiga banker. År 2017 bedömdes att de båda italienska bankerna Banca Popolare di Vicenza och Veneto Banca inte var livskraftiga, men SRB fann att resolution inte låg i "det allmännas intresse". I stället tillämpades italiensk lag och de båda bankerna omstrukturerades med tillförsel av offentliga medel. I andra fall (Monte dei Paschi di Siena i Italien och HSH Nordbank i Tyskland) har banker räddats med statliga medel innan SRB tagit ställning till om de var livskraftiga.

Det finns således åtminstone tre osäkerheter om hur den gemensamma resolutionen kan komma att fungera. Den första är att SRB:s tolkning av "det allmännas intresse" skulle göra det möjligt för enskilda länder att stötta sina egna banker, vilket kan vara ett problem både för banksystemets effektivitet och för den finansiella stabiliteten. Den andra är i vilken utsträckning den gemensamt finansierade resolutionsreserven i praktiken kommer att användas för att stötta vissa banker. Den tredje är hur ett bankstöd ska finansieras om en framtida kris blir så omfattande att resolutionsreserven inte räcker till. Beslut fattades 2020 om att ESM ska fungera som en finansiell säkerhetsmekanism (*common backstop*) som ska garantera finansiering om resolutionsfonden inte visar sig tillräcklig. Beslutet har dock ännu inte ratificerats av det italienska parlamentet.

4.5 Gemensam insättningsgaranti

Banker finansieras till stor del genom inlåning från allmänheten på konton som är fullt likvida och dagligen används för betalningar. Systemets stabilitet bygger på att dessa tillgångar upplevs som fullt säkra. Av det skälet, och för att förhindra panikartade uttag (så kallad bankrusning) riktade mot banker med problem, har de flesta länder någon form av statligt administrerad garanti av insatta medel. Inom EU styrs insättningsgarantin av ett direktiv som bland annat reglerar det garanterade beloppet (100 000 euro) och föreskriver att garantin ska finansieras via en garantifond uppbyggd genom riskjusterade premier från försäkrade banker. Målnivån för fonderna är satt till 0,8 procent av värdet av all garanterad inlåning. Graden av måluppfyllelse varierar mellan länderna. I Sverige administrerar Riksgälden en fond som i slutet av 2023 uppgick till 49 miljarder kronor, vilket motsvarar 2,3 procent av den garanterade inlåningen och alltså är nära tre gånger så mycket som den målsatta nivån.³⁴ Ungefär hälften av EU:s länder ligger dock under målet.³⁵ Vissa länder, till exempel Tyskland, har skilda system för olika grupper av banker.

En gemensam insättningsgaranti var en av de tre grundpelarna när bankunionen lanserades, men har ännu ej realiserats.³⁶ Utan en gemensam garanti uppbackad av en gemensam fond riskerar en större andel av bördan i samband med en bankkonkurs att hamna på andra finansörer och ytterst på skattebetalare från andra medlemsländer.

4.6 Bankunionen som ett försäkringssystem

Bankkriser är kostsamma. Historiskt har kostnaderna i stor utsträckning drabbat skattebetalarna, när krisande banker räddats i syfte att garantera den finansiella stabiliteten. En bärande tanke med bankunionen är att ersätta denna ordning med ett system där bankernas finansörer får bära förlusterna. Systemet backas upp av resolutionsfonden,

34 Källa: Riksgäldens hemsida. Som jämförelse uppgick resolutionsreserven samtidigt till 61 miljarder kronor. Det finns också en stabilitetsfond som byggdes upp med bankavgifter i samband med den globala finanskrisen. Den uppgår till 42 miljarder.

35 Detta avser slutet av 2022. Källa: Forssbäck (2024).

36 Se Forssbäck (2024) och Véron (2024a) för en historik.

uppbyggd genom avgifter lagda på bankerna. På sikt är också avsikten att den tilltänkta gemensamma insättningsgarantin ska finansieras på liknande sätt. Bankunionen kan alltså ses som ett fonderat försäkringssystem, som ska garantera att eventuella räddningsaktioner för krisande banker inte påverkar statskassorna i de enskilda länderna.

Bankernas avgifter till resolutionsfonden uppgår till 1 procent av de insättningar som täcks av insättningsgarantin.³⁷ I Sverige är avsättningar till resolutionsreserven en del av statens budget. Målsättningen är att den ska motsvara 3 procent av garanterade insättningar. I december 2023 hade den nått upp till 2,7 procent. Vid ett eventuellt svenskt medlemskap kommer medel motsvarande 1 procent av garanterade insättningar att överföras till den gemensamma resolutionsfonden. Resterande 2 procent skulle kunna kvarstå som en svensk extrareserv, återbetalas till bankerna eller konsolideras med statskassan.

Ett svenskt medlemskap i bankunionen skulle sprida riskerna från Sverige till unionen som helhet. Idag svarar de tre storbankerna för 87 procent av de svenska bankernas balansomslutning, och problem i en eller flera av dessa banker skulle kunna gräva djupa hål i resolutionsreserven.³⁸ I bankunionen skulle de svenska bankerna däremot bara svara för cirka 4 procent av den samlade balansomslutningen. Krockkudden för de svenska bankerna skulle alltså flerdubblas. Att den svenska resolutionsreserven är tre gånger så stor i förhållande till de garanterade insättningarna som den europeiska resolutionsfonden skulle kunna ses som ett uttryck för att diversifieringen är så mycket mindre i ett enskilt land än inom en stor union. Skillnaden ger då ett mått på värdet av den riskspridning som skulle följa av ett medlemskap i bankunionen.

Samtidigt skulle ett svenskt medlemskap medföra att svenska banker via sina avgifter till den gemensamma resolutionsfonden, och en eventuell framtida insättningsgarantifond, fick bidra till ett skyddsnät för krisande banker i andra länder. Skillnaderna i risk mellan banker i olika länder borde i princip avspeglas i de riskjusterade fondavgifter

37 Avgifterna är i proportion till totala skulder och de insättningar som täcks av insättningsgarantin samt är riskjusterade beroende på kapitaltäckningsgrad med mera.

38 Siffran avser de tio största bankerna och exkluderar Nordea och Danske Bank med huvudkontor utanför Sverige. Källa Sveriges Riksbank (2024).

som bankerna betalar. Som konstaterats är svenska banker idag bättre kapitaliserade och har mindre kreditförluster än genomsnittet inom bankunionen och borde således betala en lägre resolutionsavgift. En skillnad gentemot banker inom unionen är också att risken för att svaga statsfinanser ska smitta av sig på bankerna i en krissituation är mindre. Den svenska statsskulden ligger långt under genomsnittet i Europa och svenska banker har en liten andel statspapper bland sina tillgångar till skillnad från framför allt bankerna i flera sydeuropeiska länder.

Sannolikheten att resolution av en svensk bank skulle behöva finansiering från resolutionsfonden är således mindre än genomsnittet inom bankunionen, åtminstone i dagsläget. Om riskjusteringen av avgifterna till resolutionsfonden verkligen fullt ut kompenserar för denna skillnad är svårt att bedöma. Avgifterna sätts enligt en komplicerad formel som tar hänsyn till ett antal riskdimensioner, bland annat kapitaltäckningsgraden.³⁹

En viktig skillnad mellan banker i olika EU-länder är deras innehav av statspapper. Erfarenheter från krisen i början på 2010-talet visar på risker för smittoeffekter mellan bankernas och staternas finansiella ställningar, särskilt om bankerna har stora innehav av statspapper och det finns en positiv sannolikhet för att en finanskris ytterst ska drabba statskassan. Tecken på problem i banksektorn riskerar då att öka riskpremien på statspapper, vilket i sin tur ökar bankernas finansieringskostnader och ytterligare driver upp riskpremien på statspapper i en självförstärkande spiral (*doom loop*).⁴⁰ Särskilt i stater med låga kreditbetyg är en stor del av statsskulden fortfarande placerad hos landets banker. År 2021 motsvarade de italienska bankernas innehav av det egna landets statsobligationer mer än 100 procent av det egna kapitalet och flera länder (bland andra Grekland, Spanien och Portugal) låg över 50 procent (Forsbäck 2024).

Det är tveksamt om dessa skillnader avspeglas i det mått på risk som ligger till grund för bankernas bidrag till resolutionsfonden. I det måttet spelar visserligen bankernas kapitaltäckningsgrad, som är en funktion av deras riskvägda tillgångar, en viktig roll. Men vikten för inhemska statspapper är satt till noll oberoende av rating. Någon direkt hänsyn

39 Se artikel 7 i Delegerad förordning - 63/2015 - EN - EUR-Lex.

40 Se Calmfors (2017) för en närmare diskussion av denna problematik.

till bristande diversifiering inom portföljen tycks heller inte tas. Sammantaget innebär det att kapitaltäckningen tenderar att överskattas för banker i länder där bankerna äger mycket statspapper och att den svenska prislappen för medlemskap i bankunionen blir hög i förhållande till det försäkringsskydd som det skulle ge.

Det finns således både plus och minus med ett medlemskap i den gemensamma resolutionsmekanismen ur ett snävt försäkringsperspektiv. Å ena sidan skulle de svenska bankriskerna diversifieras i en större gemensam pool. Å andra sidan skulle svenska banker sannolikt få betala ett högre pris för detta än vad som svarar mot deras bidrag till de gemensamma riskerna. Ett allvarigare problem än prislappen i form av bidrag till resolutionsfonden är risken att Sverige i en krissituation där fonden blivit uttömd skulle få lov att betala för att rädda banker i andra delar av bankunionen. Risken för en så djup kris hänger samman med risken för en självförstärkande spiral mellan bankers och staters finansiella ställning i vissa länder, en risk som av allt att döma kvarstår. I en djup kris, där det också kan bli aktuellt med bidrag till ett stödprogram genom IMF, är det dock osannolikt att Sverige skulle kunna stå utanför vare sig vi är med i eurozonen eller ej.

5 Sverige och utvecklingen av Europas kapitalmarknader

Sverige inträdde i EU 1995. Sedan dess har den svenska finansmarknaden blivit en av de mest välutvecklade inom unionen. Inte minst gäller det marknaden för riskkapital. Samtidigt är det en vanlig uppfattning att de fragmenterade finansmarknaderna i EU är allmänt underlägsna motsvarande amerikanska marknader. I ett läge där Europa har stora behov av investeringar i klimatomställning, infrastruktur och försvar har frågan om finansmarknadernas framtida utveckling blivit särskilt aktuell. För Sverige reser det flera frågor: Kan de svenska marknaderna fortsätta att utvecklas framgångsrikt utanför valutaunionen? Har Sverige i kraft av sin välutvecklade finansmarknad en särskild roll att spela för den framtida utvecklingen inom EU? Hur påverkas den rollen av ett medlemskap i valutaunionen?

5.1 Reformbehov

En del av förklaringen till att USA på senare år haft en snabbare tillväxt än EU tillskrivs ofta att de amerikanska finansmarknaderna skulle vara mer effektiva än de europeiska, som är mer bankorienterade. Inom EU motsvarar bankernas tillgångar närmare 400 procent av BNP jämfört med något mer än 100 procent i USA.⁴¹ Samtidigt är de europeiska bankerna fortfarande i hög grad nationella – även de allra största är små i ett globalt perspektiv. Den största globala banken, JP Morgan, är större än de tio största europeiska bankerna tillsammans.⁴² Bankdominansen inom EU avspeglas också i att en mycket större andel av sparandet hamnar på bankkonton. Om Europa hade samma andel värdepapper i sitt sparande som USA, skulle fyra femtedelar av dagens banksparande vara placerat på kapitalmarknaden.⁴³

EU:s bankunion syftar primärt till att värna den finansiella stabiliteten. Förhoppningen har varit att detta också skulle stimulera gränsöverskridande bankverksamhet och på så sätt bidra till att integrera och effektivisera bankmarknaderna i Europa. De förhoppningarna har hittills kommit på skam. I själva verket har det inte förekommit några banksammanslagningar över nationsgränser sedan franska BNP Paribas köpte nederländska Fortis 2008.⁴⁴ Detta kan till en del avspegla att traditionell bankverksamhet (*retail banking*) bygger på nära kundkontakt och att synergieffekter över gränserna därför är begränsade. Men det kan också bero på att olika regleringar och institutionella skillnader sätter upp hinder.

Utveckling och integration av de europeiska kapitalmarknaderna begränsas av nationella regelverk, lagstiftning och tillsyn. IMF har beräknat att interna hinder för handel i finansiella tjänster inom EU motsvarar tullar på över 100 procent.⁴⁵ Fragmenteringen försvårar att sparande kanaliseras till investeringar på ett effektivt sätt. Dagens stora investeringsbehov accentuerar vikten av effektiva paneuropeiska finansiella marknader. Arbete i detta syfte initierades av EU-kommis-

41 European Commission (2024).

42 Ibid.

43 European Central Bank (2024).

44 Gotti med flera (2024).

45 IMF (2024).

sionen 2015 under rubriken *kapitalmarknadsunion*. I praktiken har det dock inte tagits så stora steg framåt. På senare tid, när behovet av att hävda Europa i den globala konkurrensen upplevts allt starkare, har begreppet *sparande- och investeringsunion* lanserats genom Draghirapporten och ett dokument från EU-kommissionen.⁴⁶

Ett steg mot en kapitalmarknadsunion som diskuterats är att införa en liknande organisatorisk struktur som för banktillsynen. Sedan 2011 utövas tillsynen av kapitalmarknaderna av ESMA (*European Securities and Markets Authority*). ESMA:s mandat är idag begränsat till att koordinera och stimulera samarbete mellan nationella och regionala tillsynsmyndigheter inom EU. Draghirapporten och andra debattörer förespråkar att ESMA ombildas till en central tillsynsmyndighet för hela eurozonen, som styrs på liknande sätt som ECB utan direkt inblandning från nationella myndigheter.⁴⁷ Om så skulle bli fallet kommer således tillsynen av finansmarknaderna att kopplas till medlemskap i eurozonen. På liknande sätt som bankunionen bygger på gemensam tillsyn av banker skulle ett ombildat ESMA svara för gemensam tillsyn av handelsplatser och andra institutioner på kapitalmarknaderna. Detta skulle kunna främja en utveckling som gynnar helheten snarare än olika nationella intressen.

5.2 Åtgärder inom olika områden

En viktig åtgärd för att integrera marknaderna för värdepapper är att skapa en gemensam central plattform (CCP) och en gemensam depå (CSD) för all värdepappershandel. Idag finns det 14 olika nationellt baserade plattformar (Nasdaq OMX i Sverige) och 25 värdepappersdepåer (Euroclear i Sverige), vilka övervakas av särskilda styrelser inom ESMA. Ett område där Europa ligger efter USA är värdepapperisering, där värdet av nya emissioner motsvarar 0,3 procent av BNP i EU jämfört med 4 procent i USA.⁴⁸ Utveckling av en sådan marknad skulle göra det möjligt att lyfta ut vissa risker ur bankernas portföljer och därigenom göra deras finansiering mer flexibel.

46 European Commission (2024) respektive European Commission (2025).

47 Se exempelvis Beck med flera (2024) och Véron (2024a, b).

48 European Commission (2024).

Vissa av de faktorer som begränsar integrationen av de finansiella marknaderna är fundamentalt nationella angelägenheter för varje enskilt land inom EU. Det gäller framför allt utformningen av pensions-system, skatteregler och insolvensrätt. Fonderat pensionssparande, på individuell eller kollektiv basis, är grundläggande för att generera efterfrågan på finansiella tillgångar och, om sparandet förvaltas aktivt, även bidra till ökad likviditet på finansiella marknader. Inom EU uppgår det fonderade pensionssparandet till endast 32 procent av BNP jämfört med 142 procent i USA. I Europa är det framför allt i Sverige och några andra mindre länder som pensionssparandet huvudsakligen är fonderat och direkt kanaliseras till kapitalmarknaden.

Olika skatteregler bidrar också till att skapa gränser inom EU. Intresset för att investera i olika jurisdiktioner begränsas av skillnader i beskattningen av kapitalinkomster i kombination med mer eller mindre komplicerade regler för återbetalning av källskatt. Ett EU-direktiv från 2023 syftar till att påskynda processen för återbetalning, men så länge skattesatser skiljer sig åt kvarstår problem. Vidare varierar behandlingen av hushållens sparande i fonder och andra finansiella tillgångar. Den förmånliga skattebehandlingen av sådant sparande i Sverige – allemanssparande på 1980-talet och investeringssparkonto idag – har bidragit till att hushållens innehav av utländska aktier är större i Sverige än i många andra länder.

Stora skillnader i insolvenslagar mellan olika EU-länder skapar också osäkerhet och har lett till utdragna rättsprocesser och att i grunden europeiska bolag i ökad utsträckning kommit att använda amerikansk lagstiftning på området.⁴⁹ Att förändra pensionssystem, skatteregler och insolvenslagstiftning är svåra och tidskrävande processer. Arbete på dessa områden pågår inom EU, men det finns föga anledning att vänta sig en genomförd harmonisering inom en nära framtid.⁵⁰

49 Se Becker och Oehmke (2025) för en analys och ett förslag till en EU-gemensam insolvenslag vid sidan av de nationella lagarna och med möjlighet för företagen att följa endera lagstiftningen (*opt-in*).

50 Se European Commission (2024), box 1, för en koncis sammanfattning av de framsteg som gjorts.

5.3 Sveriges roll

Europas finansmarknader står således inför stora utmaningar. Frågan är vilken roll Sverige vill och kan spela i den processen och i vilken utsträckning detta påverkas av ett medlemskap i valutaunionen. Visserligen kommer vårt formella inflytande att öka genom att vi blir fullvärdiga medlemmar i olika styrande organ, som närmare framgår av Ingves kapitel 13 i denna volym. Om det också leder till ett ökat reellt inflytande är en öppen fråga, som diskuteras utförligt av Lundgren i kapitel 11.

Även välintegrerade finansmarknader tenderar att vara geografiskt koncentrerade. Det ledande finansiella centret i Europa har länge varit London. Sedan Storbritannien lämnat EU har frågan om Londons framtida roll aktualiserats. London rankas fortfarande som världens näst viktigaste finansiella centrum efter New York, men det har skett ett utflöde av arbetstillfällen från London till EU. Enligt Londons Lord Mayor har staden sedan Brexit förlorat 40 000 arbetsplatser inom finanssektorn till olika center i Europa.⁵¹ På sikt är det möjligt att den finansiella sektorn inom EU kan komma att koncentreras till städer som Amsterdam (aktier), Irland (fondförvaltning), Paris (företagsfinansiering), Frankfurt (bankverksamhet) och Luxemburg (tillgångsförvaltning).⁵² Här skulle Stockholm kunna utvecklas till ett regionalt centrum i norra Europa. Exakt hur utvecklingen blir är naturligtvis avhängigt hur EU lyckas i sina ambitioner att utveckla en inre kapitalmarknad och hur London lyckas försvara sin position.

Vi inledde avsnittet med tre frågor: Kan de svenska finansmarknaderna fortsätta att utvecklas framgångsrikt utanför valutaunionen? Har Sverige en särskild roll att spela i utvecklingen av de europeiska finansmarknaderna? Hur påverkas Sveriges roll av ett medlemskap i valutaunionen? Vår bedömning är (i) att de svenska marknaderna säkert kan fortsätta att utvecklas framgångsrikt även utanför valutaunionen, men att valutaunionen skulle ge bättre förutsättningar i kraft av ökad riskspridning och gynnsammare investeringsklimat; (ii) att Sverige kan ha en särskild roll att spela i kraft av väl fungerande och värdepapperise-

51 <https://www.reuters.com/world/uk/city-london-chief-says-brexite-disaster-cost-40000-finance-jobs-2024-10-16/>.

52 Se till exempel Véron (2021).

rade marknader, men att Sverige behöver aktivera sig och formulera mål för att få ett inflytande; och (iii) att Sverige säkert skulle kunna spela en roll även utanför valutaunionen men att den skulle stärkas av ett medlemskap.

6 Plus och minus från ett finansmarknadsperspektiv

Jämfört med andra EU-länder är den svenska finanssektorn stor i relation till BNP. Finansmarknaderna är stora, likvida och mer effektiva än i många andra länder. Av det skälet är valet mellan euro och krona särskilt viktigt. Låt oss sammanfatta vilka kostnader och intäkter av att byta valuta till euron som ska läggas i vågskålen.

För det första bortfaller osäkerheten om kursutvecklingen mellan kronan och euron och därmed behovet av försäkring mot framtida kursrörelser. Vi har försökt kalkylera storleken på den effekten och funnit att den med all sannolikhet är liten för finanssektorn, åtminstone under normala tider. Effekten är dock entydigt positiv.

För det andra finns det fördelar med att tillhöra ett större valutaområde med djupare och mer likvida finansmarknader. När solen skinner och allt fungerar väl spelar storleken på valutaområdet mindre roll, men i en global kris skulle Sverige vara betjänt av att vara del av ett större valutaområde med bättre likviditet. De stora swapportföljer som byggts upp för att minska växelkursrisken utgör en potentiell stabilitetsrisk, som är särskilt kritisk med tanke på den svenska finanssektorns storlek. Minskad risk för framtida likviditetsproblem är gynnsamt för företagens investeringar.

För det tredje kommer Sverige med euron att också bli medlem i EU:s bankunion. Detta kan ha både för- och nackdelar. Men de ska inte överdrivas, eftersom såväl tillsyn av banker som resolution av banker i kris redan idag styrs av lagstiftning som är gemensam för alla EU-länder vare sig de är med i bankunionen eller ej. Bankunionen kan ses som ett försäkringssystem där resurser poolas på EU-nivå. När de svenska bankernas bidrag till den svenska resolutionsreserven läggs in i den gemensamma resolutionsfonden, minskar risken något för att fonden

ska visa sig otillräcklig. Denna diversifiering är i sig en tydlig fördel med ett medlemskap i bankunionen. Samtidigt kompenserar inte bidragen till resolutionsreserven fullt ut för skillnader i risk mellan banker i olika länder.

Genom bankunionen kommer beslutanderätt att flyttas från svenska myndigheter – Finansinspektionen och Riksgälden – till ECB. Det skulle kunna leda till en professionalisering av tillsyn och beslut om resolution, vilket är positivt. Samtidigt finns det farhågor om att beslut präglas av nationella hänsyn, vilket skulle kunna vara till Sveriges nackdel. Det gäller särskilt beslut om resolution för den händelse att resolutionsreserven skulle bli uttömd. Sverige skulle då riskera att vara med att rädda banker i andra länder. Denna risk ska dock enligt vår mening inte överdrivas och det är inte uppenbart om den blir större eller mindre av ett medlemskap i bankunionen.

För det fjärde pågår en diskussion om vägar att integrera och effektivisera kapitalmarknaderna utanför banksystemet, ett behov som blivit särskilt påtagligt mot bakgrund av de stora troliga framtida investeringsbehoven. Den organisatoriska ramen för detta arbete är ännu oklar, men en del talar för att besluten kommer att fattas genom ett organ knutet till ECB. I så fall skulle Sveriges inflytande vara begränsat om vi stod utanför valutaunionen.

Sammanfattningsvis är de direkta och omedelbara effekterna på den finansiella sektorn av ett medlemskap i eurozonen små, men sannolikt övervägande positiva. Kostnader för försäkring mot valutarisk skulle minska, banktillsynen skulle kanske effektiviseras och risker kopplade till resolution av krisbanker skulle diversifieras.

De långsiktiga effekterna är viktigare, men svårare att bedöma. Bankunionen är ännu ofullbordad och kapitalmarknadsunionen är knappt påbörjad. Ett medlemskap i valutaunionen skulle rimligen ge oss bättre möjligheter att påverka dessa processer. Sverige skulle visserligen bara bli ett av 22 euroländer,⁵³ så möjligheten till inflytande ska inte överdrivas. Men Sveriges stora och välutvecklade finansmarknader kan bidra till att vår röst hörs – under förutsättning att svenska politiker verkligen vill utnyttja sina möjligheter att påverka.

53 Om Bulgarien som planerat inträder i valutaunionen 1 januari 2026, kommer valutaunionen då att bestå av 21 länder.

Referenser

- Altunbas Y, Polizzi S, Scannella E och J Thornton (2022), European Banking Union and bank risk disclosure: the effects of the Single Supervisory Mechanism, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58.
- Avdjiev S, Eren E och P McGuire (2020), Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market, *BIS Bulletin*, 1.
- Avignoni G, Altunbas Y, Polizzi S och A Reghezza (2021), Centralised or decentralised banking supervision? Evidence from European banks, *Journal of International Money and Finance*, 110.
- Bankunionsutredningen (2019), *Sverige och bankunionen*, SOU 2019:52, Stockholm.
- Beck T, Bruno B och E Carletti (2024), *Can the Banking Union foster market integration, and what lessons does this hold for Capital Markets Union?* Rapport till EU-parlamentet.
- Becker B och M Oehmke (2025), Restructuring and insolvency – reform opportunities in Europe, *ASC Insight* no. 4, ECB.
- Bergström F och T Englén (2024), *Riskkapitalbranschens betydelse och framtida utveckling, En scenarioanalys*, Swedish Private Equity and Venture Capital Association.
- Bräuer F och H Hau (2024), Fund-level FX hedging redux, ESRB Working Paper, 148.
- Business Sweden (2023), *The krona and Swedish exports*, Stockholm.
- Calmfors L (2017), *Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen*, Sieps 2017:1, Stockholm.
- Carletti E, Dell’Ariccia G och R Marquez (2021), Supervisory incentives in a banking union, *Management Science*, 67.
- Chiarella C, Cuadros-Solas P och L Rossi (2025), Supranational supervision and bank governance, working paper, CUNEF Universidad.
- Ekholm K (2020), Pros and cons of participating in the banking union, *Nordic Economic Policy Review*.
- Eklund J, Milton J och A Rydén (2012), De svenska bankernas användning av valutaswapmarknaden för att omvandla upplåning

- i utländsk valuta till svenska kronor, *Penning- och valutapolitik*, 2012:2, Sveriges Riksbank.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och valutaunionen*, SOU 1996:58, Stockholm.
- European Central Bank (2024), Follow the money: channeling savings into investment and innovation in Europe, speech by Christine Lagarde, 22 november.
- European Commission (2024), *The future of European competitiveness, Part B – In-depth analysis and recommendations*, Bryssel.
- European Commission (2025), *Savings and Investments Union, A strategy to foster citizens' wealth and economic competitiveness in the EU*, Bryssel.
- Flam H och M Persson (2024), *Krona på rätt kurs, En ESO-rapport om den svenska valutans utveckling*, Stockholm.
- Fondbolagens förening (2024), *Årsrapport, Fondsparandet 2024*, Stockholm.
- Forssbäck J (2024), *Quo EDIS? Bankunionen och den gemensamma insättningsgarantin*, Sieps 2024:4, Stockholm.
- Gotti G, McCaffrey C och N Véron (2024), *Banking union and the long wait for cross-border integration*, rapport till EU-parlamentet.
- IMF (2024), *Regional Economic Outlook, Europe's declining productivity growth: Diagnoses and remedies*, Washington.
- Levander M, Rosenvinge C-J och V Sternbeck Fryxell (2021), *The Swedish derivatives market*, Staff memo, Sveriges Riksbank.
- Loipersberger F (2018), The effect of supranational banking supervision on the financial sector: Event study evidence from Europe, *Journal of Banking and Finance*, 91.
- OECD (2022), *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, Paris.
- Scharfstein D (2018), Presidential Address: Pension policy and the financial system, *Journal of Finance*, 73.
- Sveriges Riksbank (2018), *Finansiell stabilitet*, Stockholm.
- Sveriges Riksbank (2024), *Den svenska finansmarknaden*, Stockholm.
- Sveriges Riksbank (2025), *Lista över svenska monetära finansinstitut*, Stockholm.

Swedish Corporate Governance Institute (2023), *Swedish Capital Market Review*, Stockholm.

Véron N (2021), <https://www.piiie.com/blogs/realtime-economics/after-orderly-brexite-new-european-financial-landscape-starts-emerge>.

Véron N (2024a), *Europe's Banking Union at ten: unfinished yet transformative*, Bruegel, Bryssel.

Véron, N (2024b), *The Capital Markets Union: ten years later*, rapport till EU-parlamentet.

European Political Integration and the Politics of Monetary Union

Erik Jones

1 Introduction

The euro is the common currency of the European Union. As a currency, the euro has an economic function as a store of value, a medium of exchange, and a unit of account. It has a European Central Bank (ECB) that brings together the central banks of those countries that have adopted the euro in a European System of Central Banks. And it has a complex infrastructure for ensuring that those central banks can manage payments across the vast web of financial institutions, firms, and households, that use the euro as part of their daily lives.

But Europe's monetary union is political as well as economic. The euro sign € is the most recognizable symbol of the European Union. The ECB ranks among the world's most powerful economic institutions. Adopting the euro as a common currency is a political choice, and that choice has important political implications.

The purpose of this chapter is to focus on that political dimension of the euro. This focus on politics is necessary to explain the relationship between European political integration and European monetary integration. It is also useful to shed light on other questions, like whether having Sweden adopt the euro would strengthen Europe in political terms and how it might affect Sweden's political standing within the

European Union. These questions are not easy to answer in any definitive way. Like most political issues, the choice for adopting the euro is a matter of individual judgement. Nevertheless, it should be possible to suggest where to look when making those judgements.

The chapter has four sections. Section 2 explores the concept of political integration as it relates to the European Union. Section 3 examines the political implications of forming a single currency. Section 4 reviews the experience of Europe's monetary union. Section 5 concludes by suggesting how Sweden joining the euro might change political dynamics in Europe and in Sweden and so sets out some basic principles for debating Swedish euro membership.

2 Political integration in Europe

The European Union (EU) is an experiment in political integration. That political integration brings different national governments into a common framework of institutions for decision-making on matters of policy, for the implementation of those decisions, their enforcement of any obligations and the protection of any rights those decisions create, and the adjudication of any conflicts that arise from differing interpretations of what has been agreed or potential conflicts or contradictions between one set of decisions and the rest. These four functions are necessary for any integrated political arrangement (Rothstein 1996).

The people who live within that arrangement do not need to be the same or even to share important characteristics. Political integration in this institutional sense does not necessarily involve fostering a high level of cohesion, a shared identity, or even the acceptance of common norms. Indeed, the formation of the modern state system following the Thirty Years War (1618–48) took place on the assumption that different peoples – speaking different languages, following different traditions, belonging to different religions, and possessing different endowments – would have to share the same geographic space, and hence live within the same state. Political integration came long before social integration, not the other way around. The norms we have for tolerance and respect for human rights grew up along the way.

The political integration of the European Union is unique insofar as it involves existing nation states (Fabbrini 2015). No other group of countries in the world have come together in similar fashion and to the same degree. Comparable regional organizations in Asia, Africa, or the Americas are much less encompassing and more loosely tied together (Börzel and Risse 2016). Moreover, the goal of the European Union is to go beyond political integration in strict institutional terms. The larger European political project is to promote greater equality of opportunity across member states, foster cohesion among them, and lay the foundations for a common identity that complements, rather than substitutes for, the national, regional, and local identities that Europeans already possess (McNamara 2015). This larger project should make it easier for Europeans to share the same institutions for decision-making and hence also the same geographic space. The overarching goal of the European project is for Europeans to live together peacefully. So far, it has succeeded.

2.1 Multilevel governance and overlapping institutions

This more ambitious goal ensures that the European Union does more than just add an additional layer of governance for Europeans to contend with, but that the ‘European’ layer interacts with all the other layers right down to the individual level (Marks et al. 1996). This interaction – or ‘Europeanisation’ – is an important part of what it means to talk about the political integration of the European Union today (Cowles et al. 2001). So is the normalisation and identification of Europeans with this complex arrangement (McNamara 2015).

The point to underscore, however, is that the EU is not the product of a coherent vision for ‘Europe’ as a political construct; if anything, it is the result of many different political projects that came together in unexpected ways under the umbrella of the strategically ambiguous notion of ‘integration’ (Segers 2024). So long as no single group could offer a definitive account of European ‘political integration’ as a kind of *finalité politique*, the other groups could not coalesce in opposition to it. As a result, the EU is not state, a federation, a confederation, an alli-

ance, or an international organisation (Tsoukalis 2005). None of those constructs ever found sufficient support to constitute a stable arrangement. The EU exists because it is different.

The EU is different, but European political integration shares many characteristics with political integration at other levels of aggregation. From the beginning, the European project involved planning and coordination in the form of the Organization for European Economic Cooperation (OEEC) (Segers 2024). It involved pooling resources – material and financial, including common borrowing – and setting common labour standards in the European Coal and Steel Community (ECSC) (Milward 1992). It organised rearmament and collective defence in the Western European Union (WEU). It engaged in large-scale joint research activities in the European Atomic Energy Community (Euratom). It created the rules for trade and competition for a common market and a common commercial policy in the European Economic Community (EEC) (Willis 1967). It provided a forum for the coordination of foreign policies in a European Political Community (EPC) (Allen et al. 1982). It developed a European Monetary System (EMS) with an exchange rate mechanism to stabilise intra-European exchange rates after the breakdown of the Bretton Woods System (Ludlow 1982). And it created a Schengen area for borderless travel and information sharing about cross-border migration (Stanley-Becker 2025).

Not all these forerunners exist within the EU today. The OEEC evolved into a different entity with a more global focus called the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). But the different forms of political integration they represent can all be found in the European Union. The ECSC provided the basic design for European institutions as well as the principle of supranational authority. The WEU laid the foundations for Europe's security and defence identity. Euratom endowed Europe with a Joint Research Council that is now the largest directorate general within the European Commission. The EEC built on the planning traditions of the OEEC while adding important new dimensions in terms of market regulation, competition policy, and external commercial relations. EPC not only provided the framework for Europe's common foreign and security policy but also gave the impetus for the development of the European Council as the

EU's leading institution. The EMS provided the framework for European monetary integration. And the Schengen Area was a first major step in the expansion of European competence to include justice and home affairs (Stanley-Becker 2025). The European Union that exists today is a synthesis of these earlier initiatives. As a result, Enrico Letta's report on the European single market, Mario Draghi's report on European competitiveness, and Sauli Niinistö's report on European security and resilience touch on each of these elements in their analysis and recommendations (Letta 2024, Draghi 2024, Niinistö 2024).

The institutions for managing and legitimating these different forms of political integration – the European Commission, the Council of the European Union, the European Court of Justice, the European Council, and the host of agencies that focus on specific policy domains or activities – developed alongside the progressive fusion of these different European projects. So did the different patterns of decision-making used within those institutions, the principles for dispute resolution, and the strategies for representation. The EU is functional, intergovernmental, supranational, technocratic, and democratic all at once. It has an overarching theory called 'subsidiarity' for the allocation of responsibilities between the Member States and European institutions that is borrowed from Catholic theology and yet focuses attention on technical capacity and representative scope (Peterson 1997). And it has an identity strong enough that most analysts and commentators conflate the European Union with 'Europe' (Risse 2010).

2.2 Three waves of scholarship

Scholarship on European political integration has evolved in three waves as this process developed. Early scholars explored why national governments would come together in these different projects to understand whether 'Europe' would somehow replace the nation state as the principal form for European political and economic organization (Calleo 1967). They tended to view European political integration as an isolated subject (*sui generis*), as a political experiment operating at the interface between technocratic legitimation and community building or identity formation, or as a sub-field of international relations (Hoff-

mann 1966). As it became clear that European nation states would continue to exist within an increasingly integrated European Union, the focus for scholarly attention gradually shifted to understand how the EU operates as a political system within a framework for multi-level governance (Hix and Høyland 2022). For these scholars, European political integration was a fact of life and so the EU should be studied like other entities in comparative politics. Shortly thereafter, a third wave of scholars began to explore how the EU achieved success as a standard setter (Mattli and Büthe 2003), trade negotiator (Meunier 2005), and normative power (Manners 2002). These scholars cast the EU as an actor and not just as a system or framework, and in doing so brought together both the aspirational project from the first wave and the practical implications of the second.

Much of the impetus for that third wave of scholarship came from the realization that the European project is capable of deepening and widening at the same time (Schimmelfennig and Sedelmeier 2002). The language here is important because it suggests two different forms of political integration. Deepening involves extending the reach of European institutions into new areas of activity, including core state competences like justice and home affairs, monetary policy, or financial market regulation (Genschel and Jachtenfuchs 2018). Widening refers to an expansion of the European project to new member states (Preston 1997). The fourth enlargement to Austria, Finland, and Sweden in 1995 is a good illustration. Widening can even reach beyond the European Union through patterns of external differentiated integration like the European Economic Area that includes Iceland, Liechtenstein, and Norway. These countries participate in the EU's internal market and also in the Schengen area, but they do not participate in EU institutions or have a say over how the internal market or the Schengen area is regulated.

The results of enlargement were not always successful. The British obstructed decision-making after the first enlargement, the Greeks after the second, the Austrians after the fourth, and the Hungarians after the fifth, for example. But the institutions have managed to adapt. More important, the combination of deepening and widening gave European institutions greater ability to project European interests abroad either

to restructure global markets or to stabilize the EU's immediate neighbours (Vachudova 2005). In this sense, enlargement to the countries of Central and Eastern Europe after the fall of communism became the EU's most powerful foreign policy instrument for the stabilisation of its eastern frontier and the strengthening of the European economy. Once that project began to lose momentum, the EU developed a 'neighbourhood policy' – another form of external differentiated integration – to stabilise countries further to the East and across the Mediterranean (Smith 2005).

2.3 Differentiated integration

The combination of deepening and widening was not always successful either. Not all member states agreed to join every European project, and not every European project could admit the participation of all member states. The United Kingdom and Ireland refused to join the Schengen area; Bulgaria and Romania wanted to join but were refused entry for almost two decades. More important, not all countries that joined the European Union remained committed to the project of political integration – think of the United Kingdom and, to a lesser degree, Hungary or Poland – and not all instruments for externally differentiated integration were as effective as enlargement in promoting European interests. Such discrepancies raised important questions about whether differentiated political integration is a feature of the European Union or an exception (Leuffen et al. 2015). If it is a feature – and governments can pick or choose which European project to accept – then the EU may not have the coherence to project European interests as an actor in global politics and may even lack resilience. If it is an exception, then the EU should create strong incentives for Member States to participate in all its major undertakings. The EU should also create strong borders to insulate itself from political developments it cannot effectively influence.

This debate about the politics of differentiated integration was most intense with reference to the single currency, Denmark, and the United Kingdom (Adler-Nissen 2014). Although the project of European monetary integration long existed as an effort to broaden the zone of

monetary stability in Europe by coordinating across bilateral exchange rates, the French and German governments embraced the goal of creating a single European currency as an expression of political integration (Dyson 1994). In turn, that goal featured prominently in the intergovernmental conference that negotiated agreement on Europe's monetary union. The British government opted out of the single currency and the Danish negotiated a conditional exception that became permanent after a 1992 popular referendum rejected the ratification of the Maastricht Treaty (Lidegaard 2009). This Danish veto triggered a referendum in France that preceded a crisis in the exchange rate mechanism at the heart of the European monetary system and so threatened to upend the single currency. Even before it existed, the euro became as much a symbol of European divisions as an example of European ambition.

2.4 Three characteristics

Here it is useful to crystallize three characteristics of European political integration:

- First, the EU is both an additional layer of governance in a multilayer system and a set of relationships between that European layer and the other arrangements that exist at the national, regional, local, and individual levels.
- Second, no single political aspiration motivates this construct, and it has no singular objective either in terms of form or function. Instead, European political integration reflects a combination or synthesis of different projects and aspirations that come together in founding principles that often sound timeless (like democracy or subsidiarity) but implicitly point to characteristics like capacity and representation or competitiveness and resilience that tend to change depending on the circumstances.
- Third, European political integration is differentiated both internally and externally in the sense that not all governments sign up to all European projects and not all governments are given equal access or membership.

These characteristics explain why it is important to think of Swedish participation in the euro as more than just a choice of exchange rate regime. By joining the euro, the Swedish government will gain access to institutions and decision-making procedures at the European level that are responsible for making, implementing, and enforcing decisions related to the single currency. The Swedish political system will also be affected by those institutions. More important, that influence will reach deeply into the Swedish political system to have an impact on domestic monetary conditions, banking supervision, fiscal policy, and market structural reform.

Choosing not to join the euro will also have implications. The Swedish government will lack access to or influence over important institutions or decisions. Nevertheless, it will continue to be influenced by how those institutions function and what decisions they make. And that influence will penetrate deeply into Swedish political life and across different levels of government. Remaining outside the euro will shape Swedish monetary policy, banking supervision, fiscal policy, and market structural reform. In essence, whether or not the Swedish people decide to join the euro, that decision will change how the European Union functions as a political entity and it will change Sweden's role within the European Union.

3 The politics of monetary union

The overview of European political integration provided in Section 2 largely ignores efforts at monetary integration apart from a passing reference to the creation of the European monetary system at the end of the 1970s and the proposal to form an economic and monetary union at the end of the 1980s. The section ends with a reference to the 1992 Danish veto of the Maastricht Treaty and the exchange rate crisis that followed to suggest that monetary union had potential to divide Europe as well as unite it. The purpose of this section is to explain those competing influences by digging deeper into European efforts at monetary integration starting in the 1960s and extending through the creation of the euro in the early 2000s. That narrative is important insofar as it

sheds light both on the complexity of monetary union from an institutional perspective, and on the political requirements to make monetary integration a success.

3.1 Irrevocably fixed exchange rates

The original debates about monetary union focused on the choice of exchange rate regimes. These debates took place within the context of the Bretton Woods System, which was a fixed-but-adjustable exchange rate regime centred on the role of the United States dollar and on the relationship between the dollar and gold. All governments that participated in the European Communities also participated in the Bretton Woods System and so pegged their currencies to the dollar, allowing some margin for fluctuation around that peg and also for the possibility to change the peg when necessary. The question they asked was whether they should also try to restrain the movements between different European currencies. That question was important both because any change in a currency's peg against the dollar meant a movement in that currency relative to all the rest, and because the normal fluctuations of European currencies around the dollar meant even wider potential fluctuations from one European currency to the next.

This volatility among European currencies became important at the end of the 1960s both because of developments in the United States, that created speculation against the dollar, and because of the divergence between France and Germany. In October 1969, the French had to reduce the value of the franc against the dollar while the Germans increased the value of the Deutschmark. These movements disrupted trade across the common market in a way that hurt Germany; they also disrupted the functioning of the common agricultural policy in a way that hurt France. Moreover, both the French and the Germans could anticipate that political developments in the United States would only bring more volatility within the Bretton Woods System. Therefore, they negotiated a plan – called the Werner Plan, after Luxembourg Prime Minister Pierre Werner – to narrow the fluctuations between European currencies to the point where they could become irrevocably (or permanently) fixed to one-another to move jointly against the dollar.

Their concern about the United States proved well founded. In August 1971, the U.S. government refused to exchange dollars for gold and so effectively brought the Bretton Woods System to an end. European leaders brought forward their efforts to narrow the fluctuations in intra-European exchange rates in order to dampen market volatility (Tsoukalis 1977). Nevertheless, that plan failed because European policymakers did not anticipate the extent to which they would need to coordinate in the setting of national fiscal policies if they were to fix their bilateral exchange rates (Marjolin 1975). European leaders negotiated a new European Monetary System in the late 1970s in the hopes that they could build a more resilient exchange rate mechanism in the face of unprecedented market turmoil that was disrupting trade between European countries, and yet they could not engineer away the need for greater macroeconomic policy coordination (Ludlow 1982). Between the late 1970s and early 1980s, the exchange rate mechanism of the EMS went through several realignments.

3.2 Macroeconomic policy coordination

The period of intra-European exchange rate volatility only came to an end in 1983 when European governments accepted the need to coordinate in the setting of other macroeconomic policies, including fiscal policy. In practice, this meant accepting German economic performance as the benchmark. That was easier for the smaller countries bordering on Germany – Belgium, Denmark, and the Netherlands – although each went through a painful period of adjustment (Jones 2008). It was harder for France and Italy, and yet the governments of both countries accepted that it would be better to coordinate with Germany than to accept the alternative of continuing market and macroeconomic volatility (McCarthy 1990, Della Sala 1997).

The need for macroeconomic policy coordination created a deep political division within the European Communities and an even deeper rift within British politics. The British Government under Margaret Thatcher refused. Although some members of her government were interested in shadowing the Deutschmark and modelling their macroeconomic performance on Germany's, Thatcher viewed such

efforts as a violation of national sovereignty. That perspective left little room for compromise in the debate within Britain on pursuing monetary integration with the rest of Europe (Jenkins 2007). It also worked against the credibility of British commitment to the exchange rate mechanism and the EMS. When Thatcher's successor, John Major, opted out of macroeconomic policy coordination and monetary union during the Maastricht Treaty negotiations in 1991, he set the stage for market participants to test Britain's commitment to the EMS in 1992.

Meanwhile, the need for market credibility was increasing from the decision within the European Communities to liberalize the movement of capital flows across national borders within Europe's single market. The original debate about irrevocably fixing European exchange rates took place during a period when capital controls were widespread. Those controls were not always effective, which is why there was still speculation on exchange rates, but they did have an influence. By removing such capital controls at the end of the 1980s, European policymakers knew that the potential for market speculation would increase dramatically. They also recognized that such speculation could quickly overwhelm the exchange rate mechanism within the EMS. That is why they began pushing again to create a plan to move from fixed but adjustable exchange rates within the EMS to monetary union (Padoa-Schioppa 1987). In doing so, they recognized that this would raise the stakes for macroeconomic policy coordination, but they argued that there was no viable alternative to fend off market speculation. They exchange rate crises in 1992, 1993, and 1995 suggested they had a point.

3.3 Convergence requirements

This emphasis on macroeconomic policy coordination created incentives for the Maastricht Treaty negotiators to try and lock down macroeconomic policy preferences within the design of the monetary union. They did so most obviously in the decision to mandate the ECB to focus its instruments on the maintenance of price stability. But they also did so through the inclusion of convergence requirements to reflect the ability of governments to operate credibly within a low-inflation envi-

ronment, while avoiding excessive deficits and insisting on the political independence of monetary policymakers. The original debate about irrevocably fixing exchange rates did not include these features and neither did the subsequent debate about the need for macroeconomic policy coordination. There is an economic argument to support a politically independent central bank with a focus on price stability, but the rest of the convergence criteria did not arise from the economic theory related to monetary integration or 'optimum currency areas'. They were political insofar as they reflected political choices about what kind of macroeconomic outcomes policymakers should pursue. And they were negotiated as criteria for membership. Only those policymakers that demonstrated their commitment to these macroeconomic outcomes would be allowed to participate in the monetary union.

The convergence criteria divided member states into those who were worthy to participate and those who were not. This division was also new. The Werner Plan was open to all governments willing to try. And the criteria became more elaborate in the aftermath of the exchange rate crises. The 1997 Stability and Growth Pact established a medium-term fiscal target, an early warning procedure for governments who fail to comply, and a precise time frame for corrective action. Paradoxically, the end results were more rather than less inclusive. By tightening the rules, European policymakers put every government in an awkward situation. Only Ireland and Luxembourg met the criteria unambiguously. Other governments needed to justify their participation. As they approached the deadline to select those countries that would be among the original participants, only one government was left out that actively wanted to join; Greece could participate, but with a delay.

The sense of awkwardness was particularly acute within Germany. Between the time the first set of participating countries was announced in March 1998 and the monetary union started in 1999, Germany held elections that resulted in a change of coalition from centre-right to centre-left. The new centre-left coalition was not eager to see the ECB focus its instruments on price stability in the face of slow economic growth and high unemployment. It did not believe that the central bank should be politically independent. And it was eager to put the emphasis on growth over stability, even if that meant running 'excessive' deficits.

Observers who believed that Germany had negotiated the constitution of the monetary union in their own national self-image did not imagine there could be another Germany with a different set of macroeconomic preferences. Even other governments, like the French and the Dutch, found themselves confused at different points in time by the change in German political preferences.

The newly created ECB found this change in German politics disorienting. Having a German finance minister openly challenge the new ECB President over the conduct of monetary policy was unexpected. So was having a French finance minister stand up for the principle of central bank independence. What this revealed from the outset was the political nature of monetary union as an institutional arrangement. That should not have been surprising given the pattern of European political integration, but there was a sense coming from the economics profession – and the widespread professional consensus on the virtues of central bank independence – that somehow monetary union would be different. Europeans could unite around a single currency unambiguously. And in some senses, they did. But the monetary union also created divisions.

3.4 Three characteristics

The politics of monetary union also has three characteristics:

- First, monetary union is more intrusive than the functional requirements for money would suggest. Governments that want to fix their exchange rates irrevocably have to coordinate in many other policy domains to make that arrangement work in practice.
- Second, policy coordination is an inherently political process insofar as policymakers need to agree upon common benchmarks for performance. Such agreements always imply a distribution of adjustment costs as some policymakers move further than others to the common objectives.
- Third, efforts to embed those benchmarks as values in institutions create political dynamics of a different sort insofar as they create problems both for existing governments and for any new government that may arise from one election to the next.

These characteristics mirror the three features of European political integration. The intrusiveness of monetary integration reinforces the way the European level of policymaking connects to all the rest. The need for coordination reflects the inevitability that policymakers will have to respond to changing circumstances and those responses may play out differently across participating countries and across levels of governance. And not every government will necessarily want to sign up to the same set of objectives or requirements – either from one country to another, or from one government to the next within countries.

The interaction between these characteristics drew (and continues to draw) significant criticism from members of the economics profession, particularly – but not exclusively – based on the other side of the Atlantic (Eichengreen 2012, Krugman 2012, Stiglitz 2016). One prominent economist even suggested that the rigidity implied by this arrangement could lead to violent conflict between European countries (Feldstein 1997). Governments that refused to agree on policy and yet found themselves bound to a macroeconomic framework that left them exposed to popular protest might tear apart the single currency and bring down the rest of the European Union along with it.

This suggestion that monetary integration would lead to violent conflict contrasted sharply with the political aspirations of those who saw the euro as a tool to bring Europeans together in the late 1990s. The distinction between the euro as a political project and the politics of monetary union remained important, even if most observers in the late 1990s regarded the threat of violent conflict as hyperbolic. By the early 2010s, however, the euro faced a profound political test that cleaved the European Union into creditors and debtors, core and periphery, North and South (Matthijs and McNamara 2015). That it passed the test – and a series of other challenges over the years that followed – says a lot about how political integration in Europe and the politics of monetary union interact.

4 The experience of the single currency

The adaptation of Europe's monetary union reveals both the success of euro and the progress of European political integration. More important, political commitment to the euro has increased rather than diminished – and so has formal participation in Europe's monetary union, most recently with the admission of Croatia and Bulgaria. The success of the euro as a common currency derives from the willingness of Europeans to work together despite differences in interests, institutions, and even basic ideas about how economics works (McNamara 2015). The purpose of this section is to illustrate that evolution at work.

4.1 Conflicts and crises

This narrative starts after the formal creation of the monetary union in 1999, and the introduction of euro notes and coins in 2002. Those initial years were important in terms of getting through the teething pains of creating a new institution, but they did not fundamentally challenge the underlying project. Once the basic framework was in place, the key moments in the evolution of the single currency tended to coincide with conflicts or crisis.

The events that ran from the Governing Council's August 2007 response to the collapse in U.S. subprime lending markets to ECB President Mario Draghi's famous 'whatever-it-takes' speech in July 2012 represent a fundamental phase in this evolution. Three dimensions of change stand out. First, the ECB's Governing Council needed to adapt the use of its monetary instruments to focus on the requirements for financial stability, even if that meant intervening directly in specific asset markets to ensure the functioning of the monetary transmission mechanism. Second, the Eurogroup and the ECOFIN Council needed to strengthen the framework for macroeconomic policy coordination by tightening the requirements for fiscal stability, expanding the reach to include macroeconomic imbalances, and synchronising the calendar – called the 'European Semester' – for all participants. That synchronisation explains why the European Semester eclipsed the Stability and

Growth Pact as the point of reference for policymaking (Verdun and Zeitlin 2018).

Not every move in this process was sure-footed. The Governing Council raised interest rates (in July 2008 and again in July 2011) and prepared to tighten collateral rules (in 2008) at inopportune moments and, in hindsight, the Eurogroup and the ECOFIN Council placed too much emphasis on fiscal austerity (after 2009). But the speed and scope of innovation revealed a degree of flexibility in the constitution and functioning of Europe's monetary union that is greater than expected (Fabbrini 2015).

The third dimension of change was even more surprising and concerns the political character of the Governing Council and the political agency of the ECB President. It also reflects the complex relationship between the ECB and national governments, including Germany. The story starts in March 2008, when the European Commission revealed that Greek fiscal accounts failed accurately to reflect the government deficit and hence the underlying sustainability of Greek government finances. The Greek government laboured through the summer of 2008 to correct the problem, but the small revision that it announced the following October failed to satisfy either the Commission or participants in the bond markets. Pressure on Greek bond prices increased in the tumultuous period that followed the collapse of Lehman Brothers in the United States and ratings downgrades on Greek government debt at the start of 2009 threatened to trigger a rout. The pressure only abated in February 2009 when the Social Democratic German finance minister, Peer Steinbrück, stepped in to reassure bond markets that no government in the euro area would be allowed to default (Jones 2015).

The Greek government doubled down on its efforts to correct its fiscal accounts in the summer months of 2009 and announced a series of larger adjustments the following October both before and after parliamentary elections (Papaconstantinou 2016). By that time, however, Germany had a new government with a Christian Democrat, Wolfgang Schäuble, as finance minister. The new German government's policy was that the Greek government should address its fiscal problems without an implicit backstop.

This change in the German position crystallized in March 2010 when German chancellor Angela Merkel made it clear that any bailout would only take place once the Greek government lost access to private capital markets (Jacoby 2014). Greek bond markets collapsed after that announcement, forcing the ECOFIN Council to improvise a bailout arrangement first for Greece and, because of the threat of contagion, for other governments that might lose access to private capital markets. This sudden change in circumstances affected the ECB as well because the collapse in Greek government bonds threatened to deprive the Greek banks of collateral – without which, they would also collapse. Hence, the ECB had to waive its collateral rules for Greek sovereign debt even before the Greek government could receive a bailout (Sandbu 2017).

4.2 Necessary adaptation

The details of this narrative about the start of the Greek sovereign debt crisis underscore how the politics of Europe's monetary union can force the institutions to adapt. They also explain how those adaptations politicize the institutions involved. The ECB's Governing Council moved to stabilize asset markets by initiating a programme to make outright purchases in distressed markets. This 'securities markets programme' began in the context of the Greek government bailout, and the German participants on the Governing Council – Bundesbank President Axel Weber and Executive Board Member Jürgen Stark – objected. They did not prevent the new policy, but they did ultimately resign from their positions as Bundesbank President and ECB Executive Board Member. These resignations sent a strong message to other Governing Council members and to the ECB President, Jean-Claude Trichet, of the limits of German support for a policy that could be interpreted as exceeding the ECB's mandate. In turn, Trichet – working in cooperation with the Spanish and Italian central bank governors – put pressure on the national governments of Spain and Italy to reform their fiscal policies if they wished to receive support from the ECB's securities markets programme (Conceição-Heldt and Müller 2022).

This direct interference of European monetary authorities in the conduct of national fiscal policy was unprecedented. It was also not something that the architects of Europe's monetary union planned. Nevertheless, it was and remains politically important both within the Governing Council and in relations between the ECB and the member states. As the temporary bailout facilities evolved into the European Stability Mechanism (ESM), the enforcement of conditionality shifted from the ECB to that bailout mechanism, but the requirement for conditional support remained intact. That conditionality became clear when ECB President Mario Draghi warned market participants in July 2012 not to bet against the political determination to safeguard the euro as a common currency and to preserve the functioning of the ECB's monetary transmission mechanism. When the Governing Council revealed its new instrument to stabilise sovereign debt markets, the criteria for access were explicit: a government would have to retain access to private capital markets, request support, and agree to go into a conditional assistance programme; in turn, the Governing Council would have to decide whether to intervene.

Draghi's speech and the Governing Council's new instrument were not enough in themselves to convince the markets. The German government had to accept the new arrangement. Although Weber's successor as Bundesbank President, Jens Weidman, lodged his dissent and even filed a legal brief with the German constitutional court challenging the legitimacy of the new instrument, German chancellor Angela Merkel and Stark's successor on the ECB Executive Board, Jörg Asmussen, supported Draghi's initiative. In turn, that commitment to act – which never happened or even came about in legal form – brought the acute phase of the European sovereign debt crisis to an end. Neither the Spanish nor the Italian government requested support or showed any willingness to enter a conditional assistance programme, but market participants heeded Draghi's warning not to challenge their political commitment to participate in the single currency (Jones 2015).

4.3 New foundations

In the thirteen years that followed these events, the ECB continued to balance the requirements for price stability with the need to underpin the stability of the financial system. This balance was made easier by the decision of the member states to create a European banking union that gave leadership of the single supervisory mechanism to the ECB, while creating a separate single resolution framework and looking for ways to Europeanise national deposit insurance mechanisms (Howarth and Quaglia 2016).

The combination of roles as financial supervisor and monetary policymaker was not always easy. At times the imperative to stabilize the banking system required the ECB to extend liquidity and accept collateral in ways that could lead to future inflation or risk undermining the ECB's own balance sheets; alternatively, the requirements to underpin price stability and avoid accepting excessive risks on the ECB's balance sheet could push banks and government closer to insolvency. Political tensions mounted both between member states and around the ECB at specific crisis moments like the resolution of banks in Cyprus and Slovenia in 2013, and Italy in 2014 and 2015, or the third bailout of Greece in 2015. But the ECB has become inextricably bound to the task of preserving financial stability in a way that the original architects of the single currency did not envisage (Moses 2017).

The ECB also continued to deploy new instruments or new instrument settings on existing facilities in its efforts to stabilize the monetary transmission mechanism and so continued to draw criticism both within the Governing Council and from national governments. But the Governing Council's fundamental need to engage in 'unconventional' monetary policy was broadly accepted both politically and in the markets.

Consider three examples. When Draghi's successor, Christine Lagarde, accidentally suggested that the ECB did not have a role in stabilising sovereign debt markets in March 2020, she had to walk that back quickly to avoid a full-blown financial crisis (Jones 2020). When the German Constitutional Court suggested that the Governing Council may be exceeding its mandate by acting without consideration of 'proportionality', former German finance minister Wolfgang Schäuble

– then nearing retirement as head of the Bundestag – effectively waived away the complaint. And when the Governing Council realised that the normalization of monetary policy would bring an end to the outright purchase of government securities on a scale necessary to stabilize sovereign debt markets, it set up a new ‘transmission protection instrument’ to allow it to intervene in those markets before the onset of a financial crisis.

At the same time, the European Council, the ECOFIN Council, and the Eurogroup continued to strengthen their framework for macroeconomic policy coordination – which was the second dimension of change that started during the crisis. That strengthening built on lessons learned from the early crisis period and so focused more attention on macroeconomic imbalances and on the importance of ‘national ownership’ over efforts at fiscal consolidation. It also built on the impetus for action that arose during the pandemic (Buti and Fabbrini 2023). The European Commission triggered the ‘general escape clause’ that loosened the fiscal requirements for macroeconomic policy coordination once the scale of the economic consequences of the pandemic became evident. It also began experimenting with new instruments to support member states as they struggled to meet their fiscal obligations – starting with lending facilities for member state governments where European institutions would issue bonds attached to specific projects and progressing through loans backed by the European Union’s budget as part of a more diversified funding strategy (Spielberger et al. 2024).

4.4 Political commitment

These experiments gained political support from the French and German governments, who proposed an ambitious new joint borrowing facility in May 2020, and they evolved into the NextGenerationEU recovery and resilience facility that was agreed the following July. That facility applied to all member states and not just those in the euro area, but the major recipients were Italy and Spain (Jones 2020). The new facility shifted the focus for conditionality away from emergency stabilisation programmes managed by the ESM to new investment initiatives to be financed by grants as well as loans under the supervision

of the European Commission. The availability of these resources made it easier for the European Commission to encourage national governments to fulfil their country-specific obligations; it also removed the stigma from a request for assistance. The remaining task was to reform the macroeconomic governance framework for reintroduction once the pandemic came to an end and the 'general escape clause' would be deactivated. That new framework involved significantly greater flexibility to underpin national fiscal consolidation efforts.

The third dimension of change related to the German decision to join with France in supporting NextGenerationEU. That decision was an important milestone (Buti and Fabbrini 2023). The same German government had worked with other member states to block any attempt at joint borrowing during the financial crisis and to prevent significant reform of the framework for macroeconomic policy coordination in the years leading up to the pandemic. Once it became apparent that the ECB could not handle the economic consequences of the pandemic on its own, however, that German position changed. Merkel and Schäuble did not abandon German macroeconomic preferences, but they did recognize that their country's national interest hinged on the survival of the euro. Indeed, that realization was apparent already in the summer of 2015 when both Merkel and Schäuble accepted that the risks to the single currency of expelling Greece were greater than the risks of allowing Greece to remain inside the monetary union.

The ECB President continued to show important agency as well. Draghi played a leading role in the crisis that surrounded Greece in 2015, both in pulling the waiver for the use of Greece sovereign debt as collateral after the formation of a Syriza-led coalition in February and then threatening access of the Greek banking system to emergency liquidity assistance in the months that followed. Draghi and the Governing Council characterised these actions as necessary for the prudential management of the ECB's balance sheet, but Syriza finance minister Yannis Varoufakis regarded them as overtly political (Moses 2017).

4.5 Changing characteristics

This experience suggests that the three characteristics of the politics of monetary union need revision:

- Europe's monetary union is bounded by policy disagreements among the member states but not in any permanent sense. Where the need becomes manifest, both the ECB and the framework for macroeconomic policy coordination can change significantly even in the absence of treaty revision. Moreover, those changes can extend to elements connected with identity politics or perceptions of legitimacy.
- The division of labour between monetary and fiscal authorities or between European and national institutions can change as well. Again, this can happen even without treaty revision. And the changes can be dramatic not just for the ECB but also for the most powerful member states, like Germany.
- These two forms of transformation – in the boundaries around the monetary union and the division of labour within it – can have a powerful impact on the structure of European political integration and the success of the European project. The focus for concern that triggered agreement on NextGenerationEU was inside the single currency and yet the impact of that agreement has been transformative for the European Union.

Such revision of the politics of monetary union should not be read in a teleological (or fatalistic) sense. The experience of monetary union was not successful because it was meant to be. On the contrary, the whole arrangement could have collapsed in the face of the global economic and financial crisis, during the sovereign debt crisis, over disagreement between France and Germany, during the pandemic, or when faced with an unfavourable ruling by the German constitutional court. Critics of this arrangement in the 1990s were right to be suspicious insofar as no-one could have anticipated the scale and magnitude of subsequent events, or the powerful threats they would represent for European financial stability (Obstfeld 2013).

The point to underscore is the one Draghi made in the darkest moment of the crisis. The strength of Europe's monetary union reflects

the strength of European political commitment. In turn, that political commitment gives considerable agency to individual member state governments to influence the development of the single currency and the European Union. Even smaller member states can punch above their weight (Panke 2016).

5 The impact of Swedish euro membership on European political integration and Sweden's role

The purpose of this section is to suggest what are the possible implications – advantages and disadvantages – of Sweden adopting the euro as a common currency. The answers to these questions reflect more general considerations about the European Union as a form of political integration and about the implications of having a political union and a monetary union that do not completely overlap. These are the areas where people should look in forming judgements about the political implications of joining the euro:

- Where and how should different types of decisions be made within the system?
- How much equality of opportunity, cohesion, and shared identity does the system require to be resilient?
- What will happen if the interests of the political union and the monetary union come into conflict?

5.1 Location of decision-making

The negotiation of the Maastricht Treaty took place in an intergovernmental conference that involved all member states of the European Union. The negotiation of subsequent treaties was similarly inclusive; so was the negotiation of the Stability and Growth Pact. Since the start of the single currency, however, decision-making has moved to other, less inclusive arenas. Some of these, like the Eurogroup, are informal.

Others, like the Governing Council of the ECB or the European Stability Mechanism, are formal but restricted to those governments that participate in the single currency. The decisions made in these arenas directly affect the design of the framework for macroeconomic coordination, the conduct of monetary policy, the strengthening of financial market infrastructures, the preservation of the monetary transmission mechanism, and the stabilization of financial markets.

Other decisions are made by powerful actors like the governments of Germany or France but with a specific focus on the performance of the euro as a common currency. These decisions include whether the European Union should engage in common borrowing and what kind of conditions should be attached to funds lent by the EU to member state governments. Other member state governments can influence these broader decisions, including the governments of smaller member states or those outside the single currency, but that influence tends to be more limited once the Germans and the French are agreed on the broad outlines of policy (Jones 2022).

5.2 Cohesion, identity, and resilience

The single currency has proven to be more resilient than early critics imagined. That resilience reflects a much higher degree of cohesion among the participating countries than was evident in the negotiation over the design of Europe's monetary union. The German government has shown particular flexibility and capacity for change. Although it staked out important principles related to the pursuit of price stability and the maintenance of central bank independence, the German government was also the more prominent in challenging the conduct of monetary policy at the start of the single currency and the ability of the ECB to take decisions it regarded as necessary to preserve the monetary transmission mechanism.

The cohesiveness of the euro area was learned and not automatic. There were significant disagreements among participating member states over the relationship between monetary policy and the macroeconomic policy mix at the European level, and over the necessary balance between the pursuit of price stability and financial stability within

the euro area. Successful policymaking required important compromises from all parties. It also required a growing recognition that those countries that have adopted the euro as a common currency also share a common fate. They may not identify themselves as ‘European’ in the sense originally imagined at the start of the Maastricht project, but they do identify with each other in important ways (McNamara 2015). This self-identification is important to the cohesiveness of the Eurogroup, and it explains how the German and French governments have been able to agree on common initiatives – like collective borrowing – that were not accepted in the original design of the project.

5.3 Which interests predominate?

The change in the location of important decisions from common institutions to other informal and formal arrangements has tended to concentrate attention in decision making on the needs of Europe’s monetary union. At the same time, the adaptation of participating countries and their increased identification with one-another as part of the same monetary union has given greater coherence to the single currency as a political project. The project has evolved significantly from the vague goal of strengthening European unification to include more strongly institutionalized expressions of solidarity across participating countries (Schelkle 2017).

The development of the European banking union and capital markets union represent a further articulation of that sense of political community within the European Union that is in many ways restricted to those countries that have adopted the euro as a common currency. These projects are not restricted to euro area member states, but they do privilege those countries. Moreover, these projects play a central role in the vision being articulated within and around the European institutions for how the EU should develop in the face of a rapidly changing geopolitical environment (Letta 2024, Draghi 2024, Niinistö 2024). By implication, the interests of those countries that have adopted the euro as a common currency are likely to be even more predominant in the EU of the future than they are today.

5.4 Implications for Sweden

The question the Swedish people must face is whether it makes more sense for the Swedish government to be represented in those arenas where important decisions are being made than to try to influence those decisions from the outside. They should also consider whether Sweden's voice in collective decision making will carry more weight if Sweden is recognized as a full member of the political community and if it is socialised through the experience of continuous engagement in the various different forums and processes of decision making. Finally, they should consider whether Sweden has an important role to play in shaping the pattern and content of collective decisions that are being made about the future of Europe's monetary union.

As mentioned at the outset, the answers to these questions are not obvious. What matters is that those answers are different now from the last time the Swedish people voted on the adoption of the euro as a common currency. The concentration of decision-making power in more restrictive settings is greater. So is the self-identification and cohesiveness of existing euro area member states. And so is the importance of the decisions that they are making. Sweden has the potential to play an important role in that evolutionary process, and so in shaping the future for European integration. Moreover, that future cannot be taken for granted. Europe's monetary union could have failed at many points in time and in many different ways if the politics that surrounded it did not evolve in a supportive fashion and if participating political leaders did not have the courage to compromise at key moments along the way. The Swedish people must consider how they can best play a constructive role in ensuring that adaptation continues.

References

Adler-Nissen R (2014), *Opting Out of the European Union: Diplomacy, Sovereignty and European Integration*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Allen D, Rummel R and W Wessels (1982), *European Political Cooperation: Towards a Foreign Policy for Western Europe*, Butterworth Scientific, London.
- Börzel T A and T Risse, (eds.), (2016), *The Oxford Handbook of Comparative Regionalism*, Oxford University Press, Oxford.
- Buti M and S Fabbrini (2023), Next Generation EU and the Future of Economic Governance: Towards a Paradigm Shift or Just a Big One-Off? *Journal of European Public Policy*, 30.
- Calleo, D P (1967), *Europe's Future: The Grand Alternatives*, W.W. Norton & Company, New York.
- Conceição-Heldt E and T Müller (2022), Bringing Independence and Accountability Together: Impossible for the European Central Bank? *Journal of European Integration*, 44.
- Cowles M G, Caporaso J and T Risse, (2001), *Transforming Europe: Europeanization and Domestic Change*, Cornell University Press, Ithaca.
- Della Sala V (1997), Hollowing Out and Hardening the State: European Integration and the Italian Economy, *West European Politics*, 20.
- Draghi M (2024), The Future of European Competitiveness, Parts A and B, European Commission, Brussels.
- Dyson K (1994), *Elusive Union: The Process of Economic and Monetary union in Europe*, Longman, London.
- Eichengreen B (2012), European Monetary Integration with Benefit of Hindsight, *Journal of Common Market Studies*, 50.
- Fabbrini S (2015), *Which European Union? Europe After the Euro Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Feldstein M (1997), EMU and International Conflict, *Foreign Affairs*, 76.
- Genschel P and M Jachtenfuchs (2018), From Market Integration to Core State Powers: The Eurozone Crisis, the Refugee Crisis and Integration Theory, *Journal of Common Market Studies*, 56.
- Hix S and B Høyland (2022), *The Political System of the European Union, Fourth Edition*, Bloomsbury Academic, London.
- Hoffmann S (1966), Obstinate or Obsolete? The Fate of the Nation-State and the Case of Western Europe, *Daedalus*, 95.

- Howarth D and L Quaglia (2016), *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, Oxford.
- Jacoby W (2014), The Politics of the Eurozone Crisis: Two Puzzles Behind the German Consensus, *German Politics and Society*, 32.
- Jenkins S (2007), *Thatcher & Sons: A Revolution in Three Acts*, Penguin, London.
- Jones E (2008), *Economic Adjustment and Political Transformation in Small States*, Oxford University Press, Oxford.
- Jones E (2015), Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis without a Euro, in Matthijs M and M Blyth, (eds.), *The Future of the Euro*, Oxford University Press, New York.
- Jones E (2020), COVID-19 and the EU Economy: Try Again, Fail Better, *Survival*, 62.
- Jones E (2022), Hard to Follow: Small States and the Franco-German Relationship, *German Politics*, 31.
- Krugman P (2012), Revenge of the Optimum Currency Area, *NBER Macroeconomics Annual*, 27.
- 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, European Council, Brussels.
- Lidegaard B (2009), *A Short History of Denmark in the Twentieth Century*, Gyldendal, Copenhagen.
- Ludlow P (1982), *The Making of the European Monetary System: A Case Study in the Politics of the European Community*, Butterworth Scientific, London.
- Mair P (2013), *Ruling the Void: The Hollowing Out of Western Democracy*, Verso, London.
- Manners I (2002), Normative Power Europe: A Contradiction in Terms? *Journal of Common Market Studies*, 40.
- Marks G, Hooghe L and K Blank (1996), European Integration from the 1980s: State-Centric v. Multilevel Governance, *Journal of Common Market Studies*, 34.
- Marjolin R (1975), Report of the Study Group ‘Economic and Monetary Union 1980’, Commission of the European Communities, Brussels.

- Matthijs M and K R McNamara (2015), The Euro Crisis' Theory Effect: Northern Saints, Southern Sinners, and the Demise of the Eurobond, *Journal of European Integration*, 37.
- Mattli W and T Büthe (2003), Setting International Standards: Technological Rationality or Primacy of Power? *World Politics*, 56.
- McCarthy P (1990), France Faces Reality: Rigueur and the Germans, in Calleo D P and C Morgenstern, (eds.), *Recasting Europe's Economies: National Strategies in the 1980s*, University Press of America, Lanham.
- McNamara K R (2015), *The Politics of Everyday Europe: Constructing Authority in the European Union*, Oxford University Press, Oxford.
- Meunier S (2005), *Trading Voices: The European Union in International Commercial Negotiations*, Princeton University Press, Princeton.
- Milard A S (1992), *The European Rescue of the Nation-State*, Routledge, London.
- Moses J (2017), *Eurobondage: The Political Costs of Monetary Union in Europe*, ECPR Press, London.
- Niinistö S (2024), Safer Together: Strengthening Europe's Civilian and Military Preparedness and Readiness, European Commission, Brussels.
- Obstfeld M (2013), Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis, *European Economy: Economic Papers*, 493, European Commission, Brussels.
- Padoa-Schioppa T (1987), Efficiency, Stability and Equity: A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community, Commission of the European Communities, Brussels.
- Panke D (2016), *Small States in the European Union: Coping with Structural Disadvantages*, Routledge, London.
- Papaconstantinou G (2016), *Game Over: The Inside Story of the Greek Crisis*, CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Peterson J (1997), The European Union: Pooled Sovereignty, Divided Accountability, *Political Studies*, 45.
- Preston C (1997), *Enlargement and Integration in the European Union*, Routledge, London.
- Risse T (2010), *A Community of Europeans? Transnational Identities and Public Spheres*, Cornell University Press, Ithaca.

- Rothstein B (1996), Political Institutions: An Overview, in Goodin R E and H-D Kingemann (eds.), *A New Handbook of Political Science*, Oxford University Press, Oxford.
- Sandbu M (2017), *Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton University Press, Princeton.
- Schelkle W (2017), *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*, Oxford University Press, Oxford.
- Schimmelfennig F, Leuffen D and B Rittberger (2015), The European Union as a System of Differentiated Integration: Interdependence, Politicization and Differentiation, *Journal of European Public Policy*, 22.
- Schimmelfennig F and U Sedelmeier (2002), Theorizing EU Enlargement: Research Focus, Hypotheses, and the State of Research, *Journal of European Public Policy*, 9.
- Segers, M (2024), *The Origins of European Integration: A Pre-History of Today's European Union, 1937–1951*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Smith K (2005), The Outsiders: The European Neighborhood Policy, *International Affairs*, 81.
- Spielberger L et al. (2024), Building a European Union 'Treasury': Explaining the European Commission's New Approach to Debt Issuance and Management, *Journal of Common Market Studies*, 62.
- Stanley-Becker I (2025), *Europe Without Borders: A History*, Princeton University Press, Princeton.
- Stiglitz J E (2016), *The Euro and Its Threat to the Future of Europe*, Penguin, London.
- Tsoukalis L (1977), *The Politics and Economics of European Monetary Integration*, Routledge, London.
- Tsoukalis L (2005), *What Kind of Europe?* Oxford University Press, Oxford.
- Vachudova M A (2005), *Europe Undivided: Democracy, Leverage, & Integration After Communism*, Oxford University Press, Oxford.
- Verdun A and J Zeitlin (2018), Introduction: The European Semester as a New Architecture of EU Socioeconomic Governance in Theory and Practice, *Journal of European Public Policy*, 25.

- Viñals J and J F Jimeno (1998), Monetary Union and European Unemployment, in Frieden J, Gros D and E Jones (eds.), *The New Political Economy of EMU*, Rowman & Littlefield, Lanham.
- Willis F R (1967), *France, Germany, and the New Europe, 1945–1967*, Oxford University Press, Oxford.

Euron som integrationsmotor

Magnus Lundgren och Jonas Tallberg

1 Inledning

Alltsedan sin första stund har euron haft en politisk dimension. Förespråkare såg valutaunionen som ett medel för att fördjupa den europeiska integrationen, flytta befogenheter till EU-nivån och stärka en gemensam europeisk identitet, medan kritiker varnade för asymmetrier, suveränitetsförluster och ökad splittring. Två och ett halvt decennium senare finns ett facit av kriser, reformer och vardagligt användande som gör det möjligt att pröva dessa förhoppningar och farhågor mot utfall. I detta kapitel undersöker vi om euron i praktiken fungerat som en integrationsmotor och i så fall på vilka sätt.

I forskningen har europeisk integration förståtts på olika vis. En allmän definition är att europeisk integration avser den process genom vilken europeiska stater utvecklar ett alltmer organiserat samarbete över nationsgränserna, med gradvis överföring av befogenheter till gemensamma institutioner och framväxt av gemensamma normer, identiteter och samhällsstrukturer (Haas 1958, Dinan 2014, Leuffen med flera 2012). Forskningen skiljer ofta mellan tre dimensioner: *ekonomisk integration*, som rör handel, marknader, investeringar och finansiell stabilitet (Balassa 1961); *politisk integration*, som avser dels institutionell fördjupning och gemensamt beslutsfattande på EU-nivå, dels den politiska mobilisering dessa processer ger upphov till (Moravcsik 1998, Stone Sweet och Sandholtz 1998, Wiener med flera 2018); samt

social integration, som handlar om identitet, medborgerlig förankring och mellanmänniska band (Fligstein 2008, Hooghe och Marks 2009, Risse 2011).

Mot denna bakgrund söker kapitlet besvara två frågor. För det första: Hur har euron påverkat den politiska integrationen inom EU, i form av institutionell utveckling och politisk mobilisering? För det andra: I vilken utsträckning har valutaunionen utvecklat en folklig förankring samt stärkt europeisk identitet och offentlig debatt? Vi fokuserar därmed på integrationens politiska och sociala dimensioner, medan ekonomiska aspekter framför allt behandlas i andra kapitel i denna volym. Analysen bygger på empirisk statsvetenskaplig forskning, kompletterad med egna analyser av opinionsdata från Eurobarometern och annan offentlig statistik.

Kapitlet består av fyra avsnitt. Vi inleder med att ge en sammanfattande bild av de förhoppningar och farhågor angående fördjupad integration som omgav eurons tillkomst och hur dessa speglades i den svenska eurodebatten. Därefter analyseras eurons betydelse för den politiska integrationen i EU, med fokus på hur euron drivit institutionell utveckling och gött politisk mobilisering. Det följande avsnittet behandlar eurons inverkan på social integration, där vi lägger tonvikt på folklig opinion rörande EU och valutasamarbetet, europeisk identitet och graden av europeisering av den offentliga debatten. Kapitlet avslutas med en sammanfattning av vad den behandlade forskningen tyder på för konsekvenser av ett eventuellt svenskt euromedlemskap.

2 Euron: förhoppningar och farhågor om fördjupad integration

Frågan om eurons betydelse för integrationen var ett återkommande ämne i samband med lanseringen av den gemensamma valutan. Vissa forskare, politiker och debattörer såg det som sannolikt att euron skulle fungera som en ekonomisk, politisk och social integrationsmotor. För många var denna integrationsimpuls i själva verket ett viktigt motiv till att introducera euron. Andra hyste snarare farhågor om eurons påverkan på den europeiska integrationen – antingen för att man såg risker

för splittring i eurons spår eller för att man motsatte sig en fördjupning av integrationen. Dessa förhoppningar och farhågor kom också att återspeglas i den svenska debatten under 1990-talet och tidigt 2000-tal.

2.1 Förhoppningar

De förhoppningar om ekonomisk integration som knöts till euron är väl kända och analyserades på djupet i EMU-utredningen (1996) (se också kapitel 2 av Forslid). Euron skulle bidra till att stärka den inre marknaden genom att eliminera växelkursrisker och transaktionskostnader mellan medlemsländerna. Detta skulle i sin tur underlätta handel och investeringar inom EU, med ökad tillväxt som följd. Euron skulle också bidra till att öka konkurrens och effektivitet genom att göra det lättare att jämföra priser på varor och tjänster mellan länder, vilket förväntades leda till effektivare resursallokering och på sikt lägre priser för konsumenter. Vidare skulle en gemensam valuta vara positiv för finansiell stabilitet genom att minska risken för destabiliserade valutakriser av det slag som tidigare drabbat medlemsländerna. Euron sågs också som ett sätt att skapa en större och mer likvid kapitalmarknad i Europa, vilket skulle kunna ge europeiska företag en mer stabil miljö för långsiktiga investeringar. Man såg också framför sig att Maastrichtkriterierna med gränser för budgetunderskott och statsskuld skulle leda till mer ekonomisk disciplin och mer konvergens mellan medlemsländerna. Om dessa förhoppningar om ekonomisk integration förverkligades, fanns det även en möjlighet att euron skulle kunna växa fram som en viktig reservvaluta internationellt – kanske till och med en utmanare till dollarn.

Men jämte dessa ekonomiska motiv fanns även starka politiska förhoppningar knutna till euron. För många av de ledande förespråkarna var i själva verket de politiska motiven de allt överskuggande (Dyson 1994, Buti och Corsetti 2024, Huguenot-Noël 2025; se även kapitel 9 av Jones i denna bok). Redan Wernerrapporten (1970), som under ledning av Luxemburgs dåvarande premiärminister Pierre Werner presenterade den första sammanhållna planen för en ekonomisk och monetär union, menade att en gemensam valuta var ett ekonomiskt medel

för att nå ett politiskt mål – fördjupad europeisk integration. Valutan skulle medföra en överflyttning av befogenheter till europeisk nivå, ett skapande av nya gemensamma institutioner och en utveckling mot en gemensam ekonomisk politik. Sammantaget skulle detta främja möjligheten att uppnå Romfördragets målsättningar om en ”allt fastare sammanslutning mellan de europeiska folken”.

Uppföljaren till Wernerrapporten – Delorsrapporten (1989) – framtagen under ledning av EU-kommissionens dåvarande ordförande Jacques Delors, delade förhoppningen om euron som en politisk integrationsmotor och formulerade en detaljerad plan för hur detta skulle komma till stånd. Tio år senare, 1999, sammanfattade Tysklands dåvarande utrikesminister Joschka Fischer väl dessa politiska förhoppningar i ett tal i anslutning till eurons införande: ”Införandet av en gemensam valuta är inte i första hand en ekonomisk handling, utan snarare en suveränitetsmässig – och därmed i högsta grad politisk – handling [...] politisk union måste hädanefter vara vår ledstjärna: det är den logiska följderna av den ekonomiska och monetära unionen” (citerad i Buscha med flera 2017; vår översättning).

Nära förknippade med de politiska motiven var förhoppningarna om att euron skulle bidra till ökad social integration i Europa, i meningen en förstärkning av den folkliga förankringen och den gemensamma europeiska identiteten (Risse 2003, 2011; Buscha med flera 2017; Negri med flera 2021). Förväntningen byggde på tanken om euron som en konkret symbol för gemenskap i Europa. Valutan är något som alla invånare i euroländerna använder i sin vardag och därför kan känna tillhörighet till. Det skiljer den från annan politisk symbolik, som EU-flaggan, men också från annan EU-politik, vars betydelse ofta är mer diffus. Som Wim Duisenberg, chef för Europeiska centralbanken (ECB), uttryckte det vid eurons tillblivelse årsskiftet 1998/1999: ”Euron är långt mer än ett betalningsmedel. Den är en del av ett folks identitet. Den speglar det de har gemensamt nu och i framtiden” (ECB 1998; vår översättning). Romano Prodi, dåvarande ordförande i EU-kommissionen, gav uttryck för liknande tankar i ett tal till Europaparlamentet 2002: ”För miljon-tals europeiska medborgare är eurosedlarna och mynten i deras fickor en konkret symbol för det storslagna politiska projektet att bygga ett enat Europa. Därför håller euron på att bli en nyckelkomponent i deras

känsla av gemensam europeisk identitet och gemensamt öde” (Europa-parlamentet 2002; vår översättning). Med euron som drivkraft skulle européerna utveckla en större känsla av gemenskap och en starkare gemensam identitet.

2.2 Farhågor

Men skapandet av euron möttes också av betydande ekonomiska farhågor. Dessa farhågor var föremål för en omfattande debatt bland ekonomer, politiker och centralbanksföreträdare under 1980- och 1990-talen, och analyserades grundligt i EMU-utredningen (1996). Många ekonomer påpekade att Europa inte uppfyllde kriterierna för ett optimalt valutaområde på grund av osynkroniserade konjunkturer, inflexibla löner och otillräcklig arbetskraftsrörlighet. Innebörden var att asymmetriska makroekonomiska störningar, det vill säga konjunkturstörningar som drabbar vissa länder men inte andra, skulle kunna bli svåra att hantera i avsaknad av en egen penningpolitik. Vid en recession skulle drabbade länder inte längre kunna sänka räntorna eller låta valutan falla i värde för att återställa sin internationella konkurrenskraft.¹

Kritiker varnade också för att länder med höga skulder skulle kunna dra nytta av lägre räntor genom euron, men utan motsvarande disciplin, vilket skulle kunna leda till överupplåning. Vidare framhölls att valutaunionen i sin ursprungliga konstruktion byggde på en grundläggande obalans, där penningpolitiken bestämdes på europeisk nivå medan finanspolitiken förblev ett nationellt ansvar, vilket krävde såväl disciplin som koordinering. Dessa och andra brister i konstruktionen innebar enligt kritikerna att euron riskerade skapa betydande sårbarheter och spänningar, snarare än ekonomisk konvergens och tillväxt.

Andra farhågor avsåg riskerna för politisk och social integration. En del av dessa farhågor var nära kopplade till de ekonomiska riskerna med valutaunionen, som man befارade skulle skapa nya sprickor i det gemensamma politiska bygget. Om vissa länder vann ekonomiskt på eurons införande, medan andra i stället mötte stort anpassnings-

1 Denna farhåga diskuteras i kapitel 3 av Hansson, kapitel 4 av Waltentin, kapitel 5 av Flodén och kapitel 6 av Calmfors.

tryck och betydande kostnader, kunde detta skapa politisk splittring i Europa. Utan rätt ekonomiskpolitiska redskap att gemensamt bemöta asymmetriska chocker, skulle dessa inte bara få negativa ekonomiska konsekvenser, utan också vittgående politiska effekter. I stället för fördjupad politisk integration skulle Europa kunna drabbas av desintegration. Den amerikanske ekonomen Martin Feldstein menade till och med att euron skulle kunna leda till krig i Europa (Feldstein 1997). EMU-utredningen (1996) pekade på en annan splittringsrisk, när den framhöll att euron kunde skapa ett A-lag och ett B-lag i Europa om integrationen endast fördjupades för den kärna medlemsländer som ingick i den gemensamma valutan.

Andra kritiker tog i stället fasta på att fördjupad politisk integration inte var önskvärd i sig. De menade att överflyttningen av befogenheter till nya europeiska institutioner skulle få negativa konsekvenser för nationell suveränitet och demokrati, som inte kunde uppvägas av eventuella positiva ekonomiska effekter eller mer europeiskt samarbete. Medlemsländerna skulle mista kontrollen över centrala delar av den ekonomiska politiken och besluten flyttas längre från medborgarna. I förlängningen hotade också en europeisk superstat om integrationen fick fortsätta ohämmad. Dessa politiska farhågor analyserades i EMU-utredningen (1996). De var en bärande del i motståndet mot ett eventuellt svenskt euromedlemskap i samband med folkomröstningen 2003 (Oscarsson och Holmberg 2003). Folkrörelsen Nej till EMU (2003) menade exempelvis att "EMU är ett politiskt projekt. EU är i färd med att bilda ett Europas Förenade Stater, där den gemensamma valutan är en av förutsättningarna". Ekonomen Nils Lundgren (2003), å sin sida, argumenterade för att en övergång till euron skulle vara skadlig för Sverige såväl politiskt som ekonomiskt – en position som vann Lundgrens nystartade parti Junilistan 14 procent i valet till Europaparlamentet 2004.

3 Euron och politisk integration

Såväl de förhoppningar som farhågor vilka omgärdade eurons införande kom under de nästkommande 25 åren i vissa delar att infrias och

i andra delar att komma på skam. Den avgörande händelsen för den politiska integrationen var eurokrisen 2009–15, som både drev på den institutionella utvecklingen inom eurozonen och orsakade en politisk motreaktion i form av mobilisering från eurokritiska partier. Euron har i den meningen bidragit både till en tydlig fördjupning av integrationen inom EU men även till nya politiska konfliktlinjer.

3.1 Institutionell utveckling

Redan vid eurons införande fanns en medvetenhet bland experter och politiker att eurozonens konstruktion var obalanserad: Medan penningpolitiken hade flyttats till ECB på europeisk nivå, förblev finanspolitiken huvudsakligen nationell. Som diskuterats ovan var detta för många kritiker en huvudinvändning mot valutaunionen. Men det var den lösning som var politiskt möjlig för att euron skulle kunna komma till stånd. En gemensam finanspolitik på europeisk nivå var politiskt oacceptabel i många läger.

De möjliga strategierna för att hantera denna obalans var huvudsakligen två (Buti och Corsetti 2024). Det första alternativet, förenligt med den tyska synen på euron, lade vikten vid att euroländerna nationellt måste se till att hålla sina finanser i gott skick genom att respektera de finanspolitiska reglerna, som 1997 operationaliserades i stabilitetspakten (mer formellt Stabilitets- och tillväxtpakten) och genomföra nödvändiga strukturella reformer.² Det andra alternativet, förenligt med den franska synen på euron, såg i stället framför sig en utveckling på sikt av en mer gemensam finanspolitik på europeisk nivå.

Den första strategin var av politiska skäl den enda tänkbara under eurons första decennium, 2000–09. Under denna period konsoliderades ECB:s roll som gemensam centralbank, samtidigt som medlemsstaterna hade ansvaret för att säkerställa en finanspolitik i linje med de finanspolitiska reglerna. Trots att stabilitetspakten innebar vissa möjligheter att övervaka medlemsländernas efterlevnad av dessa regler, byggde den främst på frivillighet. I praktiken kom pakten tidigt att

2 Stabilitets- och tillväxtpakten diskuteras närmare i kapitel 7 av Andersson och Jonung.

urvattnas, då flera länder, däribland Frankrike och Tyskland, bröt mot principerna utan att mötas av sanktioner (Calmfors 2005).

Bristerna i stabilitetspaktens konstruktion kom i full dager i samband med eurokrisens utbrott i oktober 2009, då det visade sig att Greklands budgetunderskott var betydligt större än tidigare rapporterat och att landet hade beviljats inträde i valutaunionen på felaktiga premisser. Avslöjandet ledde till nedgradering av Greklands kreditbetyg, skenande obligationsräntor, framtvingade åtstramningsåtgärder och slutligen finansiella stödprogram från EU och IMF. Under de följande åren både fördjupades och spreds krisen, som kom att omfatta även Cypern, Irland, Portugal och Spanien samt i viss mån också Italien. Det återkommande mönstret var nedgraderingar av kreditbetyg, stigande lånekostnader, åtstramningspolitik, politisk oro och till slut finansiellt stöd.³

De finansiella stöden till krisländerna var försedda med strikta villkor. Mottagarländerna tvingades genomföra omfattande finanspolitiska åtstramningar, strukturella reformer och privatiseringar efter förhandlingar med EU, IMF och ECB – den så kallade trojkan. Dessa villkor syftade till att återställa de offentliga finanserna och förbättra konkurrenskraften, men ledde också till djupa recessioner, snabbt stigande arbetslöshet och ökade sociala spänningar (Pisani-Ferry 2014). Exempelvis ökade arbetslösheten i Grekland från 7,8 procent 2008 till 27,7 procent 2013, och i Spanien från 8,2 procent 2008 till 26,1 procent 2013 (Statista 2025). Den ekonomiska nedgången bidrog till stark politisk och folklig opposition, särskilt i Grekland där flera åtstramningspaket möttes av omfattande protester och regeringskriser. Kritiker har hävdad att åtstramningspolitiken förvärrade krisen genom att dämpa tillväxten och öka skuldbördan ytterligare (Krugman 2012, Stiglitz 2016).

Eurokrisens utbrott blev startpunkten för en successiv utbyggnad av eurozonens institutionella ramverk (Ioannou med flera 2015, Jones med flera 2021). För att kunna hantera den omedelbara krisen och undvika en möjlig kollaps av euron, enades euroländerna efter tuffa förhandlingar om en rad nya institutioner, mekanismer och regler, som

3 Calmfors (2017) samt Frieden och Walter (2017). Se även kapitel 7 av Andersson och Jonung i denna bok.

sammantaget innebar en markant fördjupning av den politiska integrationen inom både euroområdet och EU i stort (Lundgren med flera 2019, Kudrna med flera 2021). I forskningen beskrivs kombinationen av kris och fördjupning med begreppet *failing forward*: I ett initialt skede leder mellanstatliga kompromisser till skapandet av ofullständiga institutioner, som lägger grunden för framtida kriser när dessa institutioner befins vara otillräckliga, vilket i sin tur driver på en fördjupning av integrationen genom reformerade institutioner (Jones med flera 2016, 2021). Mönstret är bekant från andra kriser i EU:s historia, däribland kriget i det forna Jugoslavien i början av 1990-talet, som drev på utvecklingen av EU:s gemensamma utrikespolitik. EU-pionjären och visionären Jean Monnet fångade detta återkommande mönster i uttalandet att ”Europa kommer att formas i kriser och vara summan av de lösningar som antas för dessa kriser” (citerad i Guiso med flera 2016; vår översättning).

Tabell 1 summerar de huvudsakliga stegen i den institutionella utvecklingen under eurokrisen.⁴ De innebar att eurozonens institutioner utvecklades från en tämligen smal konstruktion med fokus på penningpolitik och regler för finanspolitisk disciplin till ett mer omfattande ramverk som inkluderar en permanent krisfond (ESM), striktare budget- och makroekonomisk övervakning samt en påbörjad bankunion. Sammantaget skedde en tydlig utveckling mot mer samordning och krisstöd på europeisk nivå (Kudrna med flera 2021). Men resan var långt ifrån konfliktfri. I processen ställdes långivare och låntagare, center och periferi samt nord och syd mot varandra, med störst inflytande för långivarländer i norra Europa, däribland Tyskland, Finland och Nederländerna (Frieden och Walter 2017, Dellmuth med flera 2020). Jämfört med euroländerna var länderna som stod utanför euron mindre involverade i förhandlingarna, mindre benägna att stödja ytterligare europeisk integration, och enligt vissa mått även mindre inflytelserika.⁵

4 Se även kapitel 7 av Andersson och Jonung angående finanspolitiken och kapitel 8 av Englund och Wissén angående de finansiella regleringarna.

5 Tarléa med flera (2019) och Dellmuth med flera (2020). Se även kapitel 11 av Lundgren.

Tabell 1 Institutionell utveckling under eurokrisen

Maj 2010: Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF) och Europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen (EFSM) inrättas. Tillfälliga krisfonder.

November 2011: Sexpaket antas. Reformering av stabilitetspakten genom starkare övervakning samt nya mekanismer för övervakning och korrigerande av makroekonomiska obalanser.

Februari 2012: Europeiska stabiliseringsmekanismen (ESM) antas. Permanent krisfond.

Mars 2012: Finanspakten antas. Mellanstatligt fördrag som binder euroländerna att efterleva principerna i stabilitetspakten.

Maj 2013: Tvåpaket antas. Ytterligare förstärkning av makroekonomisk övervakning.

Oktober 2013: Den gemensamma tillsynsmekanismen (SSM) antas. Utförs av den gemensamma tillsynsmyndigheten (SSB) i ECB. Del av bankunionen.

Juli 2014: Den gemensamma resolutionsmekanismen (SRM) antas. Gemensam myndighet för resolution av banker (SRB). Del av bankunionen.

Den institutionella fördjupningen kom även att fortsätta efter krisen (Kudrna och Puntsher-Riekmann 2021). Ett förslag som länge stött på motstånd från flera medlemsländer var tanken om en gemensam finanspolitisk upplåning av EU på de internationella kapitalmarknaderna. Medan länder med sämre statsfinanser och högre upplåningsräntor, som Grekland, Irland och Portugal, tenderade att se positivt på förslaget, var perspektivet ofta det omvända i länder med goda statsfinanser och lägre upplåningsräntor, däribland Nederländerna, Sverige och Tyskland (Kudrna med flera 2021, Dellmuth med flera 2020). Pandemikrisen 2020–22 ändrade spelplanen.

Med eurokrisens innovationer som inspiration föreslog EU-kommissionen inrättandet av en gemensam återhämtningsfond – NextGenerationEU – om 750 miljarder euro. Efter förhandlingar utifrån de ovan beskrivna konfliktlinjerna antog medlemsstaterna förslaget i december 2020 och gav därmed EU-kommissionen klartecken att ta upp gemensamma lån i stor skala, vilka under innevarande långtidsbudget (2021–27) används för att finansiera bidrag och vidareutlåning till medlemsstaterna (Wasserfallen 2023). Under samma period inrättades även SURE – ett nytt finansiellt instrument för tillfälligt stöd till medlemsstaterna för att minska risken för arbetslöshet i pandemikrisens spår.⁶

⁶ Se kapitel 6 av Calmfors samt kapitel 7 av Andersson och Jonung.

I maj 2025 följdes dessa initiativ av Security Action for Europe (SAFE), som syftar till att möta Europas behov av försvarsinvesteringar genom vidareutlåning till medlemsstaterna av lån som tas upp gemensamt av EU. Även om dessa program är tänkta som tillfälliga, utgör de ett kvalitativt stort steg mot utvecklingen av en gemensam finanspolitik i EU.

3.2 Politisk mobilisering mot EU

Eurokrisen födde inte enbart en utveckling mot fördjupad integration inom euroområdet utan också ökad politisk mobilisering mot euron och EU från populistiska och nationalistiska partier (Hooghe och Marks 2017). Drivkrafterna bakom detta kan något förenklat ses som två. Dels hade eurokrisen långtgående ekonomiska konsekvenser i de drabbade länderna i form av djup lågkonjunktur, stigande arbetslöshet, emigration och *brain drain* samt ökade inhemska samhällsklyftor (Frieden och Walter 2017). Dels skapade de åtgärder som vidtogs mot eurokrisen missnöje i en del medlemsländer. Detta såg olika ut beroende på om landet var en långgivare eller en låntagare.

I de länder i södra Europa som drabbades hårdast ekonomiskt av eurokrisen förekom båda drivkrafterna (Kneuer 2019). Kombinationen av inhemsk ekonomisk kris och åtgärds paket som uppfattades vara dikterade av EU och IMF skapade en massiv grogrund för missnöje,⁷ som politiska entreprenörer framgångsrikt utnyttjade (De Vries och Hobolt 2020). I flera fall bidrog denna cocktail till framväxten av starka vänsterpopulistiska partier, som samlade missnöjet med den ekonomiska utvecklingen och de externa anpassningskraven.

I Grekland var Syrizas uppgång tydligt kopplad till eurokrisen (Stavarakakis och Katsambekis 2014, De Vries 2018, Bergh och Kärnä 2022). Koalitionen hade bildats redan 2004 som en allians mellan olika vänstergrupper, men var ett marginellt parti med under fem procent av rösterna fram till eurokrisen. Grekland drabbades hårdast av krisen, med djup recession, massarbetslöshet och kraftiga åtstramningsprogram som villkor för nödlån från EU och IMF. De traditionella partierna – socialdemokratiska PASOK och konservativa Ny demokrati – förlo-

⁷ Se även avsnitt 4.1 och 4.2 i detta kapitel.

rade snabbt legitimitet eftersom de associerades med krisförvaltning och hårda besparingar. Syriza, å sin sida, mobiliserade på ett starkt antiåtstramningsprogram med fokus på att stoppa nedskärningar, skydda välfärd och ifrågasätta EU:s krishantering. Partiet växte snabbt i opinionen, blev största parti i valet januari 2015 och bildade regering under Alexis Tsipras, som satt kvar till 2019. Syriza kom i regeringsställning att ge upp en stor del av motståndet mot åtstramningskraven, tappade sedermera i opinionen och drabbades av interna konflikter, med konsekvenser för partiets politiska styrka i Grekland och Europaparlamentet. Men Syrizas framväxt symboliserade hur eurokrisen kunde omkullkasta hela det traditionella partisystemet i Grekland (Kneuer 2019).

På motsvarande sätt var eurokrisen en viktig orsak bakom Podemos tillkomst och uppgång i Spanien (della Porta med flera 2017, De Vries 2018, Bergh och Kärnä 2022). Under eurokrisen drabbades Spanien av en kraftig konjunkturedgång, massarbetslöshet, ungdomsarbetslöshet och bankkris. Det skapade ett stort missnöje med de etablerade partierna – konservativa PP och socialdemokratiska PSOE – som båda uppfattades som ansvariga för korruption och nedskärningar. Podemos, som hade skapats 2014, kanaliserade det missnöjet och lyfte frågor om social rättvisa, deltagardemokrati och kamp mot korruption. Partiet gjorde succé i Europaparlamentsvalet 2014 (åtta procent) och blev snabbt en av de största politiska krafterna i Spanien. Partiet utmanade det traditionella spanska tvåpartisystemet och bidrog till en fragmentering av parlamentet. Efter valet 2019 gick Podemos in i koalitionsregering med det socialdemokratiska partiet PSOE, vilket därmed blev Spaniens första vänsterkoalition sedan demokratins återkomst. Som en del av denna process modererade Podemos sin kritik av åtstramningspolitiken (Brown 2024) och liksom Syriza tappade Podemos med tiden röstandel i valen till både det nationella parlamentet och Europaparlamentet.

I de länder i norra Europa som utgjorde långivare, och inte låntagare, var den främsta drivkraften i stället missnöje med de stödåtgärder som EU vidtog för att hjälpa krisländerna (Kneuer 2019). Även om också rika länder i norra Europa drabbades av krisen, var det framför allt missbelåtenhet med ”generösa” paket till ”slösaktiga” greker och

andra som låg bakom dessa partiers framväxt. Till skillnad från i södra Europa var det också företrädesvis högerpopulistiska partier som samlade detta missnöje (De Vries 2018).

I Tyskland var den tidiga framväxten av Alternative für Deutschland (AfD) tydligt kopplad till eurokrisen (Conrad 2020). AfD grundades 2013 av en grupp ekonomer, jurister och konservativa intellektuella som var missnöjda med hur eurokrisen hanterades. Tyskland var euroområdets främsta garant för räddningspaketen till Grekland, Irland, Portugal och Spanien. Många tyskar upplevde att de fick betala för andra länders bristande budgetdisciplin och "oansvariga" skuldsättning. AfD positionerade sig som "anti-euro-partiet", med krav på att Tyskland skulle lämna euron, att krisländerna skulle lämna valutaunionen eller att den skulle upplösas. Efter att med knapp marginal ha missat spärren för att komma in i förbundsdagen 2013, lyckades partiet vinna inträde i Europaparlamentet 2014 med hjälp av en plattform som kritiserade euron och de tyska bidragen till räddningspaketen. När migrationskrisen bröt ut 2015 ändrade AfD sin profil för att bli ett bredare högerpopulistiskt och invandringsfientligt parti. AfD har haft betydande politisk framgång med sin bredare profil och blev i valet till förbundsdagen 2025 det näst största partiet med nästan 21 procent av rösterna.

Sammanfattningsvis var eurokrisen en viktig drivkraft bakom skapandet av, och uppgången för, populistiska partier av olika färg i flera euroländer. Medan Syriza, Podemos och AfD utgjorde särskilt tydliga exempel, uppstod en liknande dynamik även i andra euroländer. Denna utveckling associeras ofta med slutet på den långa period då EU "flög under radarn" och i stället utvecklades till ett objekt för missnöje och mobilisering (Hooghe och Marks 2009).

4 Euron och social integration

Under de senaste decennierna har forskare också diskuterat om euron, utöver sina ekonomiska och politiska effekter, bidragit till att fördjupa den europeiska integrationen på det sociala planet. Ofta diskuteras detta i termer av eurons bidrag till medborgerlig förankring och gemen-

sam identitet. I praktiken betyder det i vilken grad européer stödjer det europeiska projektet, hyser tillit till dess institutioner och identifierar sig med varandra (Fligstein 2008, Hooghe och Marks 2009, Risse 2011). I det följande kombineras tidigare forskning med egen bearbetning av opinionsdata från Eurobarometern.⁸ Tre indikatorer står i fokus: stödet för EU, stödet för euron och Europeiska centralbanken (ECB), och medborgarnas identifikation som européer. Därutöver analyserar avsnitt 4.4 viss forskning om hur euron relaterar till europeisering av offentlig debatt, med tyngdpunkt på eurokrisen och nationella medier.

4.1 Euron och stödet för EU

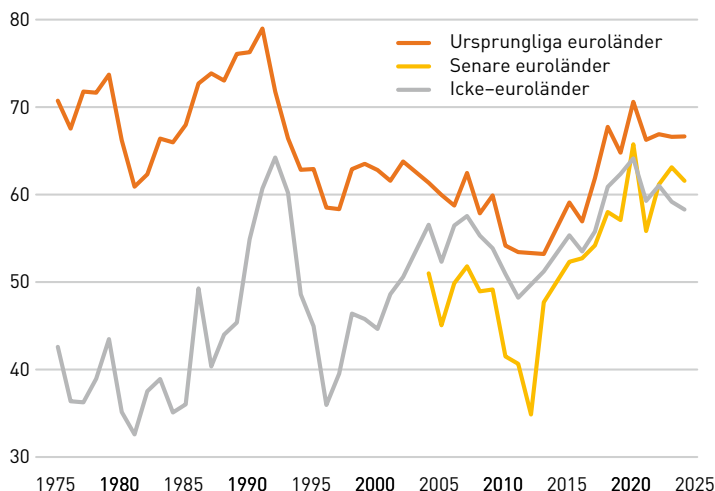
En första indikator på social integration är det allmänna stödet för EU. Detta mäts oftast genom Eurobarometerns fråga om huruvida medlemskapet i EU uppfattas som ”en bra sak” för det egna landet. Måttet används brett i forskningen som en indikator på medborgarnas övergripande stöd för europeisk integration och det europeiska projektets folkliga förankring (Armingeon och Ceka 2014, Foster och Frieden 2021).

Figur 1 visar stödet för EU-medlemskapet i euro- respektive icke-euroländer mellan 1975 och 2024, där den förra gruppen delas upp i ursprungliga och senare medlemmar. Tre huvudsakliga mönster framträder. För det första är stödet för EU konsekvent högre i de ursprungliga euroländerna än i icke-euroländer, medan de senare euroländerna ofta uppvisar lägst genomsnittligt stöd. För det andra varierar stödet betydligt över tid, med distinkta nedgångar under perioder av ekonomisk stagnation och kris, tydligast vid 1990-talets början och i samband med eurokrisen från 2009. För det tredje är tendensen att klyftan mellan icke-euroländer och de ursprungliga euroländerna minskar över tid, då stödet i de två grupperna konvergerat mot en relativt hög

8 Eurobarometern är EU-kommissionens återkommande opinionsundersökningar, som sedan 1970-talet mäter den vuxna befolkningens attityder till EU och dess institutioner i samtliga medlemsländer. Frågornas formuleringar och svarsalternativ har ibland förändrats över tid eller inte återkommit konsekvent i varje undersökningsväg, vilket gör vissa tidsjämförelser mer osäkra än andra.

nivå under de senaste mätåren, vilken delvis förklarats med att Brexit fungerat som ett varnande exempel som stärkt stödet för EU i flera länder (De Vries 2017). I alla grupper noteras en nedgång i samband med pandemiutbrottet 2020, varefter stödet återhämtar sig raskt, möjligen som en konsekvens av EU:s pandemistöd (se avsnitt 3.1) och en *rally-round-the-flag*-effekt efter Rysslands eskalerade krig mot Ukraina år 2022 (Unan och Klöver 2024). Den svenska opinionen har i regel utvecklats på ett sätt som liknar genomsnittet för icke-euroländerna, inklusive en stark uppgång i stödet under senare år.⁹

Figur 1 Andel av befolkningen som anger stöd för EU, 1975–2024, procent



Anm.: Ursprungliga euroländer inkluderar Belgien, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Portugal, Spanien, Tyskland och Österrike. Senare euroländer är Cypern, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Malta, Slovakien och Slovenien. Icke-euroländer omfattar här Bulgarien, Danmark, Polen, Rumänien, Sverige, Tjeckien och Ungern. Övriga landmedelvärden per år.

Källa: Egna beräkningar baserade på Eurobarometerdata.

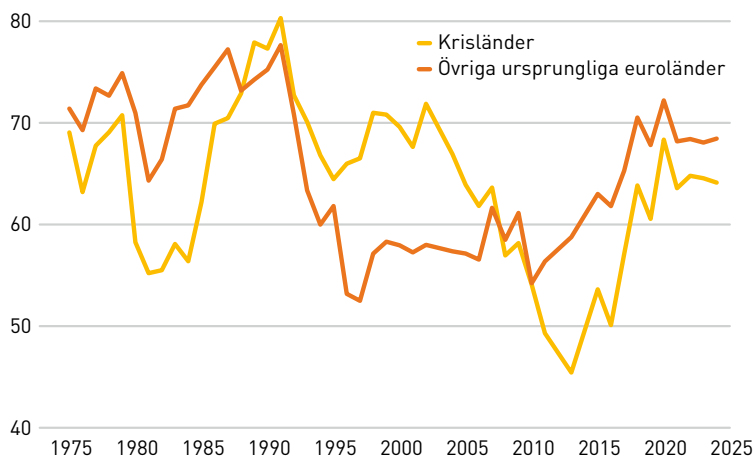
9 Johansson och Lewander (2025). Se även Lindvall i kapitel 12.

Samtidigt som stödet för EU är högre i de ursprungliga euroländerna än i övriga EU-länder ger dessa data inget stöd för tolkningen att en anslutning till euron i sig påverkat stödet för EU-medlemskapet. Regressionsanalyser som över tid jämför de länder som införde euron 1999 med dem som då stod utanför visar ingen statistiskt signifikant effekt av den gemensamma valutan på stödet för EU.¹⁰ Analysen ger liknande resultat om eurons införande som fysisk valuta år 2002 används som brytpunkt och oavsett om Grekland (som anslöt till euron år 2001) inkluderas eller inte. Även om resultaten bör tolkas med försiktighet, då kontrollgruppen är liten (tre länder) och antalet observationer begränsat, ger analysen inget statistiskt stöd för att euromedlemskap haft någon större genomsnittlig påverkan på befolkningens stöd för EU.

Även om anslutning till euron i sig inte verkar ha haft någon större genomsnittlig påverkan på stödet för EU, visar tidigare forskning att ekonomiska faktorer ofta spelar en central roll för opinionens svängningar (Eichenberg och Dalton 2007, Wike med flera 2019). Denna betydelse framträder tydligt under skuldkrisen från 2009, då stödet för EU föll särskilt kraftigt i de länder som drabbades hårdast av åtstramningsprogram och recession. Figur 2 illustrerar detta genom att kontrastera utvecklingen i krisländer och övriga ursprungliga euroländer.

10 Här och annorstädes i kapitlet använder vi tre olika ansatser för att uppskatta eurons effekter. Konventionell panelregression med land- och årseffekter jämför utvecklingen inom varje land före och efter eurons införande med utvecklingen i länder som aldrig gått med. Sun och Abraham (2021) utvecklar en så kallad *event-study*-ansats som skattar effekterna år för år före och efter införandet och gör det möjligt att följa hur effekten utvecklas över tid. Callaway och Sant'Anna (2021) introducerar en modern *difference-in-differences*-metod som beräknar både den genomsnittliga effekten och hur den förändras över tid för varje grupp och tidpunkt. Alla modeller inkluderar land- och årseffekter för att kontrollera för skillnader mellan länder och gemensamma händelser ett visst år.

Figur 2 Andel av befolkningen i kris- och övriga euroländer som anger stöd för EU, 1975–2024, procent



Anm.: Krisländer inkluderar Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien. Övriga euroländer inkluderar Belgien, Finland, Frankrike, Luxemburg, Nederländerna, Tyskland och Österrike. Övriga landmedelvärden per år.

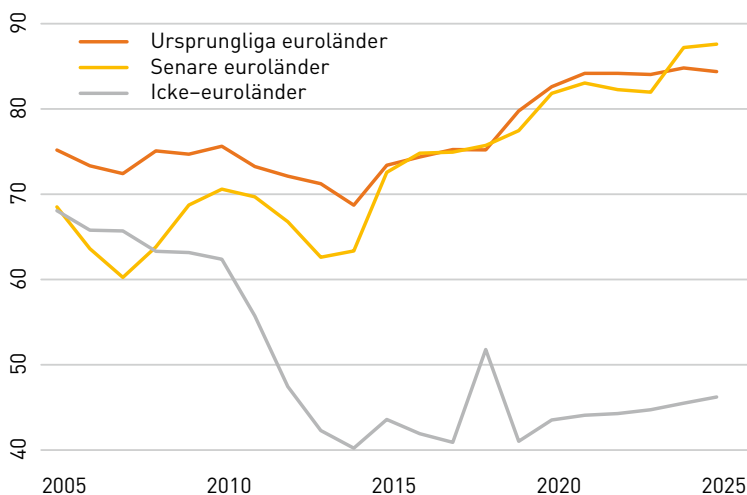
Källa: Egna beräkningar baserade på Eurobarometerdata.

I genomsnitt minskade andelen som ansåg medlemskapet vara en ”bra sak” med omkring 15 procentenheter i de länder som fick finansiellt stöd av EU och IMF (Armingeon och Ceka 2014). I övriga euroländer – såsom Tyskland, Nederländerna och Finland – var opinionsfallet betydligt mindre. Efter krisens bottennivåer vände opinionen relativt snart uppåt i hela euroområdet. Återhämtningen kom först i de mer stabila euroländerna, där stödet för EU började stiga redan från tidigt 2010-tal, medan det dröjde något längre i krisländerna. Runt 2020 hade stödet för EU återhämtat sig till ungefär nivån före krisen i de hårdast drabbade länderna och nått högre nivåer i övriga euroländer. Dessa mönster ligger i linje med forskningsresultat om EU-opinionens ekonomiska drivkrafter (Eichenberg och Dalton 2007, Wike med flera 2019) samtidigt som de speglar skillnader i politisk mobilisering som diskuterats i avsnitt 3.2. Resultaten tyder också på att eurokrisen visserligen skapade en djup spricka i opinionen men inte en varaktig legitimitetskris för EU-projektet som helhet.

4.2 Stöd för euron och ECB

Medborgarnas stöd för euron är ytterligare en indikator på integration i betydelsen folklig förankring. Forskningen mäter vanligen eurostödet med Eurobarometerns fråga om man är för eller emot en gemensam valuta inom EU (Hobolt och Wratil 2015). Figur 3 bygger på detta mått och visar utvecklingen i ursprungliga och senare euroländer respektive icke-euroländer under perioden 2004–24.

Figur 3 Andel av befolkningen som anger stöd för euron, 2004–24, procent



Anm.: Övägda landmedelvärden per år.

Källa: Egna beräkningar baserade på Eurobarometerdata.

Diagrammet visar tydligt hur stödet för euron skiljer sig åt mellan medlemsstaterna. Bland de ursprungliga euroländerna ligger genomsnittsnivån ofta högt. Även om det skedde en nedgång under krisåren efter 2009, vilket också visats i tidigare forskning (exempelvis Roth med flera 2016), återhämtade sig stödet och nådde historiskt höga nivåer i slutet av mätperioden. I de nyare euroländerna syns en ännu tydligare uppgång över tid. Däremot framträder ett annat mönster i de länder som stått utanför valutaunionen. Efter att i början av 2000-talet ha haft

jämförbart stöd med euroländerna, föll stödet avsevärt i samband med eurokrisen och steg sedan endast långsamt, även om det ökat något snabbare under de senaste åren. Utvecklingen i icke-euroländerna är i stora drag densamma som i den svenska euroopinionen, som uppvisat en U-formad trend från eurokrisens början till idag.¹¹ Sammantagna speglar dessa data en divergens i euroopinion mellan euro- och icke-euroländer som är etablerad i forskningen (Hobolt och Wratil 2015, Guiso med flera 2016, Roth och Jonung 2020).

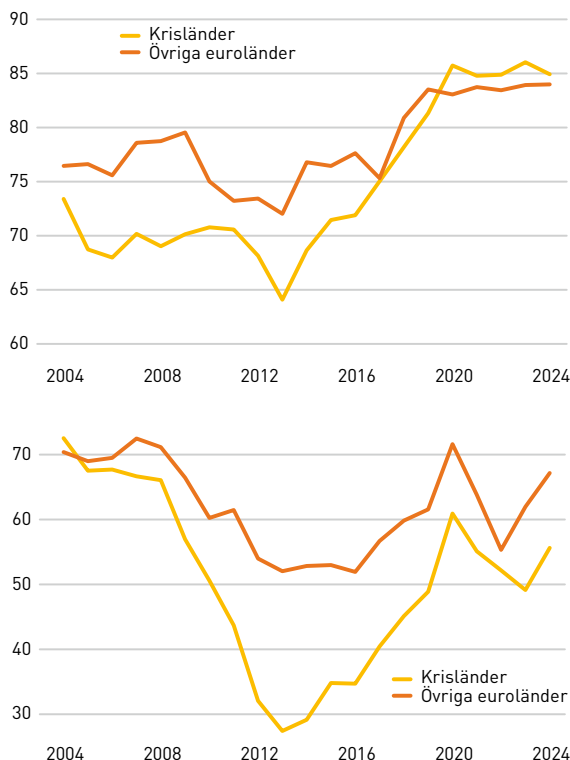
Statistiska tester ger ytterligare stöd för att euromedlemskap är förknippat med starkare genomsnittligt stöd för den gemensamma valutan, även när vi kontrollerar för land- och årseffekter. Liknande mönster återfinns i analyser som enbart omfattar de tio länder som blev EU-medlemmar 2004, varav sju har anslutit till den gemensamma valutan medan tre står kvar utanför. Här ser vi att anslutning till euron följs av en varaktig ökning i stödet. Tillsammans pekar resultaten på ett slags ”klubbefekt”: befolkningen uttrycker i genomsnitt ett starkare stöd för valutaunionen i de länder som anslutit sig till eurområdet än i dem som står utanför.

Forskningen har funnit att ekonomiska faktorer som arbetslöshet och BNP-tillväxt är viktiga förklaringar till variationer över tid i stödet för euron inom ett land.¹² Inverkan av dessa faktorer speglas tydligt om man jämför kris- och icke-krisländer, vilket vi gör i figur 4. Figur 4a visar att stödet för euron föll i båda grupperna under perioden 2009–13 men att nedgången – precis som i fallet med stödet för EU – var betydligt djupare i krisländerna. Därefter återhämtade sig stödet och stabiliserade sig på en genomsnittlig nivå över 80 procent i båda grupperna. Detta tyder på att euron som projekt åtnjuter brett stöd bland euromedlemmarnas befolkning trots tidigare svårigheter. Senare forskning visar att EU:s finanspolitiska åtgärder under pandemin, särskilt återhämtningsfonden, bidrog till en markant och omedelbar ökning av stödet för euron (Roth med flera 2024)

11 Se till exempel Lundgren (2025) och Lindvall i kapitel 12.

12 Guiso med flera (2016), Roth med flera (2016) samt Roth och Jonung (2020). Se dock Hobolt och Leblond (2014) för en annan bild.

Figur 4 Andel av befolkningen i krisländer och övriga euroländer som anger stöd för euron respektive förtroende för ECB, 2004–24, procent



Anm.: Krisländer inkluderar Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien. Övriga euroländer inkluderar Belgien, Finland, Frankrike, Luxemburg, Nederländerna, Tyskland och Österrike. Övägda landmedelvärden per år.

Källa: Egna beräkningar baserade på Eurobarometerdata.

En närliggande indikator är förtroendet för ECB, som snarast fångar attityder till den gemensamma valutans institutionella ramverk och styrning. Figur 4b visar att förtroendet för ECB föll kraftigt i samband med krisen men att nedgången var särskilt djup i de hårdast drabbade länderna, där förtroendenivåerna tidvis sjönk till under 30 procent i genomsnitt (i Grekland så lågt som 24 procent). Även om en återhämt-

ning skedde därefter, låg förtroendet i krisländerna fortsatt något lägre än i övriga euroländer. Eftersom detta gap inte existerade under valuta-samarbetets inledande år indikerar det att eurokrisen ledde till en mer bestående förtroendeskada för ECB än för själva euron (se även Bergbauer med flera 2020 och Hwang och Lustenberger 2025). En tolkning som framförts är att medan valutan upplevs fylla sina vardagliga funktioner – att fungera som betalmedel – och ses som en symbol för gemensamma värderingar, bedöms ECB snarare på basis av makroekonomiska utfall och krishanteringsförmåga (Guiso med flera 2016, Roth och Jonung 2020, Bergbauer med flera 2020). Detta kan förklara att stödet för euron är mer stabilt, medan förtroendet för ECB (och andra europeiska institutioner) varierar starkare över tid och är svårare att återbygga i hårt drabbade grupper.

4.3 Euron och europeisk identitet

En tredje indikator på social integration är medborgarnas känsla av identitet. Detta har lyfts fram som en viktig aspekt av integration, då en delad känsla av tillhörighet kan underlätta gemensamma ekonomiska lösningar och omfördelning (Kuhn och Stoeckel 2014, Bechtel med flera 2017) och mer allmänt anses bidra till legitimitet och uthållighet i det europeiska projektet (Bruter 2005, Risse 2011, Bergbauer 2018). Eurons roll i detta sammanhang har hittills fått relativt begränsad empirisk uppmärksamhet, men teoretiskt och kvalitativt orienterade forskare har exempelvis talat om ”banal europeisering” som ett resultat av att människor använder samma valuta, reser utan att växla pengar eller ser gemensamma motiv på eurosedlarna (Cram 2009, McNamara 2015).

Ett antal empiriska studier har mer direkt undersökt eurons inverkan på EU-medborgarnas självuppfattning. En första generation av studier, genomförda vid tiden för eurons införande, pekade på att valutan kunde bidra till en förstärkning av europeisk identitet (Meier-Pesti, Kirchler och el Sehity 2003, Risse 2003, Jonung och Conflitti 2008). Dessa resultat har dock senare kommit att ses som osäkra. Det beror dels på att de bygger på data från eurons allra första år, dels på att mått-

ten på identitet ofta inte kan jämföras med mått på alternativa identiteter. Effekten riskerar därför att överskattas.

En andra generation av studier, som utnyttjar längre tidsserier (upprepade mätningar av samma sak över tid) och mer avancerade metoder, ger en delvis annorlunda bild. Dessa studier använder sig av Eurobarometerns identitetsfråga – där respondenter anger om de identifierar sig enbart nationellt, både nationellt och europeiskt eller enbart europeiskt – och kontrasterar ofta andelen med enbart nationell identitet mot övriga kategorier, vilka alla innebär någon form av europeisk identitet (Polyakova och Fligstein 2016, Buscha med flera 2017, Negri med flera 2021).

Ett centralt bidrag är Buscha med flera (2017), vilka prövar om införandet av euron påverkade medborgarnas självuppfattning som européer. Enligt deras analys av Eurobarometerdata 1995–2014 upplevde medborgare i euroländer genomgående en högre nivå av europeisk identitet, men själva valutaövergången ledde inte till någon ytterligare ökning. Som författarna själva konstaterar: ”Vi finner inga indikationer på att införandet av euron hade någon effekt på de europeiska medborgarnas självuppfattning som ’européer’” (sid. 24; vår översättning). I en kompletterande delstudie använder Buscha med flera spridningen av utländska euromynt i Frankrike som ett mått på exponering för andra medlemsstaters symboler. Inte heller där finner de något samband mellan euron och en starkare europeisk identitet. Negri med flera (2021) finner däremot, på basis av Eurobarometerdata från 1996–2017, att euroinförandet var förknippat med en kortsiktig minskning av upplevd exklusiv nationell identitet (och alltså motsvarande ökning i upplevd europeisk identitet) med omkring tre procentenheter.

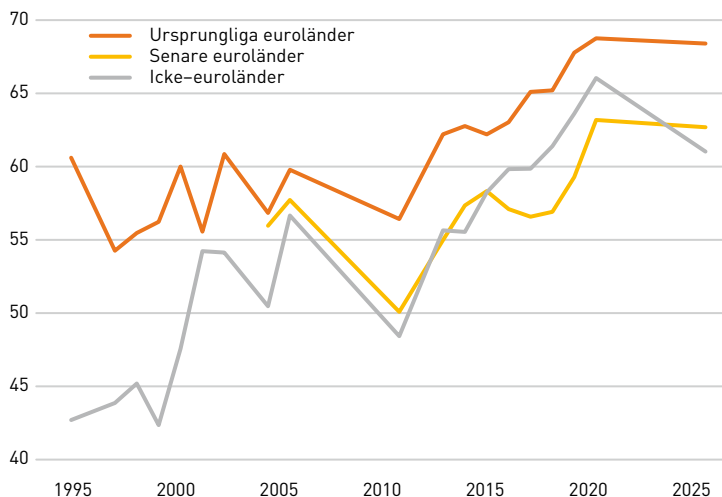
Medan dessa studier fokuserar på euroanslutningen i sig, riktar Polyakova och Fligstein (2016) uppmärksamheten mot eurokrisens effekter. Genom att jämföra två Eurobarometerundersökningar (2005 och 2010) visar de att andelen medborgare med enbart nationell identitet ökade markant under krisåren, samtidigt som andelen med någon form av europeisk identitet minskade. Effekten var särskilt stark i krisländerna. Polyakova och Fligsteins analyser visar att en BNP-minskning på 1 procent ökade sannolikheten för exklusivt nationell identitet med omkring 0,8 procentenheter. Sammantaget menar de att krisen

fick människor att söka skydd i nationella gemenskaper snarare än i det europeiska projektet: "skuldkrisen drev européer att omfamna en nationell snarare än europeisk identitet" (sid. 78; vår översättning). Samtidigt tyder opinionsdata sammanställda av EU-kommissionen på att krisen också kunde skapa en känsla av ökad europeisk samhörighet, särskilt i de länder som fick finansiellt stöd av EU. I Grekland, Cypern och Irland uppgav omkring hälften av medborgarna att krisen gjort att de kände sig närmare andra européer, medan motsvarande andel var betydligt lägre i länder som Danmark och Nederländerna (EU-kommissionen 2014).

För att sätta dessa resultat i ett längre tidsperspektiv visualiserar vi i figur 5 utvecklingen i europeisk identitet i euro- respektive icke-euroländer mellan 1995 och 2024. Figuren bekräftar i stora drag de mönster som framkommer i tidigare studier. Vi noterar inledningsvis att de ursprungliga euroländernas befolkning genomgående uppvisar en högre genomsnittlig nivå av europeisk identitet. Detta kan delvis bero på att länder med högre europeisk identitet var mer benägna att gå med i valutaunionen från starten. Men det kan också vara ett tecken på att befolkningen i dessa länder i högre utsträckning delar en känsla av ett "gemensamt öde" (exempelvis Eriksen 2017). Experimentell forskning visar att en starkare europeisk identitet ger en högre beredvillighet till finansiell solidaritet med andra euroländer (Bechtel med flera 2017, Verhaegen 2018).

Vi ser också i figur 5 att andelen medborgare som uppger en europeisk identitet ökar i alla länderkategorier men att takten skiljer sig åt. Uppgången är särskilt tydlig i icke-euroländer, där andelen ökar med över 18 procentenheter mellan 1995 och 2024, jämfört med knappt åtta procentenheter i de ursprungliga euroländerna. Detta innebär att klyftan mellan ursprungliga euroländer och icke-euroländer successivt har minskat, åtminstone fram till omkring 2020, även om de förra fortfarande uppvisar högst nivåer av europeisk identitet. Vi noterar också att krisåren runt 2010 innebär en avvikelse från den allmänna trenden, vilket är i linje med Polyakova och Fligsteins (2016) observationer. Men som påpekats av Risse (2014) och Schröder med flera (2025) var denna förändring inte bestående.

Figur 5 Andel av befolkningen som anger europeisk identitet, 1995–2024, procent



Anm.: Europeisk identitet innefattar de som svarar att de har en helt europeisk identitet eller delad nationell och europeisk identitet. Ovägda landmedelvärden per år. Vissa år saknas data. Källa: Egna beräkningar baserade på Eurobarometerdata.

Vår slutsats är att euron möjligen haft viss, men begränsad och temporär, inverkan på andelen som identifierar sig som européer. Euroländerna ligger generellt högre än andra länder men vi ser en bred trend av ökad europeisk identifikation över tid. Den drivs sannolikt mer av generella samhällsprocesser, såsom tilltagande internationalisering bland yngre generationer eller EU-projektet i sin helhet, än av valuta-samarbetet specifikt. Denna långsiktiga trend har stundtals brutits av ekonomiska kriser, som tillfälligt stärkt den nationella identiteten, och den verkar möjligen ha mattats av under senare år. Men jämfört med perioden före eurokrisen har andelen som identifierar sig som européer år 2024 ökat med omkring tio procentenheter i var och en av de tre ländergrupperna i diagrammet.

4.4 Euron och europeisering av offentlig debatt

En fjärde indikator på social integration gäller den offentliga debatten. Mycket tyder på att det politiska samtalet i EU-länderna successivt har blivit mer europeiserat, i betydelsen att EU-frågor har fått större synlighet, att europeiska aktörer syns mer i nationell media och att skeenden i andra europeiska länder rapporteras mer frekvent (Wessler med flera 2008, Koopmans och Statham 2010). Mot denna bakgrund har det vuxit fram viss forskning kring frågan om euron, och särskilt eurokrisen, fungerat som en katalysator för att fördjupa denna utveckling, samt om utvecklingen skiljer sig mellan euro- och icke-euroländer.

Risse (2014) finner att eurokrisen markerade ett tydligt skifte i riktning mot ”växande europeisering i termer av vilka frågor som diskuteras och vilka aktörer som representeras” (sid. 1208; vår översättning). Under krisåren ökade närvaron av europeiska frågor och aktörer markant i nationella nyhetsmedia, där både EU-institutioner och ledare från andra medlemsstater fick en mer framträdande plats. Liknande slutsatser drar Kriesi och Grande (2015), som beskriver hur eurokrisen bidrog till en ”parallellisering” av de nationella debatterna, vilket innebär att medier i olika länder behandlade samma frågor vid samma tidpunkt. De finner dessutom att europeiseringen var mer uttalad i euroländer än i icke-euroländer.

Även i nationella parlament och i valrörelser finns tecken på att eurokrisen bidrog till europeisering. Till exempel finner Auel och Höing (2014) i en undersökning av parlamentsdebatter i de nuvarande 27 EU-länderna mellan 2010 och 2012 att euroländerna ägnade betydligt mer tid åt att debattera skuldkrisen än icke-euroländerna. Liknande effekter återfinns i valrörelser. Jurado och Navarrete (2021) analyserar opinions- och partidata från hela EU och finner att väljarnas benägenhet att rösta utifrån partiernas EU-positioner ökade markant under krisåren och att effekten var starkast i euroområdet kärnländer (såsom Tyskland och Frankrike).

Sammantaget är forskningen om eurons specifika inverkan på offentlig debatt ännu begränsad, men de resultat som finns pekar relativt konsekvent på att eurokrisen bidrog till en mer europeiserad diskussion. Forskningen visar vidare på skillnader mellan länder, där

euroländer, och särskilt ursprungliga euroländer, såg mer av europeisering av den offentliga debatten än icke-euroländer.

5 Slutsatser

I detta kapitel har vi försökt sammanfatta den statsvetenskapliga forskningen om eurosamarbetet som drivkraft för europeisk integration. Vi har behandlat två huvudsakliga aspekter: politisk integration, där vi fokuserat på institutionell utveckling och politisk mobilisering, samt social integration, där vi undersökt valutaunionens folkliga förankring och dess inverkan på gemensam europeisk identitet och debatt.

Våra huvudsakliga slutsatser kan sammanfattas som följer:

- Eurons institutionella ramverk har under de senaste två och ett halvt decennierna fördjupats betydligt, framför allt genom krishanteringens logik av *failing forward*: Eurokrisen, pandemin och nya säkerhetspolitiska utmaningar har stegvis flyttat beslutsmyndighet och finansiella verktyg till EU-nivån och skapat en tätare integrationskärna runt euroområdet.
- Valutasamarbetet har bidragit till ökad politisering av EU-frågor. Eurokrisen gav upphov till nya konfliktlinjer mellan långgivare och låntagare, och blev en språngbräda för populistiska partier, särskilt i de hårdast drabbade länderna, även om just eurofrågans sprängkraft minskat under senare år.
- Den gemensamma valutan åtnjuter i genomsnitt en stark folklig förankring i deltagarländerna. Stödet föll visserligen under eurokrisen men återhämtade sig sedan och har nu nått historiskt höga nivåer.
- Eurons inverkan på europeisk identitet framstår som begränsad: Även om euroländer i genomsnitt uppvisar en starkare europeisk identitet än icke-euroländer, är evidensen splittrad när det gäller i vilken utsträckning denna skillnad faktiskt drivs av valutasamarbetet snarare än av andra långsiktiga samhällsprocesser.
- Euron och särskilt eurokrisen har bidragit till att europeisera den offentliga debatten i många länder, med större inslag av EU-frågor och europeiska aktörer i media och parlament, särskilt i euroländerna.

Sammantaget framstår euron främst som en integrationsmotor på det institutionella planet, där kriser har drivit fram fördjupad styrning och samordning, medan dess politiska och sociala effekter är mer indirekta: Den har skapat nya konfliktlinjer och bidragit till viss europeisering av opinion och offentlig debatt, men endast i liten utsträckning bidragit till en redan stark gemensam identitet på medborgarnivå.

Mot bakgrund av dessa slutsatser lyfter vi avslutningsvis fram fyra politiska och sociala faktorer som bör beaktas vid ett svenskt ställningstagande till euron.

- Medverkan i valutasamarbetet kan ge Sverige bättre förutsättningar att påverka den fortsatta institutionella utvecklingen av eurozonen, att döma av erfarenheterna från reformerna i eurokrisens kölvatten. Även om Sverige delvis verkar ha lyckats kompensera för sitt utanförskap (se kapitel 11 av Lundgren i denna volym), ger deltagande i euron en röst i de forum som fattar beslut om EU:s övergripande ekonomiska och institutionella riktning.
- Deltagande i euron kan göda euroskeptiska partier och åsikter i Sverige om euroområdet drabbas av nya kriser med negativa ekonomiska konsekvenser och ökade politiska spänningar i Europa som följd. Samtidigt var effekterna av eurokrisen övergående, då euron har sjunkit undan som en mobiliserande kraft för både vänsterpopulistiska partier i krisländer och högerpopulistiska partier i långivarländer.
- Inträde i euron kan resultera i ökad folklig förankring för euron i Sverige. Euromedlemskap är i genomsnitt förknippat med ett högre stöd för euron, där inträdet i sig är kopplat till en noterbar ökning. Ett svenskt inträde skulle sannolikt normalisera och på sikt stärka stödet för valutaunionen, i linje med erfarenheterna från andra länder som gått med.
- Euromedlemskap kan möjligen påverka svenskars nationella/europeiska identitet, men denna påverkan framstår som marginell, att döma av erfarenheter från andra länder. För de länder som deltar i euron är den europeiska identifikationen starkare än för dem som står utanför. Detta är förenligt med bilden att medborgare i euroländerna i större utsträckning anser sig ha ett "gemensamt öde".

Referenser

- Armingeon K och B Ceka (2014), The loss of trust in the European Union during the great recession since 2007: The role of heuristics from the national political system, *European Union Politics*, 15
- Auel K och O Höing (2014), Parliaments in the euro crisis: Can the losers of integration still fight back? *Journal of Common Market Studies*, 52
- Balassa B (1961), *Toward a theory of economic integration*, Routledge, London.
- Bechtel M M, Hainmueller J och Y Margalit (2017), Policy design and domestic support for international bailouts, *European Journal of Political Research*, 56.
- Bergh A och A Kärnä (2022), Explaining the rise of populism in European democracies 1980-2018: the role of labor market institutions and inequality, *Social Science Quarterly*, 107.
- Bergbauer S (2018), *Explaining European identity formation: Citizens' attachment from Maastricht treaty to crisis*, Springer.
- Bergbauer S, Hernborg N, Jamet J F och E Persson (2020), The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected? *Journal of European Public Policy*, 27.
- Brown J (2024), Trajectories and legacies of outsider party-building: the rise and fall of Spain's Podemos, *Critical Sociology*, online first.
- Bruter M (2005), *Citizens of Europe? The emergence of a mass European identity*, Springer.
- Buscha F, Muller D och L Page (2017), Can a common currency foster a shared social identity across different nations? The case of the euro, *European Economic Review*, 100.
- Buti M och G Corsetti (red.) (2024), *The first 25 years of the euro*, Centre for Economic Policy Research.
- Callaway B och P H Sant'Anna (2021), Difference-in-differences with multiple time periods, *Journal of Econometrics*, 225.
- Calmfors L (2005), *What remains of the Stability and Growth Pact and what next?* Sieps, Stockholm.
- Calmfors L (2017), *Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen*, Sieps, Stockholm.

- Conrad M (2020), From the Eurozone debt crisis to the alternative for Germany, *Frontiers in Political Science*, 2.
- Cram L (2009), Identity and European integration: diversity as a source of integration, *Nations and Nationalism*, 15.
- Della Porta D, Kouki H och J Fernández (2017), Left's love and hate for Europe: Syriza, Podemos and critical visions of Europe during the crisis, i Caiaini M och S Guerra (red.) *Euroscepticism, Democracy and the Media*, Palgrave.
- Dellmuth L, Lundgren M och J Tallberg (2020), *State Interests and Bargaining Power in the Reform of the Eurozone*, Sieps, Stockholm.
- De Vries C E (2017), Benchmarking Brexit: How the British decision to leave shapes EU public opinion, *Journal of Common Market Studies*, 55.
- De Vries C E (2018), *Euroscepticism and the future of European integration*, Oxford University Press.
- De Vries C E och S Hobolt (2020), *Political entrepreneurs: The rise of challenger parties in Europe*, Princeton University Press.
- Dinan D (2014), *Europe recast: a history of European Union*, Palgrave.
- Dyson K H F (1994), *Elusive union: the process of economic and monetary union in Europe*, Longman.
- Eichenberg R C och R J Dalton (2007), Post-Maastricht blues: The transformation of citizen support for European integration, 1973–2004, *Acta Politica*, 42.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.
- Eriksen E O (2017), Structural injustice: The eurozone crisis and the duty of solidarity, i Grimm A och S Giang (red.), *Solidarity in the European Union*, Springer.
- EU-kommissionen (2014), *Effects of the Economic and Financial Crisis on European Public Opinion*, <https://europa.eu/eurobarometer/assets/about/EB-40years.pdf>.
- Europaparlamentet (2002), Speech by Romano Prodi President of the European Commission on "The past and future of European integration" to the Instituto de Espana Madrid, 7 februari, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_02_51.

- Europeiska centralbanken (1998), Statement at the joint press conference following the ECOFIN meeting by Dr. Willem F. Duisenberg, President of the ECB in Brussels, 31 december, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1998/html/sp981231.en.html>.
- Feldstein M (1997), The political economy of the European Economic and Monetary Union: Political sources of an economic liability, *Journal of Economic Perspectives*, 11.
- Fligstein N (2008), *Euroclash: the EU, European identity, and the future of Europe*, Oxford University Press.
- Foster C och J Frieden (2021), Economic determinants of public support for European integration, 1995–2018, *European Union Politics*, 22.
- Frieden J och S Walter (2017), Understanding the political economy of the Eurozone crisis, *Annual Review of Political Science*, 20.
- Guiso L, Sapienza P och L Zingales (2016), Monnet's error? *Economic Policy*, 31.
- Haas E (1958), *The uniting of Europe: political, social, and economical forces*, University of Notre Dame Press.
- Hobolt S B och P Leblond (2014), Economic insecurity and public support for the euro: before and during the financial crisis, i Bermeo N och L M Bartels (red.), *Mass politics in tough times: opinions, votes and protest in the great recession*, Oxford University Press.
- Hobolt S B och C Wratil (2015), Public opinion and the crisis: the dynamics of support for the euro, *Journal of European Public Policy*, 22.
- Hooghe L och G Marks (2009), A post-functionalist theory of European integration: from permissive consensus to constraining dissensus, *British Journal of Political Science*, 39.
- Hooghe L och G Marks (2017), Cleavage theory meets Europe's crises: Lipset, Rokkan and the transnational challenge, *Journal of European Public Policy*, 25.
- Huguenot-Noël R (2025), *25 years after Maastricht: defending the euro's political core*, European Policy Centre.
- Hwang I D, Lustenberger T och E Rossi (2025), Is public support for the Euro influenced by Eurosystem speeches? <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5121938>.

- Ioannou D, Leblond P och A Niemann (2015), European integration and the crisis: Practice and theory, *Journal of European Public Policy*, 22.
- Johansson M och J Lewander (2025), *Mellan tvivel och entusiasm: 30 år av svensk EU-opinion*, Sieps 2025:7 epa.
- Jones E, Daniel Kelemen R och S Meunier (2016), Failing forward? The Euro crisis and the incomplete nature of European integration, *Comparative Political Studies*, 49.
- Jones E, Daniel Kelemen R och S Meunier (2021), Failing forward? Crises and patterns of European integration, *Journal of European Public Policy*, 28.
- Jonung L och C Conflitti (2008), *Is the euro advantageous? Does it foster European feelings? Europeans on the euro after five years*, EU-kommissionen, Bryssel.
- Jurado I och R M Navarrete (2021), The Europeanization of national elections, The role of country characteristics in shaping EU issue voting, *Electoral Studies*, 71
- Kneuer M (2019), The tandem of populism and Euroscepticism: a comparative perspective in the light of the European crises, *Contemporary Social Science*, 14.
- Koopmans R och P Statham (red.) (2010), *The Making of a European Public Sphere: The Europeanisation of Media Discourse and Political Contention*, Cambridge University Press.
- Kriesi H och E Grande (2015), The Europeanization of the national political debate, i Cramme O och S B Hobolt (red.) *Democratic Politics in a European Union Under Stress*, Oxford University Press.
- Krugman P (2012) The austerity debacle, *The New York Times*, 29 januari.
- Kudrna Z, Puntscher-Riekmann S och F Wasserfallen (red.) (2021), *The Politics of Eurozone Reforms*, ECPR Press.
- Kudrna Z och S Puntscher-Riekmann (2021), Eurozone politics and its implications for further reforms, i Kudrna Z, Puntscher-Riekmann S och F Wasserfallen (red.), *The Politics of Eurozone Reforms*, ECPR Press.

- Kuhn T och F Stoeckel (2014), When European integration becomes costly: the euro crisis and public support for European economic governance, *Journal of European Public Policy*, 21.
- Leuffen D, Rittberger B och F Schimmelfennig (2012), *Differentiated integration: explaining variation in the European Union*, Macmillan.
- Lundgren L (2025), *Attityder till att införa euro i Sverige 2003–2024: En förändrad opinion*, Sieps 2025:11 epa.
- Lundgren M, Bailer S, Dellmuth L M, Tallberg J och S Târlea (2019), Bargaining success in the reform of the Eurozone, *European Union Politics*, 20.
- Lundgren N (2003), *Europa ja, euro nej*, Fischer & Co, Stockholm.
- McNamara K R (2015), *The politics of everyday Europe: Constructing authority in the European Union*, Oxford University Press.
- Meier-Pesti K, Kirchler E och T El-Sehity (2003), The euro as a source of European identity: Changes of social representations from 1997 to 2002, *International Association for Research in Economic Psychology*, Wien.
- Moravcsik A (1998), *The choice for Europe: Social power and state purpose from Maastricht to Messina*, Cornell University Press.
- Negri F, Nicoli F och F Stoeckel (2021), Does joining the euro affect national identity? Evidence from the Eurobarometer, *European Union Politics*, 22.
- Oscarsson H och S Holmberg (2003), *Ett klart NEJ till euron: redogörelse för 2003 folkomröstningsundersökning i samarbete mellan Statistiska centralbyrån och Göteborgs universitet*.
- Pisani-Ferry J (2014), *The eurocrisis and its aftermath*, Oxford University Press.
- Polyakova A och N Fligstein (2016), Is European integration causing Europe to become more nationalist? Evidence from the 2007–9 financial crisis, *Journal of European Public Policy*, 23.
- Risse T (2003), The Euro between national and European identity, *Journal of European Public Policy*, 10.
- Risse T (2011), *A community of Europeans? Transnational identities and public spheres*, Cornell University Press.
- Risse T (2014), No demos? Identities and public spheres in the Euro crisis, *Journal of Common Market Studies*, 52.

- Roth F, Jonung L och D F Nowak-Lehmann (2016), Crisis and public support for the Euro, 1999–2014, *Journal of Common Market Studies*, 54.
- Roth F och L Jonung (2020), Public support for the euro and trust in the ECB: The first two decades of the common currency, i Castañeda J E, Roselli A och G E Wood (red.), *The economics of monetary unions: past experiences and the Eurozone*, Routledge.
- Roth F, Jonung L och A Most (2024), COVID-19 and public support for the Euro, *Empirica*, 51
- Schröder M, Braun D, Grimm K L, Ulrich M och G Wenzelburger (2025), A matter of time, not generations: rising emotional attachment to the European Union 1991–2023, *Journal of European Public Policy*, 32.
- Statista (2025) Employment in Europe – statistics and facts, Employment in Europe - Statistics & Facts | Statista.
- Stavrakakis Y och G Katsambekis (2014), Left-wing populism in the European periphery: the case of SYRIZA, *Journal of Political Ideologies*, 19.
- Stiglitz J (2016), *The euro: how a common currency threatens the future of Europe*, W.W. Norton & Company.
- Stone Sweet A och W Sandholtz (red.) (1998), *European integration and supranational governance*, Oxford University Press.
- Sun L och S Abraham (2021), Estimating dynamic treatment effects in event studies with heterogeneous treatment effects, *Journal of Econometrics*, 225.
- Târlea S, Bailer S, Degner H, Dellmuth L, Leuffen D, Lundgren M och J Tallberg (2019), Explaining governmental preferences on Economic and Monetary Union reform, *European Union Politics*, 20.
- Unan A och H Klöver (2024), Europeans' attitudes toward the EU following Russia's invasion of Ukraine, *Political Science Research and Methods*.
- Verhaegen S (2018), What to expect from European identity? Explaining support for solidarity in times of crisis, *Comparative European Politics*, 16
- Wasserfallen F (2023), The politics of fiscal integration in eurozone reforms and NextGenerationEU, i Adamsk D, Amtenbrink F och J

- de Haan (red.), *The Cambridge Handbook of European Monetary, Economic and Financial Integration*, Cambridge University Press.
- Wessler H, Peters B, Brüggemann M, Kleinen von Königslow K och S Sift (2008), *Transnationalization of Public Spheres*, Palgrave Macmillan.
- Wiener A, Börzel T och T Risse (2018), *European integration theory*, Oxford University Press.
- Wike R, Poushter J, Silver L, Devlin K, Fetterolf J, Castillo A och C Huang (2019), European public opinion three decades after the fall of communism, <https://coilink.org/20.500.12592/nztvcd>.

Påverkar ett medlemskap i valutaunionen Sveriges inflytande i EU?

*Magnus Lundgren*¹

1 Inledning

Frågan om svenskt deltagande i EMU har från början rört mer än penningpolitik och växelkursregimer. Redan i EMU-utredningen (1996) ("Calmforsutredningen") betonades att valutaunionen också är ett politiskt projekt av central betydelse för den europeiska integrationen. Utredningen varnade för att frånvaro från detta samarbete kunde få negativa följder för Sveriges politiska genomslag i EU, framför allt genom att urholka landets trovärdighet som samarbetspartner, begränsa tillgången till information och försvåra deltagandet i informella nätverk. Sedan dess har en forskningslitteratur vuxit fram kring eurodeltagandets faktiska konsekvenser för politiskt inflytande inom EU. Flera studier har återkommit till de farhågor som EMU-utredningen lyfte, särskilt i skuldanslutens kölvatten, då eurogruppen etablerade sig som ett politiskt centrum i EU:s ekonomisk-politiska samordning. Samtidigt visar annan forskning – inklusive kvantitativa analyser av samarbetsnätverk och förhandlingsframgång – att Sverige

1 Jag vill tacka Johannes Lindvall, Lars Jonung och Lars Calmfors för värdefulla kommentarer på tidigare versioner. Jag är även tacksam för givande samtal med Magnus Jerneck och Teija Tiilikainen. Slutligen vill jag tacka Daniel Naurin för att generöst ha tillgängliggjort data som använts i analysen av nätverkskapital.

ofta behållit en stark position i EU:s beslutsprocesser, trots att landet står utanför euron. Denna spänning mellan olika forskningsresultat motiverar en samlad analys av vad vi faktiskt vet om Sveriges politiska inflytande som icke-euroland.

Syftet med kapitlet är att sammanfatta det statsvetenskapliga kunskapsläget om hur Sveriges inflytande i EU påverkas av att stå utanför respektive delta i eurosamarbetet. Tre specifika frågor står i fokus: I vilken utsträckning begränsar det svenska utanförskapet landets inflytande i EU:s beslutsfattande? Varierar effekten mellan olika politikområden? Och i vilken mån kan dagens forskningsresultat antas vara giltiga även framöver, i takt med att EU och valutaunionen utvecklas och expanderar?

Kapitlets fokus ligger på forskning om inflytande i betydelsen förmåga att påverka formella beslut i linje med sina preferenser. Inflytande i vidare mening – som dagordningsmakt eller genomslag i idédebatten – berörs i viss utsträckning.² Analysen täcker in ett antal politikområden där fokus ligger på utformning av finanspolitiska regelverk och bredare EU-politik. Däremot omfattas ej inflytande över penningpolitiska beslut av Europeiska centralbankens (ECB:s) råd, där Sverige saknar representation, eller dess allmänna råd, som visserligen inkluderar alla EU-länder men inte har något egentligt policyansvar och som inte har studerats i inflytandeforskningen. Forskningen gör sällan en skarp uppdelning mellan olika politikområden, särskilt finare nyanser inom det finanspolitiska området. Kapitlets ambition är dock att, där så är möjligt, identifiera skillnader i inflytandemönster mellan olika sakområden.

Inflytande är mångfacetterat och metodologiskt svårfångat. I forskningen om inflytande inom EU har tre huvudsakliga angreppssätt vuxit fram (Dür 2008). Det första bygger på kvalitativa fallstudier som analyserar medlemsstaters agerande och genomslag i specifika beslutsprocesser. Det andra utgår från enkätdata där tjänstemän och beslutsfattare bedömer vilka länder som är mest centrala i det dagliga förhandlingsarbetet. Det tredje bygger på preferensbaserade modeller, där aktörers ursprungliga ståndpunkter jämförs med faktiska beslutsutfall för att mäta graden av förhandlingsframgång.

2 Se Tallberg med flera (2011) för en bredare analys av makt och inflytande inom EU.

Kapitlet innehåller tre empiriska delar som speglar dessa metodansatser. Den första delen fokuserar på kvalitativa studier och inleds med en genomgång av de inflytandeargument som lyftes i EMU-utredningen, samt hur dessa har behandlats i senare forskning. Den andra delen analyserar så kallat nätverkskapital med utgångspunkt i enkätdata, med särskilt fokus på Sveriges roll i ministerrådets förberedande organ. Den tredje delen studerar förhandlingsframgång som mått på realiserat inflytande, dels i allmän EU-politik, dels i förhandlingar om reformer av valutaunionen efter eurokrisen. Kapitlet avslutas med en syntes av forskningsläget och en scenariobaserad analys av hur Sveriges inflytande kan komma att utvecklas i olika framtida EU-konstellationer.

2 EMU-utredningen och senare kvalitativ forskning

2.1 EMU-utredningens analys av politiskt inflytande

Frågan om Sveriges medlemskap i EU har från början präglats av en diskussion om suveränitet och nationellt inflytande. En grundlinje i de så kallade konsekvensutredningarna³ om EU-medlemskapet var en "suveränitetskalkyl", vilken vägde förluster av formell suveränitet mot ökade möjligheter att utöva inflytande över beslut som ändå skulle påverka landet. Ett grundargument var att den bästa vägen för ett litet land att vidmakthålla inflytande inte var att söka återta beslutsmyndighet till nationell nivå utan i stället söka påverka på internationell nivå. Denna tankegång återfanns även i den omfattande EMU-utredningen (1996), vilken analyserade såväl ekonomiska som politiska dimensioner av ett eventuellt medlemskap för Sverige i valutasamarbetet. Utredningen betonade att valutaunionen speglade ett "politiskt likaväl som ett ekonomiskt projekt" och analyserade både "direkt" och "indirekt" inflytande.⁴

3 Exempelvis EG-konsekvensutredningarna (1994).

4 Sid. 421.

Det direkta inflytandet avsåg utformningen av penningpolitiken, där utredningen noterade att ECB:s självständighet och styrformer begränsade möjligheten till politisk kontroll, men att ett medlemskap skulle ge större inflytande, dels formellt via representation i ECB-rådet, dels informellt, då ECB:s ledning kunde antas ha en "viss politisk lyhördhet".⁵ Ställde sig Sverige emellertid utanför valutasamarbetet ansågs vi endast ha "mycket små" möjligheter att utöva direkt inflytande, med viss variation beroende på om man tog tydligt avstånd eller signalerade en ambition om en framtida anslutning.⁶

Det indirekta inflytandet avsåg "Sveriges förmåga att påverka EU-frågor mer allmänt", alltså även bortom det penningpolitiska området.⁷ Utredningen betonade här vikten av politisk trovärdighet som källa till inflytande på europeisk nivå. Ett medlemskap i valutaunionen skulle signalera politisk vilja och långsiktigt engagemang, och därigenom stärka Sveriges rykte som en pålitlig och ansvarstagande medlem. I ett EU präglad av kompromisser och ömsesidighet riskerade länder som uppfattades som "fripassagerare" eller "motvilliga européer" däremot att få svårare att göra sig hörda. Vidare skulle ett medlemskap ge fördelar i tillgång till information och större möjligheter till koalitionsbyggande. Specifikt skulle ett medlemskap i valutaunionen stärka möjligheterna att påverka EU:s ursprungliga medlemmar, särskilt Tyskland och Frankrike, som ansågs drivande i unionens dagordning och idédebatt.⁸

Sammanfattningsvis drog EMU-utredningen slutsatsen att ett svenskt medlemskap skulle innebära ett "kraftigt resurstillskott när det gäller svensk utrikespolitisk makt".⁹ Sverige skulle komma närmare unionens "inre kärna" där dagordningen sätts och avgörande politiska beslut fattas. Utredningen landade dock i en rekommendation om att skjuta upp svenskt deltagande i valutaunionen. De ekonomiska argumenten *mot* ett inträde ansågs vid tidpunkten väga tyngre än de politiska argumenten *för*. Utredningen menade att de politiska kostnaderna av ett initialt utanförskap inte var "oacceptabla", förutsatt att

5 Sid. 261.

6 Sid. 283.

7 Sid. 282.

8 Sid. 282.

9 Sid. 289.

Sverige fortsatt signalerade en positiv inställning till EMU-projektet.¹⁰ Man varnade dock för att dessa kostnader kunde växa om utanförskapet blev långvarigt eller om majoriteten av EU-länderna, inklusive Danmark och Storbritannien, anslöt sig till valutaunionen.

2.2 Kvalitativ forskning nyanserar bilden av utanförskapets pris

EMU-utredningens slutsatser om de politiska konsekvenserna av en svensk euroanslutning byggde på teoretiska resonemang om EU:s institutionella struktur och viss fallstudieevidens från andra EU-länders erfarenheter. Utredningen genomfördes dock innan valutaunionen hade etablerats och saknade därmed möjlighet att pröva sina antaganden och argument mot faktisk empiri rörande dess konsekvenser. I ljuset av senare forskning och praktiska erfarenheter har de argument som framfördes i utredningen nyanserats och delvis omvärderats, både för Sverige specifikt och icke-euroländer i allmänhet.

För det första har senare kvalitativa studier visat att den institutionella marginaliseringen av icke-euromedlemmar ofta varit mindre än vad EMU-utredningen förväntade sig. Till exempel finner en studie baserad på intervjuer med svenska EU-ambassadörer brett stöd för slutsatsen att ”det svenska inflytandet i EU *generellt* inte har påverkats negativt av att Sverige stått utanför euron”.¹¹ Annan forskning tyder på att – fränsett ECB:s penningpolitiska styrning, där icke-euroländer är helt exkluderade – skillnader i institutionellt inflytande mellan euro- och icke-euroländer ofta har varit relativt begränsade, särskilt under valutaunionens första decennium (Adler-Nissen 2016, Akbik 2022).

För det andra har studier betonat att förväntningar rörande europeisk integration förändrats över tid, vilket luckrat upp föreställningar om ”insiders” och ”outsiders”. Dyson och Marcussen (2010) beskriver detta som en utveckling mot ”transversiv integration”, där medlemskap i specifika institutioner eller policyprocesser i praktiken handlar om gradskillnader snarare än absoluta kategorier. Jerneck (2014) framhåller att ökningen av EU:s medlemsantal lett till större tolerans för

¹⁰ Sid. 434.

¹¹ Eriksson 2017, sid. 7.

variation i institutionella lösningar, varför institutionell enhetlighet blir mindre normerande och "[a]tt hålla ordning på vad olika stater gör och inte gör i olika sammanhang blir . . . ogörligt och sannolikt också mindre intressant."¹² Ett större och mer varierat EU innebär således enligt denna analys större möjligheter för ett mellanstort land att avvika från integrationsnormen utan att det blir alltför politiskt kostsamt.

Samtidigt har forskare och debattörer fortsatt att återkomma till EMU-utredningens resonemang och farhågor om exkludering (se Lundgren 2003 för ett tidigt och tydligt exempel). Jerneck (2014) samt Bäckman och von Sydow (2015) framhåller att Sverige inte sällan fortsatt betraktats som en "motvillig europé", vilket undergrävt landets politiska trovärdighet. Även om man genererat goodwill genom ett konstruktivt deltagande i många frågor har landet betalat ett "utanförskapets pris" med konsekvenser för landets inflytande, särskilt i EU:s idédebatt och principiella diskussioner om unionens långsiktiga riktning (se även Gustavsson och Nilsson 2013).

Dessa resonemang återfinns i forskning om Danmark och Storbritanniens utanförskap, där till exempel Adler-Nissen (2008, 2014) finner att *opt-outs* (formella undantag från delar av EU-samarbetet) kan skapa misstänksamhet och "stigma" inom EU, eftersom de bryter mot den rådande integrationsnormen. Även fallstudier om Finland pekar på vikten av politisk trovärdighet som en källa till inflytande inom EU. Genom sin tidiga anslutning till valutaunionen och konsekvent pro-europeiska hållning kunde Finland enligt inhemska bedömare generera betydande politiskt kapital, i kontrast till Sverige och Danmark, vilka uppfattades som mer svårhanterliga eller ambivalenta i integrationsfrågor (Raunio och Tiilikainen 2003, Jokela 2015).

Dessa argumentationslinjer fick förnyad relevans efter den europeiska skuldkrisen, vilken enligt många markerade en brytpunkt i EU:s institutionella maktbalans. Kvalitativ forskning har särskilt lyft fram hur eurogruppen – euroländernas informella finansministermöte – under början på 2010-talet gick från att vara ett lågprofilerat samordningsorgan till ett centralt organ i EU:s samordning och beslutsfattande på det ekonomisk-politiska området (Johansson 2011, Puetter 2016, Abels 2019, Csehi och Puetter 2020, Akbik 2022). Enligt

12 Sid. 4.

Adler-Nissen (2016) blev eurogruppen rentav ”integrationens faktiska motor” (min översättning). Adler-Nissen beskriver en växande ”exkluderingszon”, där uppdelningen mellan euro- och icke-euroländer fördjupats genom särskilda mötesformat och förberedande processer där endast euroländer deltar. Eftersom eurogruppen sammanträder dagen före Ekofinrådet – det formella ministerråd där alla EU-länders finans- eller ekonomiministrar deltar – har en konsekvens av euroländernas tätare samordning blivit att den senare konstellationen allt oftare ställs inför färdigförhandlade kompromisser. Denna exkludering menas av flera bedöma försvaga icke-euroländernas möjligheter att påverka EU:s långsiktiga ekonomisk-politiska inriktning (Jerneck 2014, Adler-Nissen 2016). Även om eurogruppen formellt är begränsad till frågor med direkt koppling till euron har det i praktiken visat sig svårt att upprätthålla en tydlig gräns, vilket har lett till att dess inflytande spillt över till näraliggande ekonomisk-politiska områden.

Intervjuer med tjänstemän från flera medlemsländer om förhandlingarna om reformerna av valutaunionen 2010–15 ger ytterligare stöd för tesen att eurokrisen fördjupade exkluderingen av icke-euroländer (Wasserfallen med flera 2019). Även om intervjumaterialet rymmer viss variation i hur exkluderingen upplevdes, är separation mellan euro- och icke-euroländer i centrala diskussioner ett återkommande tema. En estnisk förhandlare menade till exempel att ”allt bestämdes i eurogruppen”, medan en svensk tjänsteman noterade att ”länderna utanför eurozonen gradvis [har] förlorat inflytande samtidigt som eurogruppen har stärkt sin position.” Ett illustrativt exempel är förhandlingarna om det så kallade sexpaketet, ett knippe reformer av Stabilitets- och tillväxtpakten som i formell mening gäller hela EU, men där sanktionsmekanismer enbart omfattar euroländer. Trots dess breda tillämpning pekar intervjumaterialet på att eurogruppen tog ledningen i både förslagsformulering och samordning. Vidare pekar respondenter på en bredare gråzon av politikområden där gränsen mellan frågor som berör euroområdet specifikt och hela EU generellt var oklar. Detta stärker bilden av att ett bredare spektrum av frågor successivt kommit att koordineras inom ramen för eurogruppen.

Andra studier finner att dessa exkluderings effekter kan ha förstärkts ytterligare efter Storbritanniens utträde ur EU. Genom Brexit förlorade

Sverige inte bara en viktig strategisk partner med liknande preferenser i många frågor, utan också den största politiska motvikten mot eurogruppen (Eriksson 2017, Grech 2021, Ehin 2025). Med britterna borta utgör euroländerna cirka 77 procent av EU:s befolkning och över 70 procent av medlemsstaterna (Tokarski och Funk 2019). Detta innebär att euroländerna på egen hand kan uppnå kvalificerad majoritet i ministerrådet, samtidigt som icke-euroländerna saknar möjlighet att bilda en blockerande minoritet.¹³ Även om många rådsbeslut de facto fattas i konsensus, förändrar denna röstmatematik förutsättningarna för förhandlingar och kompromissbildning. Intervjuer med svenska EU-ambassadörer ger uttryck för en ökad upplevelse av utsatthet efter Brexit, särskilt i processer där eurogruppen förhandlar internt och sedan uppträder med en samordnad position gentemot övriga medlemsländer (Eriksson 2017).

2.3 Icke-euroländers försvarsstrategier för bibehållet inflytande

Även om eurogruppen har stärkts i betydelse och stundtals marginaliserat icke-euroländer i det ekonomisk-politiska samarbetet, har dessa länder inte förhållit sig passiva. Tvärtom visar forskningen att de i flera fall har utvecklat strategier för att bevara eller återta inflytande. Detta avsnitt lyfter tre sådana strategier: institutionella skyddsmekanismer, deltagande i informella nätverk samt koalitionsbyggande bortom euro-medlemskap.

För det första har icke-euroländer enligt studier i flera fall verkat för institutionella lösningar som skyddar deras intressen. Ett exempel är Storbritanniens agerande under förhandlingarna om bankunionen 2012, då landet drev igenom en särskild beslutsmekanism i Europeiska bankmyndigheten (EBA) med krav på ”dubbel enkel majoritet”, vilket innebar att beslut kräver brett stöd från både euroländer och icke-euroländer (Tokarski och Funk 2019). Ett annat exempel är omförhandling-

13 Beslut i ministerrådet tas ofta utan omröstning, men för antagande av ett lagförslag krävs det i de flesta frågor stöd från 55 procent av medlemsländerna som tillsammans representerar minst 65 procent av EU:s befolkning (kvalificerad majoritet). För att blockera ett beslut krävs minst fyra länder som tillsammans representerar över 35 procent av EU:s befolkning. Beslut i frågor som utrikespolitik, skatter och nya medlemskap kräver enhällighet.

arna av Europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen (EFSM), en tillfällig föregångare till den permanenta Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM), där man lyckades undanta icke-euroländer från finansiellt ansvar för stöd till euroländer (Eriksson 2017). Även om Storbritannien, ett betydligt större land än Sverige, var drivande i både dessa sammanhang, tyder dessa erfarenheter på att det finns möjligheter för icke-euroländer att skapa institutionella skyddsmekanismer och att euroländer varit beredda att gå sådana krav till mötes.

För det andra pekar forskningen på att formellt utanförskap kan vägas upp av konstruktivt deltagande i informella nätverk. Schilins (2024) studie av eurogruppen och dess förberedande organ, eurogruppens arbetsgrupp (EWG), visar att icke-euroländer visserligen stundom exkluderas från förhandlingsprocesser, men att detta inte nödvändigtvis omöjliggör inflytande. Tvärtom menar Schilin att icke-euroländer som Sverige och Danmark lyckats vinna viss åtkomst till dessa fora genom normefterlevnad och aktivt deltagande: ”Sverige och Danmarks djupa engagemang i policydiskussioner bland euromedlemmar var kopplat till deras höga och konsekventa efterlevnad av normerna för överläggning och konsensusbyggande” (Schilin 2024). Denna typ av normbaserat ”innanförskap,” vilket också hämtar kraft från ländernas höga efterlevnad av EU:s finanspolitiska regelverk, kan således fungera som en kompensatorisk mekanism. Samtidigt noterar Schilin att tillgång till informella nätverk förutsätter att ett land uppfattas bidra med ”mervärde” av euromedlemmarna, vilket antyder att denna inflytandekanal är villkorad av euroländernas goda vilja och därmed sårbar.

För det tredje visar fallstudier att konfliktlinjer i EU:s ekonomisk-politiska beslutsfattande sällan sammanfaller med gränsen mellan euro- och icke-euroländer, vilket givit Sverige möjlighet att utöva inflytande genom deltagande i intressekoalitioner. Förhandlingarna om pandemistöden 2020–21 är ett tydligt exempel. Efter det inledande sysselsättningsstödet SURE förhandlandes *NextGenerationEU*, ett stödpaket omfattande 750 miljarder euro, finansierat genom gemensam upplåning via Kommissionen. Konfliktlinjerna gick dock inte mellan euroländer och övriga, utan framför allt längs en nord-sydlig axel. Det starkaste motståndet mot bidrag och gemensam skuldsättning kom från de så kallade ”frugala fyra” – Danmark, Nederländerna,

Sverige och Österrike – en koalition av likasinnade som inkluderade både euro- och icke-euroländer (de la Porte och Jensen 2021). Sveriges deltagande i denna koalition (och andra likande koalitioner, såsom den ”nya Hansan”)¹⁴ möjliggjordes i hög grad av landets rykte om finanspolitisk skötsamhet. Koalitionen lyckades driva igenom minskade bidragsvolymen och ökade rabatter på EU-avgifter, samtidigt som de accepterade gemensam skuldsättning – en strategisk seger för Frankrike och Tyskland och av många uppfattat som ett steg mot en gemensam finanspolitik (Jones 2021, Howarth och Quaglia 2024, Andersson och Jonung i kapitel 7). Dessa förhandlingar speglade alltså främst traditionella intressegemenskaper snarare än skillnaden mellan euro- och icke-euroländer.

Sammanfattningsvis ger den kvalitativa forskningen visst stöd till de farhågor som lyftes i EMU-utredningen. Eurogruppen har vuxit i betydelse, och icke-euroländer som Sverige har vid flera tillfällen stått inför färdigförhandlade kompromisser. Flera studier pekar på att denna utveckling förstärktes efter skuldskrisen och Brexit, då eurogruppen både institutionellt och politiskt stärkte sin ställning i relation till Ekofinrådet.

Samtidigt kan den kvalitativa forskningen inte tydligt belägga att utanförskapet inneburit genomgripande inflytandeförluster. Särskilt osäker är forskningen om hur andra medlemsländer innerst inne värderar Sveriges och andra icke-euroländers synpunkter och hur mycket av detta som beror av utanförskapet som sådant. Å ena sidan rymmer forskningen här uttalanden om att icke-euroländer uppfattas som ”dåliga européer” vilka saknar full förståelse för euroområdet perspektiv och dynamik (Adler-Nissen 2014), å andra sidan beskrivs de som ”favoritoutsiders” och uppskattade för sin sakkunskap och efterlevnad av finanspolitiska regelverk (Schilin 2025). Evidensen i denna fråga framstår stundom som anekdotisk, men givet att farhågan om institutionell exkludering ventilerats under flera decennier, och är ett återkommande tema i intervjuer på tjänstemannanivå, är det en rimlig

14 Den ”nya Hansan” var en grupp nordliga EU-länder (Danmark, Finland, Irland, Nederländerna, Sverige samt de baltiska staterna) som från 2018 samverkade i frågor om budgetdisciplin.

slutsats att detta är en reell utmaning, särskilt i frågor som har bäring på euron.

3 Euromedlemskap och nätverkskapital

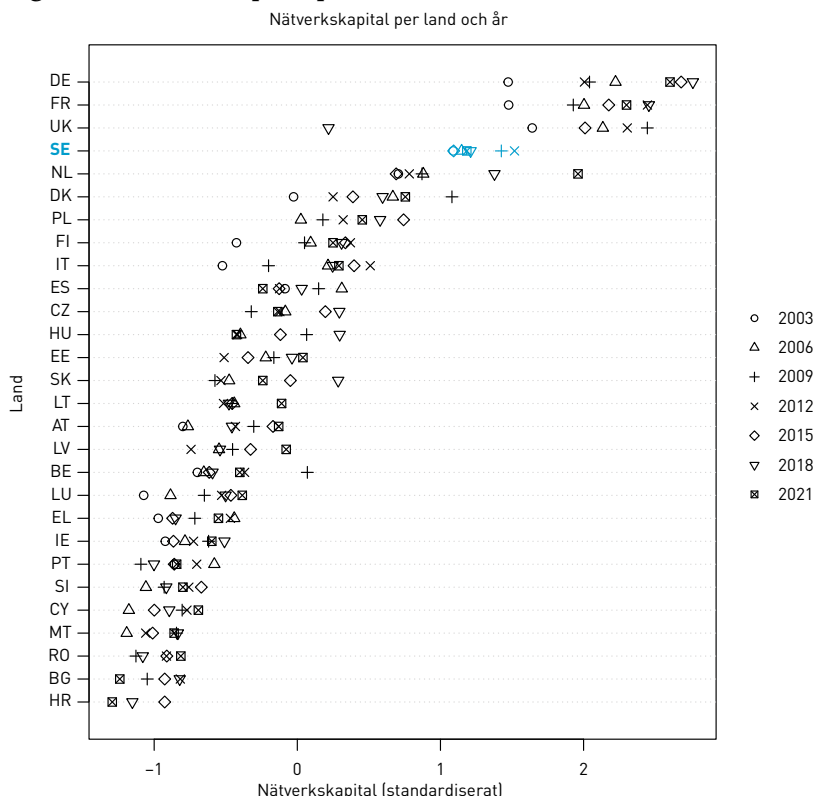
En andra gren av statsvetenskaplig forskning om politiskt inflytande inom EU fokuserar på nätverkskapital (*network capital*), det vill säga omfånget av aktörers samarbetsrelationer inom EU:s institutionella och politiska nätverk (Lindahl och Naurin 2005). Aktörer med fler samarbetspartners anses ha större möjligheter att kontrollera informationsflöden och bygga koalitioner, vilket i sin tur antas öka deras förmåga att påverka formella beslutsprocesser (Tallberg 2008, Naurin och Lindahl 2010). Nätverkskapital betraktas därför bäst som ett mått på *potentiellt* inflytande, i bemärkelsen att ett stort nätverkskapital är ett underlättande men otillräckligt villkor för att påverka gemensamma beslut.

Nätverkskapital har mätts via enkätmetoder där representanter från EU:s medlemsstater i ministerrådets förberedande organ tillfrågas om vilka andra medlemsstaters representanter de oftast samarbetar med (Naurin med flera 2020). Enkäter har genomförts regelbundet vart tredje år sedan 2003 med representanter från elva av rådets förberedande organ, inklusive Ständiga representanternas kommitté (Coreper) samt arbetsgrupper och kommittéer inom enskilda politikområden. Varje undersökningsomgång har haft som mål att inkludera en representant per medlemsstat och kommitté. Totalt har runt 220–250 respondenter intervjuats per omgång, vilket innebär en genomsnittlig svarsfrekvens på runt 80 procent (Johansson med flera 2023).

Figur 1 visar medlemsstaternas nätverkskapital, beräknat som det standardiserade rankingbetyg varje land får från andra medlemsstater. Resultaten indikerar tydliga skillnader mellan länderna: Tyskland, Frankrike, Nederländerna och Sverige ligger konsekvent i topp, vilket innebär att deras tjänstemän ofta omnämns som viktiga samarbetspartners. Storbritannien tillhörde toppskiktet fram till 2018 års mätning, då landets förestående utträde ur EU tydligt redan börjat påverka

dess position i Bryssel. I motsatt ände återfinns många mindre eller nyare medlemsstater, särskilt från Central- och Östeuropa. Sammantaget tyder studierna av nätverkskapital på ett bestående mönster där EU:s grundarländer och äldre västeuropeiska medlemmar oftare intar centrala positioner i ministerrådets samarbetsnätverk, medan andra länder tenderar att ha en något mer perifer position.

Figur 1 Nätverkskapital per land och år



Anm.: Nätverkskapital är ett mått på hur ofta ett lands tjänstemän omnämns som samarbetspartners i EU:s beredande organ. Länder anges med EU:s tvåbokstavsförkortningar (SE = Sverige).

Källa: Egna beräkningar på basis av data från Naurin med flera (2020). Måttet är standardiserat för att ta hänsyn till förändringar i EU:s medlemsantal över tid.

Ingen av de sju mätningar som genomförts mellan 2003 och 2021 tyder på att euromedlemmar systematiskt uppvisar större (eller mindre) nätverkskapital än medlemsstater som står utanför valutaunionen (figur 1). I stället visar forskningen att nätverksrelationer inom EU i hög grad formas av strukturella faktorer såsom likheter i politiskt-ekonomiskt system, ekonomisk tyngd och inställning till europeisk integration (Johansson med flera 2023). Samarbetsmönster på tjänstemannanivå tycks ofta följa geografisk och politisk närhet snarare än eurotillhörighet.

De beskrivna resultaten har bekräftats i forskning som mer direkt undersökt huruvida medlemskap i valutaunionen påverkar ett lands nätverksposition (Lindahl och Naurin 2010, Naurin och Lindahl 2010, 2014). Lindahl och Naurin (2005) finner till exempel att icke-euroländer har välutvecklade samarbetsnätverk och att ”stå utanför euron inte verkar utesluta en central position i EU:s beslutsmaskineri” (min översättning). Dessa slutsatser utmanar därmed en ledande argumentationslinje i den kvalitativa forskningen, vilket som nämnts ovan menar att Sverige och andra icke-euroländer betalar ett ”utanförskapets pris”, i form av förlorad goodwill och lägre trovärdighet, vilket kopplas till politisk marginalisering och lägre inflytande (se exempelvis Lundgren 2003 och Jerneck 2014). Jag återkommer nedan till hur dessa motstridiga resultat kan förstås och möjligen förenas.

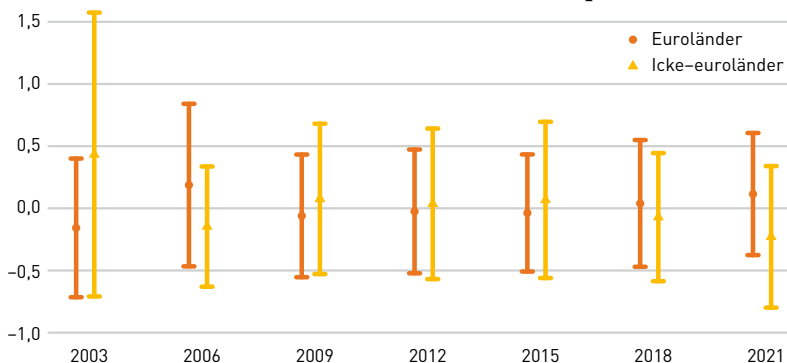
Ett undantag till detta generella mönster är finans- och ekonomisk politik, där utanförskapet anses ha större påverkan på samarbetsmönstren. I en tidig studie av dessa visar Lindahl och Naurin (2005) att synen på euro-outsiders varierar beroende på sakområde. På en direkt fråga svarade 79 procent av tjänstemännen att ett lands status som icke-euroland inte påverkar samarbetsmönstren. Men bland de 21 procent som ansåg att den gör det, återfanns en majoritet i Kommittén för ekonomisk politik (KEP), ett av Ekofinrådets (och eurogruppens) beredande organ.¹⁵ Det tyder på att ett lands utanförskap från valutaunionen främst har betydelse i de delar av beslutsapparaten där

15 KEP behandlar frågor om tillväxt, sysselsättning, strukturreformer och offentliga finanser. Utöver KEP finns Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK), vilken förbereder samordning av ekonomisk politik, finansmarknadsfrågor och växelkurspolitik. EFK sammanträder också i en eurospezifisk konstellation, eurogruppens arbetsgrupp (EWG). Data över nätverkskapital finns inte tillgängliga för EFK och EWG.

euron har relevans, medan det i övriga policyområden har liten eller ingen påverkan.

Lindahl och Naurins tjugo år gamla resultat stöds i analyser som täcker perioden 2003–21. Figur 2 visar det genomsnittliga nätverkskapitalet i KEP för euro- respektive icke-euroländer. Diagrammet tyder inte på några systematiska nivåskillnader mellan grupperna. En *difference-in-differences*-analys¹⁶ visar dock att ett lands nätverkskapital tenderat att öka efter anslutning till euron.¹⁷ Effekten är positiv och statistiskt signifikant, vilket innebär att ett eurointräde är förknippat med en starkare nätverksposition inom KEP över tid. Analysen kontrollerar för lands- och årseffekter, vilket stärker tolkningen att det är just euroinförandet – snarare än andra bakomliggande faktorer – som driver förändringen. I det längre perspektivet är detta förenligt med en tolkning att euroländer knyts starkare samman i KEP medan icke-euroländer relativt nedgraderas. Samtidigt bör man vara försiktig att generalisera från mönster som framträder i ett enda förberedande organ till det ekonomisk-politiska området som helhet.

Figur 2 Nätverkskapital över tid, euroländer och icke-euroländer i rådets kommitté för ekonomisk politik (KEP)



Anm.: Estimerade medelvärden per grupp med 95 procents konfidensintervall.

Källa: Egna beräkningar på basis av data från Naurin med flera (2020).

16 *Difference-in-differences* är en kvasiexperimentell metod som skattar effekten av en händelse genom att jämföra förändringen över tid i en behandlingsgrupp (här länder som infört euron) med förändringen i en kontrollgrupp (här icke-euroländer).

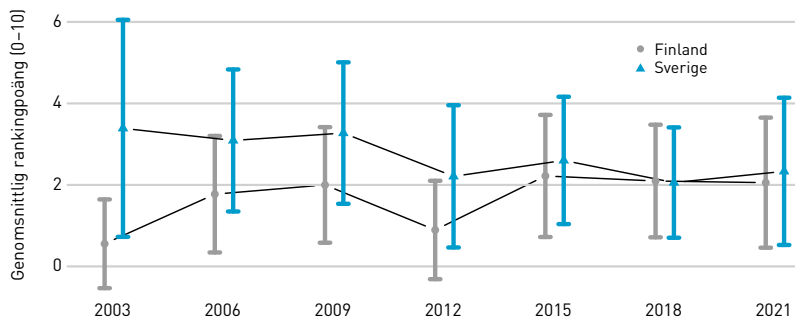
17 Under perioden har Slovenien (2007), Cypern (2008), Malta (2008), Slovakien (2009), Estland (2011), Lettland (2014) och Litauen (2015) inträtt i valutaunionen. Kroatien anslöt sig 2023.

Ett illustrativt exempel på hur euromedlemskap kan relatera till nätverkskapital över tid ges i jämförelsen mellan Finland och Sverige – två länder med liknande förutsättningar, där det ena anslutit sig till euron medan det andra inte gjort det. Figur 3a visar att Finlands nätverkskapital i KEP ökat relativt Sveriges från 2003 och framåt.¹⁸ Även om skattningarna är osäkra är tendensen att Finlands tjänstemän allt oftare nämns som samarbetspartners, medan Sveriges tendens snarast är den motsatta. Detta ligger i linje med den allmänna slutsatsen ovan att euromedlemskap kan stärka ett lands position i fora där frågor med bäring på euron behandlas.

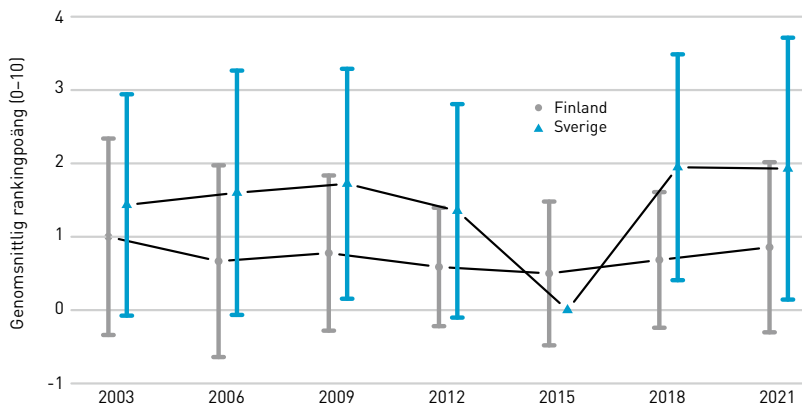
Samtidigt visar data över nätverkskapital i Figur 3b att Sverige bedöms som en viktigare samarbetspartner än Finland, sett ur Tysklands och Frankrikes perspektiv, de två länder som identifieras som särskilt viktiga i EMU-utredningen och som ofta ses som drivande i EU-samarbetet (Tallberg med flera 2011, Degner och Leuffen 2019). Skattningen är osäker men med undantag för år 2015 är skillnaden stabil över tid och antyder att Sveriges utanförskap inte försämrat landets status som samarbetspartner bland EU:s stora kärnländer (resultaten är desamma om man ser till EU som helhet; se figur 1).

18 Data över nätverkskapital finns inte före 2003. I jämförelsen mellan Sverige och Finland (som införde euron 1999) är det alltså inte fråga om en *difference-in-differences*-analys av samma slag som i figur 2.

Figur 3 Nätverkskapital över tid, Sverige och Finland,
(a) i rådets kommitté för ekonomisk politik (KEP)



(b) allmänt, enligt Tysklands och Frankrikes uppfattning



Anm.: Estimerade medelvärden per land och år med 95 procents konfidensintervall.

För Sverige 2015, då alla observationer är noll, visas inget konfidensintervall.

Källa: Egna beräkningar på basis av data från Naurin med flera (2020).

Nätverkskapital är en viktig källa till potentiellt inflytande i EU, men ett antal begränsningar bör hållas i minnet vid tolkning av resultaten. En första begränsning är att måttet speglar nätverk inom beredande organ på tjänstemannanivå. Det är inte självklart att samma mönster gäller även på politisk nivå, exempelvis i ministerrådet eller vid ledares dis-

kussioner om den strategiska riktningen för EU. En andra begränsning är att måttet fokuserar främst på samarbetens omfattning snarare än djup. Det är helt möjligt att ett mindre antal djupare relationer ger mer inflytande än ett stort antal ytliga relationer, även om det saknas skäl att tro att euro- och icke-euroländer skulle skilja sig åt i detta avseende. En tredje begränsning är att måttet bygger på subjektiva bedömningar. Att enkäten administreras av svenska forskare kan exempelvis ha lett till viss överskattning av Sveriges position, vilket dock inte ändrar slutsatser rörande landets stabilitet över tid eller bredare jämförelser mellan euro- och icke-euroländer. Slutligen kan måttet, likt vad Eriksson och Ljungkvist (2021) noterat, möjligen gynna små och medelstora medlemsstater såsom Sverige, eftersom dessa har starkare incitament att aktivt söka bredare samarbeten än större stater.

Med dessa begränsningar i minnet kan sammanfattningsvis forskningen om nätverkskapital stödja slutsatsen att det är möjligt att ha breda samsarbetsnätverk i Bryssel oavsett eurotillhörighet. Sverige, som står utanför valutaunionen, rankas konsekvent som en central aktör i EU:s bredare samsarbetsnätverk, vilket även Danmark och Storbritannien (fram till 2015 års mätning) gör. Samtidigt visar analyserna här att euromedlemskap har viss betydelse inom finans- och ekonomisk politik, där länder som ansluter sig till euron tenderar att stärka sin nätverksposition över tid. I den mån närvaro i dessa nätverk är en resurs för att påverka utformningen av finanspolitiska regelverk innebär valet att stå utanför euron ett visst inflytandetapp för Sveriges del.

4 Euromedlemskap och förhandlingsframgång

Den tredje framträdande inriktningen inom inflytandeforskningen undersöker förhandlingsframgång i termer av preferenstillfredsställelse. Med utgångspunkt i spatiala förhandlingsmodeller för multilateralt beslutsfattande (exempelvis Bueno de Mesquita och Stokman 1994) definieras förhandlingsframgång som avståndet mellan en aktörs utgångsposition (som antas spegla dennas policypreferenser) och det faktiska beslutsutfallet (Bailer 2004, Thomson med flera 2006, Arregui

och Thomson 2009, Aksoy 2010, Thomson 2011, Cross 2013). Om ett beslut ligger nära en aktörs utgångspunkt betraktas denna som framgångsrik, då dess preferenser i hög grad har tillgodosetts, medan ett större avstånd indikerar en lägre grad av förhandlingsframgång. Detta mått fångar därmed inflytande i betydelsen ”att få som man vill”.

En styrka med förhandlingsframgångsmåttet är att det, till skillnad från nätverkskapital, fokuserar på faktiska beslutsutfall. Det ligger därmed närmare reellt än potentiellt inflytande. Samtidigt innebär måttets fokus på synligt beslutsfattande en risk att det missar maktutövning som syftar till att kontrollera agendan eller förhindra att vissa frågor ens når beslutsstadiet (den andra dimensionen av makt; Bachrach och Baratz 1963). Det finns också en risk att måttet överskattar inflytandet hos medlemsstater som intar mittenpositioner vid förhandlingsstart, eftersom dessa gynnas av EU:s kompromissbenägenhet och kan uppnå hög preferenstillfredsställelse utan att nödvändigtvis ha utövat verklig påverkan. En annan debatt rör om uttalade preferenser är strategiska eller genuina och i vilken mån detta påverkar ansatsens validitet (se Vannoni och Dür 2017 för en längre diskussion).

För att mäta förhandlingsframgång som preferenstillfredsställelse har ett antal datamängder konstruerats, däribland *Decision-making in the European Union* (DEUI, II, III), vilket i sin senaste version täcker in förhandlingarna om 363 specifika frågor inom 141 större lagförslag mellan 1996 och 2019 (Arregui och Perarnaud 2022). De flesta studier inom denna litteratur har funnit en anmärkningsvärt jämn fördelning av förhandlingsframgång under längre tidsperioder (exempelvis Bailer 2004, Arregui och Thomson 2009 samt Thomson 2011). Detta förklaras vanligtvis med att förhandlingar inom EU präglas av konsensusnormer och kohandel, eller att kompromisslösningar ofta hittas mellan de större medlemsstaternas ytterlighetspositioner (Hayes-Renshaw med flera 2006). Tolkningen är alltså att det visserligen finns vinnare och förlorare i enskilda förhandlingar, men att dessa skillnader tenderar att jämnas ut över tid.

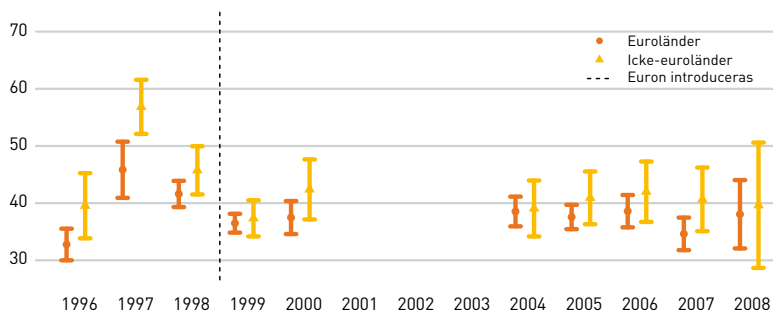
Givet den relativt jämna fördelningen mellan medlemsstater är det naturligt att korrelationsstudier sällan finner något konsekvent samband mellan strukturella resurser, såsom ett lands storlek eller ekonomiska styrka, och förhandlingsframgång (Thomson 2011, Cross 2013,

Arregui 2016, Mariano och Schneider 2022). Däremot visar vissa studier att länder med stort nätverkskapital, de som innehar det roterande ordförandeskapet och de som har intensiva preferenser (*salience*) tenderar att nå större framgång (Panke 2010, Golub 2012). Ytterligare resultat tyder på att länder som förespråkar stora förändringar i förhållande till status quo når mindre framgång (Thomson 2011), medan en EU-skeptisk hemmaopinion kan ge förhandlingsfördelar (Mariano och Schneider 2016). Andra studier finner att individuella variabler, såsom representanters sakkunskap, kan hjälpa länder att i högre grad få som de vill vid Bryssels förhandlingsbord (Lundgren med flera 2022; se även Tallberg 2008).

Det finns inga tidigare studier som fokuserat på hur euromedlemskap påverkar förhandlingsframgång i allmän EU-politik. Beräkningar av genomsnittlig förhandlingsframgång baserade på DEUIII-data för euro- respektive icke-euroländer (figur 4) antyder att den förra gruppen är något mindre framgångsrik, men skillnaden är inte statistiskt signifikant. Figuren visar data mellan 1996 och 2008, vilket möjliggör en jämförelse av grupperna före och efter det att euron infördes år 1999. En *difference-in-differences*-modell som skattar effekten av euromedlemskap visar en svagt negativ, men inte statistiskt säkerställd effekt. I praktiken jämför denna modell de tolv ursprungliga medlemmarna i valutasamarbetet och de tre som valde att stå utanför – Sverige, Danmark och Storbritannien – och verkar visa att de senares genomslag i EU-förhandlingar inte påverkades negativt av att de stod utanför eurosamarbetet, åtminstone fram till 2008.¹⁹

19 DEU-III-datan är inte tillräckligt heltäckande efter 2008 för att tillåta en jämförbar analys under senare år.

Figur 4 Förhandlingsframgång, euro- och icke-euroländer, allmän politik, 1996–2008



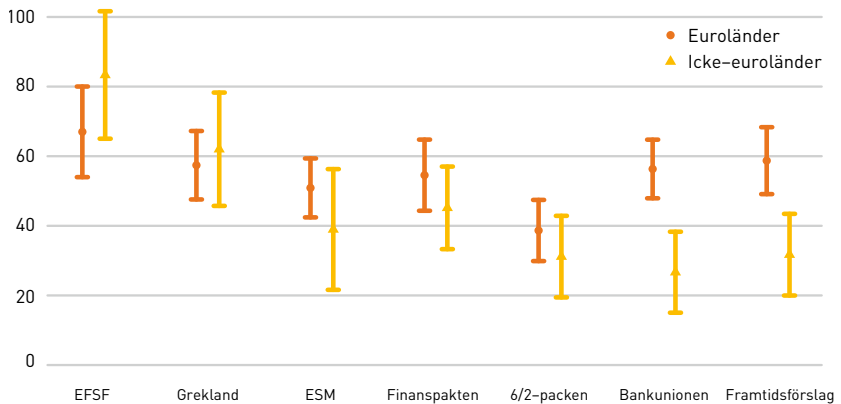
Anm.: Årsvis genomsnittlig förhandlingsframgång, 0–100, där 100 innebär total preferenstillfredsställelse i alla frågor. Analysen täcker 324 frågor inom olika politikområden. Analysen inkluderar endast EU-15-länder för att hålla antalet medlemsstater konstant. Preferenser är viktade efter intensitet (*salience*). Data saknas för 2001–03.
Källa: Egna beräkningar på basis av DEUIII-data (Arregui och Perarnaud 2022).

Ett fåtal studier har undersökt hur euromedlemskapet påverkar förhandlingsframgång i ekonomisk-politiska sammanhang. Flera av dessa bygger på data från forskningsprojektet *EMU Choices* (Wasserfallen med flera 2019), vilket kartlade medlemsstaters policypreferenser och faktiska utfall i förhandlingar om krispaket och finanspolitiska regelverk under perioden 2010–15. Datamaterialet, som i stort följer samma modell som DEU-datamängderna, bygger på dokumentanalys samt intervjuer och omfattar 47 reformfrågor inom sju större förhandlingspaket.

Beräkningar baserade på dessa data ger inledningsvis en överblick över de ståndpunkter som medlemsstaterna intog i förhandlingarna om reformer av eurosamarbetet. Figur 5 visar genomsnittliga preferenser för euro- respektive icke-euroländer i sju centrala förhandlingspaket under perioden 2010–15. I fem av dessa förespråkade icke-euroländer mindre integrationsorienterade positioner än euroländer. Skillnaderna är särskilt tydliga i frågor som rör bankunionen och långsiktiga reformförslag för fördjupad finanspolitisk integration, däribland förslagen för ”färdigställandet” av valutaunionen i de fem ordförandenas rapport (Juncker med flera 2015). Detta kan tolkas som ett visst stöd för uppfattningen att euroländerna utgör en mer integrationsbenägen

grupp, särskilt i frågor om gemensamt ansvarstagande i finanspolitiska frågor. Samtidigt visar den betydande variationen inom båda grupper att skillnaderna inte är dramatiska, vilket gör det svårare att tala om en entydigt sammanhållen "inre kärna" baserad på euromedlemskap under denna tid, möjligen med undantag då för synen på bankunionen och de framåtblickande förslagen.

Figur 5 Genomsnittliga preferenser, reformer av EMU, 2010–15



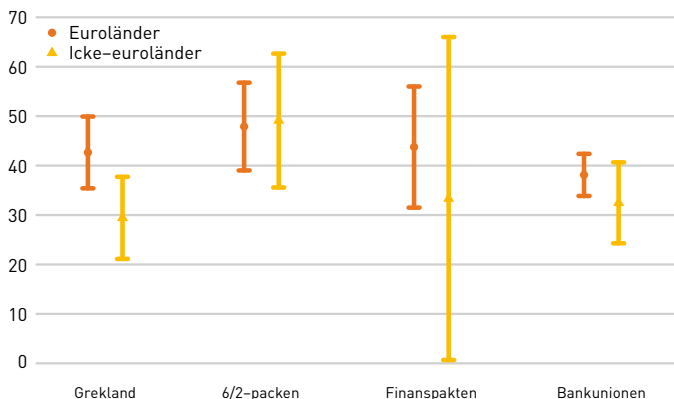
Anm.: Figuren visar genomsnittliga preferenser för euroländer respektive icke-euroländer i sju förhandlingspaket inklusive finansiell krishantering (EFSF, ESM och stödpaket till Grekland), reformer av Stabilitets- och tillväxtpakten (sexpaket, tvåpaket och finanspakten), bildandet av bankunionen samt en samling framtidsförslag (inklusive de fem ordförandenas rapport). Preferenser är standardiserade mellan 0 (minst integration) och 100 (mest integration). Källa: Egna beräkningar på basis av data från Wasserfallen med flera (2019).

Lundgren med flera (2019) använder data från *EMU Choices* för att undersöka vilka medlemsstater som nådde störst framgång i reformförhandlingarna 2010–15. Baserat på en statistisk analys av data som omfattar ett trettiotal olika frågor finner de ingen statistiskt signifikant skillnad i förhandlingsframgång mellan euromedlemmar och icke-medlemmar sett över hela förhandlingsprocessen.²⁰ Figur 6 visar genom-

²⁰ Endast frågor där beslut fattades kan användas vid mätning av förhandlingsframgång, varför till exempel förslag om framtida finanspolitisk integration, där kompromisser aldrig nåddes, inte återfinns i analysen.

snittlig förhandlingsframgång för euro- respektive icke-euroländer inom fyra centrala reformområden. Även på denna mer disaggregerade nivå framstår skillnaderna som små och inom felmarginalen.

Figur 6 Förhandlingsframgång i EMU-reformförhandlingar, 2010–15



Anm.: Genomsnittlig förhandlingsframgång, 0–100, där 100 innebär total preferenstillfredsställelse i alla frågor. Datan täcker 31 specifika förhandlingsfrågor inom fyra större paket. ESM och EFSF exkluderas då dessa behandlades av eurogruppen.

Källa: Egna beräkningar på basis av data i Lundgren med flera (2019) och Wasserfallen med flera (2019).

Inte heller när inflytande mäts som förhandlingsframgång finner forskningen alltså någon tydlig skillnad mellan euro- och icke-euroländer. Detta resultat kan vid första anblick te sig förvånande, givet den centrala roll som euroländer – särskilt de större – anses ha haft i att driva reformprocessen efter krisen. I sin diskussion erbjuder Lundgren med flera (2019) två möjliga förklaringar som nyanserar bilden och belyser varför euromedlemskap inte nödvändigtvis omsätts i förhandlingsinflytande.

För det första kan stora euroländer ha försvagat sin förhandlingsposition genom sina starka utfästelser om att säkra valutasamarbetets överlevnad (Dyson 2012). Enligt förhandlingsteori är aktörer som är mer beroende av en överenskommelse ofta i en svagare position än de som har möjlighet att stå utanför (Schelling 1960; för tillämpning i EU-

sammanhang se Moravcsik 1998). Detta beroendeförhållande kan ha gjort det svårt för de större euroländerna att maximera sina förhandlingsvinster.

För det andra föreslår författarna att större euroländer kan ha utövat sitt huvudsakliga inflytande genom att sätta ramarna för förhandlingarna. Inom dessa ramar kunde andra aktörer sedan förhandla fram sina intressen, vilket kan ha lett till en relativt jämn fördelning av förhandlingsframgång i de beslut som kunde observeras. Denna form av maktutövning – att påverka de bredare förhandlingsramarna snarare än de enskilda beslutsutfallen – ligger i linje med teorin om den ovan nämnda andra maktdimensionen: att styra vilka alternativ som finns på bordet, snarare än vilka som väljs (Bachrach och Baratz 1963). Delar av den intervjubevisning som citerades ovan ger stöd till en sådan tolkning. I samband med skuldkrisen fann till exempel vissa icke-euroländer sig komma till ”färdigförhandlat” bord där eurogruppens medlemmar redan dragit upp konturlinjerna innan övriga kom in i bilden.

En tredje möjlig förklaring antyds i Eriksson och Ljungstedt (2021), nämligen att euroländer varit öppna för inflytande från icke-euroländer då dessa, med undantag för Danmark, har en formell förpliktelse att i framtiden ansluta sig till euron. Detta framtidsperspektiv skapar incitament för euroländerna att inkludera utanförsländer i diskussioner om valutaunionens framtida utformning, inte minst för att säkra ett brett politiskt stöd och undvika framtida friktion.

Ytterligare sammanhang som förklarar utfallet i dessa förhandlingar återfinns i en studie av Moloney och Whitaker (2023), som också använder data från *EMU Choices*. Författarna visar att skiljelinjerna under reformförhandlingarna 2010–15 inte i första hand gick mellan euro- och icke-euroländer, utan mellan nettogivare och nettomottagare av finansiellt stöd (inom euroområdet). Länder med låg skuldsättning och stram finanspolitik – oavsett eurotillhörighet – lyckades bättre än högt skuldsatta länder med att forma de nya regelverken. I linje med detta visar Lundgren med flera (2023) att Kommissionen hade störst inflytande över just de medlemsstater som var mest exponerade för krisens effekter – framför allt sydeuropeiska gäldenärsländer. Dessa resultat antyder att förhandlingsmakt under eurokrisen och dess efterspel snarare var en funktion av graden av ekonomisk styrka, en

tolkning om också stöds av bredare politisk-ekonomiska analyser av reformprocessen (Frieden och Walter 2017).

Sammanfattningsvis ger den kvantitativa forskningen om förhandlingsframgång inget entydigt stöd för att euromedlemskap i sig innebär större inflytande i EU:s beslutsfattande. Tvärtom visar flera studier att icke-euroländer som Sverige, Danmark och tidigare Storbritannien i hög grad har lyckats tillgodose sina preferenser, både i allmänpolitiska förhandlingar och i förhandlingar om de finanspolitiska reglerna. Viss empiri tyder dock på att euroländer i genomsnitt intar mer integrationsfrämjande positioner än icke-euroländer, särskilt i frågor som rör fördjupat institutionellt samarbete inom valutaunionen. Samtidigt förklaras skillnader i förhandlingsutfall främst av andra faktorer, såsom ekonomisk sårbarhet, preferensintensitet och positionering i sakfrågor snarare än av medlemskap i valutaunionen. Men man ska komma ihåg att dessa studier fokuserar på observerbara utfall vid förhandlingsbordet, vilket innebär att andra former av inflytande såsom agendakontroll och normsättning inte fångas.

5 Sammanfattning och konsekvenser för Sveriges framtida inflytande

5.1 Sammanfattning av forskningsläget

Den samlade forskningen ger inga entydiga svar på hur Sveriges politiska inflytande i EU påverkas av att stå utanför valutaunionen. Vissa kvalitativa studier betonar att eurogruppen har vuxit i betydelse och förstärkt den institutionella exkluderingen, medan andra sådana studier tyder på att utanförskapet fortsatt undergräver Sveriges politiska trovärdighet och genomslag, särskilt i långsiktiga idépolitiska frågor. Kvantitativa studier av nätverkskapital visar däremot att Sverige konsekvent bedöms som en central samarbetspartner inom EU:s beredningssystem, även om länder som ansluter sig till valutaunionen tenderar att vinna nätverksfördelar inom det ekonomisk-politiska området. Studier av förhandlingsframgång visar inte några statistiskt säker-

ställda skillnader mellan euro- och icke-euroländer, vare sig i fråga om allmän politik eller i de flesta ekonomisk-politiska förhandlingar.

Att forskningsresultaten skiljer sig åt mellan olika angreppssätt behöver inte vara motsägelsefullt, utan kan spegla att olika former av inflytande fångas. Fallstudier dokumenterar exkluderingsprocesser och politiska kostnader som är svåra att mäta kvantitativt, medan enkät- och förhandlingsdata främst fångar observerbara samarbetsmönster och utfall. Skillnaderna kan också bero på vilken fråga, vilken beslutsnivå och vilken tidpunkt analysen avser. Den kanske rimligaste tolkningen är att forskningen ger olika resultat inte därför att angreppssätten är oförenliga utan därför att effekten av euromedlemskap på politiskt inflytande varierar längs tre huvuddimensioner: politikområde, politisk nivå och tid.

För det första tyder forskningen på att effekten av euromedlemskap på politiskt inflytande varierar mellan olika *politikområden*. Inom penningpolitiken är skillnaden mest påtaglig: icke-euroländer saknar representation i ECB-rådet och har därmed inget direkt inflytande över dess penningpolitiska beslut (men behåller i stället möjligheten till en självständig penningpolitik). Även i frågor som rör finanspolitiken i de enskilda euroländerna och euroområdet som helhet är inflytandet för icke-euroländer betydligt mer begränsat. Beslut förbereds inom eurogruppen, där Sverige inte deltar. Samtidigt pekar flera studier på att euroländerna sökt inkludera utomstående i vissa diskussioner, särskilt potentiella framtida medlemmar, vilket också är förenligt med de mönster som framträder i kvantitativa data. Inom det bredare finanspolitiska området är skillnaderna mer marginella, även om eurogruppens starkare samordning uppfattas ha inverkan även bortom sitt formella mandat. På övriga politikområden – såsom inre marknad, klimat, energi och så vidare, vilka omfattar den största delen av EU:s beslutskompetens – saknas systematiska belägg för att eurotillhörighet påverkar medlemsstaters inflytande.

Inflytandeeffekten av att stå utanför valutaunionen varierar också beroende på *politisk nivå*. På högsta politiska nivå, i Europeiska rådet och i diskussioner om EU:s långsiktiga inriktning, finns argument i den kvalitativa forskningen för att ett svenskt utanförskap kan med-

föra trovärdighetsförluster.²¹ Landet kan där uppfattas som ambivalent till den europeiska integrationen, vilket anses kunna påverka landets inflytande i strategiska överläggningar. Denna typ av påverkan är svår att kvantifiera och evidensen framstår delvis som anekdotisk, men farhågan återkommer i teoretiska och kvalitativa studier under tre decenniers tid. På tjänstemannanivå är bilden en annan. Forskning om nätverkskapital visar att icke-euroländer, inklusive Sverige, har centrala positioner i EU:s beredningssystem och breda samarbetsrelationer. Detta gäller även inom ekonomisk politik, även om data här visar att länder som ansluter sig till euron vinner samarbetsfördelar. Fallstudier tyder också på att Sveriges diplomatiska nätverk och konstruktiva attityd har kompenserat för formellt utanförskap på tjänstemannanivå.

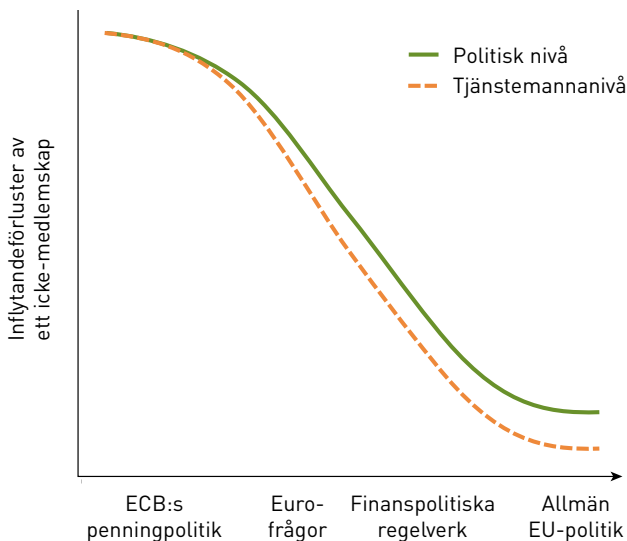
Slutligen skiljer sig resultaten beroende på vilken *tidsperiod* som studeras. I den tidiga fasen efter valutaunionens grundande verkar skillnaden i institutionellt inflytande mellan euro- och icke-euroländer enligt forskningen ha varit relativt begränsad. Däremot innebar eurokrisen från 2009 att eurogruppens betydelse stärktes, då den växte fram som ett centralt forum för samordning, med konsekvensen att icke-euroländer som Sverige stundom ställdes inför på förhand uppgjorda kompromisser. Efter Storbritanniens utträde förstärktes denna utveckling ytterligare, eftersom icke-euroländer förlorade en viktig samarbetspartner och euroländerna kunde uppnå kvalificerad majoritet på egen hand. Under senare år har dock denna tudelning möjligen blivit mindre skarp då EU:s gemensamma pandemistöd 2020–21 förhandlades inom ramen för EU27 och präglades av en mer paneuropeiskt orienterad krishantering.

Sammanfattningsvis går det kanske att förena de delvis motstridiga forskningsresultaten i en ”hoppbackemodell” för hur Sveriges inflytande påverkats av att stå utanför valutaunionen (figur 7). Vad gäller politikområde är inflytandeförlusterna nära nog fullständiga inom det penningpolitiska området, stora i frågor som rör eurozonen (särskilt sådana som hanteras i eurogruppen), marginella men växande inom den bredare finanspolitiska samordningen som omfattar hela EU, och marginella eller icke-existerande på övriga områden. Vad gäller politisk

21 Europeiska rådet består av EU-ländernas stats- och regeringschefer samt EU-kommissionens och rådets ordförande. Det fastställer EU:s övergripande politiska riktning.

nivå är förlusterna i inflytande större på högsta politiska nivå, särskilt i principiella resonemang om strategisk riktning, medan de är mindre på tjänstemannanivå, där Sveriges starka position i informella nätverk är en balanserad kraft. Inflytandeförlusterna har sannolikt ökat något över tid rörande euro- och finanspolitiska frågor, medan det på övriga frågeområden inte förändrats nämnvärt (vilket innebär att kurvan i figur 7 möjligen blivit brantare).

Figur 7 Sammanfattande modell för inflytandeförluster av att Sverige står utanför valutaunionen



Dessa slutsatser grundar sig i det existerande kunskapsläget, vilket fortfarande är begränsat på ett flertal områden. Det gäller särskilt effekter på den högsta politiska nivån (såsom Europeiska rådet) där den formella beslutsstrukturen ofta existerar parallellt med informella och personliga förhandlingsrelationer som är svåra (men inte omöjliga) att kartlägga. Här är Sveriges ställning i strategiska diskussioner särskilt otillräckligt belyst, givet återkommande påståenden i kvalitativa studier om minskat genomslag i idédebatten. Jämförande analyser mellan olika icke-euroländer är också relativt få, vilket försvårar en pre-

cis skattning av hur Sveriges mer avvaktande hållning – jämfört med exempelvis Danmarks tydliga och formella undantag – påverkar trovärdighet och inflytande. Slutligen saknas longitudinella studier som täcker perioden efter pandemistöden. Detta begränsar vår förståelse av hur Sveriges position utvecklats under de senaste åren, men sannolikt kommer framtida forskning inom nätverks- och förhandlingsframgångstraditionerna att ge insikter om detta.

5.2 Konsekvenser för Sveriges framtida inflytande

Framtida förändringar i EU kan påverka de redovisade forskningsresultatens giltighet och därmed Sveriges strategiska avvägningar rörande valutaunionen. EU står inför en rad sannolika förändringar under det kommande decenniet, vilka tillsammans kan innebära ett nytt institutionellt och politiskt landskap. Tre övergripande utvecklingslinjer är särskilt betydelsefulla: EU:s geografiska expansion, valutaunionens tillväxt samt en möjlig fördjupning av det finanspolitiska samarbetet.

Utvidgningsfrågan har fått förnyad prioritet efter Rysslands invasion av Ukraina 2022. Enligt EU-kommissionen bör man förbereda sig för en utvidgning till 30, 33 eller 36 medlemsländer, beroende på vilka grupper av kandidatländer som ansluter (Ehin 2025). Detta inkluderar dels den så kallade Association Trio (Ukraina, Moldavien och Georgien), dels länderna på Västra Balkan (Albanien, Bosnien och Hercegovina, Kosovo, Montenegro, Nordmakedonien och Serbien), samt i ett mer hypotetiskt scenario också Turkiet, även om dess förhandlingar i dagsläget är frysta. Samtidigt är en fortsatt utvidgning av valutaunionen sannolik, om än i långsam takt. Kroatien anslöt till euroområdet i januari 2023, Bulgarien kommer att ansluta 2026 och Rumänien har uttryckt ambition att följa efter. Slutligen är det möjligt att euroländerna går mot ett djupare samarbete för att hantera framtida kriser, vilket åter aktualiserar diskussionen om differentierad integration inom EU som ett sätt att balansera en större medlemskrets med behovet av fördjupad samordning (Schimmelfennig 2023).

För att strukturera diskussionen om hur Sveriges vägval i euro-samarbetet påverkar möjligheterna till politiskt inflytande framöver används här ett scenariobaserat angreppssätt. De sex scenarier som analyseras nedan utgår från hur olika utfall i fråga om ovanstående utvecklingslinjer för EU och euroområdet kan påverka de mekanismer som forskningen återkommande identifierat som möjliga källor till inflytande: formell närvaro och beslutsmyndighet, möjligheten att bygga effektiva koalitioner och nätverk samt politisk trovärdighet i integrationsfrågor. Det rör sig inte om en fullständig analys, varken i fråga om möjliga scenarier eller i fråga om respektive scenarios konsekvenser för inflytandet.

(1) *Samma medlemmar i både EU och valutaunionen som idag.* Detta scenario är det där forskningsresultaten har störst förklaringskraft och de allmänna slutsatserna därmed kan anses fortsatt giltiga. Om Sverige kvarstår utanför valutasamarbetet, kommer vi fortsatt att sakna formell närvaro i eurogruppen, fortsätta uppleva viss exkludering på det finanspolitiska området, medan det bredare politiska inflytandet inte påverkas nämnvärt. Empiriska analyser av både nätverkskapital och förhandling visar inga systematiska skillnader i inflytande mellan euro- och icke-euroländer i dagens institutionella kontext och Sverige har hittills lyckats bygga breda koalitioner och nå framgång i förhandlingar även utan euromedlemskap.

(2) *Samma medlemmar i EU men utvidgad valutaunion.* I detta scenario väljer fler länder att ansluta till euron, medan endast ett fåtal – exempelvis Sverige, Danmark, Polen och Ungern – kvarstår utanför. Euroområdet skulle därmed omfatta en mycket stor majoritet av EU:s befolkning och medlemsländer. Den formella beslutsmyndighetens fördelning påverkas inte direkt, eftersom ett enigt euroblock redan idag når kvalificerad majoritet, men ett ökat antal euroländer kan leda till en starkare intern samordning och ytterligare informellt beslutsfattande inom eurogruppen. En risk är att detta på sikt undergräver Sveriges nätverkskapital och koalitionsmöjligheter. Med färre uppenbara allianspartner utanför valutaunionen skulle det ställas högre krav på aktiv diplomati för att försvara svenska ståndpunkter och bilda koalitioner för eller emot beslut i rådet, särskilt i frågor med finansiell eller makroekonomisk bäring. Även om slutsatserna är osäkra pekar intervju-

studier på att en sådan utveckling kan öka de politiska kostnaderna av ett fortsatt utanförskap och därmed sannolikt förstärka trycket på att Sverige tydliggör sin långsiktiga ståndpunkt rörande eurosamarbetet, antingen genom att förbereda ett inträde eller inleda förhandlingar om en formell *opt-out* av danskt snitt.

(3) *Utvidgat EU men samma medlemmar i valutaunionen.* En öst- och sydorienterad EU-expansion skulle förändra den formella maktbalansen inom unionen. Beräkningar av Ehin (2025) visar att andelen euroländer i ett EU med 36 medlemmar skulle minska från 74 procent till cirka 61 procent, vilket innebär större vikt för icke-euroländerna. På grund av sin större befolkning (69 procent) skulle euroländerna trots denna förskjutning även fortsatt kunna uppnå kvalificerad majoritet under rådande beslutsregler. En utvidgning österut skulle samtidigt förskjuta tyngdvikten från de stora, äldre medlemsstaterna i norr och väst till mindre, nya medlemmar i öst och syd – i ett EU36 skulle postkommunistiska stater utgöra en majoritet (Ehin 2025). För Sveriges del kan detta öppna en teoretisk möjlighet för nya koalitioner, men samtidigt visar forskningen att Sverige i EU-förhandlingar traditionellt haft svagare band till och färre delade intressen med länder i Östeuropa. Risken ökar för att Sverige hamnar i ett ”restblock” av utanförskapsländer tillsammans med stater vars institutionella, politiska och ekonomiska profil skiljer sig från den svenska. Dessutom tyder forskningen (exempelvis Schimmelfenig 2023) på att ett mer fragmenterat EU sannolikt också leder till en tydligare uppdelning mellan en kärna – i praktiken euroområdet – och övriga medlemsstater. Forskningen ger inga tydliga prediktioner rörande inflytandekonsekvenser, men beroende på vilken form sådan differentierad integration tar är det mer sannolikt att ett fortsatt utanförskap kan innebära ytterligare, om än marginell, exkludering av Sverige.

(4) *Utvidgning av både EU och valutaunionen.* Om både unionen och euroområdet utvidgas samtidigt, förändras inte maktbalansen nämnvärt mellan euro- och icke-euroländer: euroländerna skulle även i ett större EU fortsatt kunna uppnå kvalificerad majoritet. Däremot skulle det bli ett mer heterogent euroområde, vilket möjligen kan försvåra enighet inom gruppen och i viss mån minska eurogruppens interna samordningsfördelar. Det skulle i så fall potentiellt minska ovan disku-

terade exkluderings effekter. För Sverige kan det uppstå nya möjligheter till koalitionsbygge med både nya EU- och icke-euroländer. Men som nämnts i scenario 3 saknas tydliga intressegemenskaper och tidigare forskning visar att Sveriges nätverkskapital i förhållande till många öst- och sydeuropeiska medlemsstater är begränsat. Utanförskapets politiska kostnader kan bli mer påtagliga i detta scenario, särskilt om euroområdet växer mer än EU som helhet och förstärker bilden av euron som norm snarare än valmöjlighet.

(5) *Fördjupat samarbete inom valutaunionen.* I detta scenario sker inga större förändringar i medlemskretsen, men euroområdet tar steg mot fördjupad integration. Det kan exempelvis handla om gemensamma finanspolitiska stabiliseringsinstrument, ökad koordinering av nationell finanspolitik eller stärkta institutionella befogenheter för eurogruppen. För Sveriges del skulle en sådan utveckling inte förändra den formella maktbalansen, men fördjupad samordning inom eurogruppen innebär en risk att Sverige får svårare att överbrygga den typ av institutionella klyftor som existerar redan idag. Möjligheterna att bygga koalitioner påverkas mindre direkt, men risken ökar att euroområdet i praktiken fungerar som en mer sluten politisk sfär, vilket kan minska tillgången till information och nätverkskapital över tid. Slutligen ökar troligen de politiska kostnaderna av att stå utanför, särskilt om euroområdet i ökande grad uppfattas inte bara som en valutaunion utan som EU-samarbetets motor eller kärna. Skulle fördjupningen av finanspolitiskt samarbete snarare utvecklas på paneuropeisk nivå, likt NextGenerationEU, så blir dessa exkluderings effekter givetvis mindre.

(6) *Nya eurokriser eller slitningar inom eurozonen.* Detta scenario fångar ett läge där interna spänningar inom valutaunionen återkommer, exempelvis genom en ny skuldkris eller ökade obalanser mellan medlemsstater (se Andersson och Jonung i kapitel 7). Tidigare erfarenheter, särskilt från eurokrisen, visar att sådana utmaningar kan leda till beslutsprocesser som delvis fokuseras till eurogruppen och där det finns risk att Sverige exkluderas. I fråga om koalitioner är det dock tydligt att förhandlingslinjer i sådana kriser ofta gått mellan grupper med liknande syn på finanspolitisk disciplin och solidaritet oavsett eurotillhörighet. För Sveriges del innebär detta att utanförskapet inte nödvändigtvis är avgörande för möjligheterna att bilda koalitioner med andra

länder. Sveriges inflytande skulle sannolikt påverkas mindre av den formella eurotillhörigheten än av vilken politisk logik som dominerar nästa kris, alltså om denna betraktas som snävt fokuserad på valutaunionens medlemmar eller som relevant för EU som helhet. Förhandlingarna om pandemistöd (och även senare försvarssatsningar) pekar på en vilja mot bredare lösningar i kristider, vilket borde minska utanförskapets betydelse.

Sammantaget visar scenarierna att ett fortsatt svenskt utanförskap i valutaunionen medför varierande grad av inflytandeförluster beroende på hur EU utvecklas. Det scenario som innebär minst påverkan är (1), där dagens balans mellan euro- och icke-euroländer består, eftersom forskningen visat att Sverige hittills i stort lyckats kompensera för sitt utanförskap. De mest utmanande scenariot ur ett inflytandeperspektiv är (2), där euroområdet växer till att omfatta en klar majoritet av EU:s medlemsstater. I detta fall ökar risken att Sverige marginaliseras i ett mer integrerat euroformat, där informell samordning och förhandling sker utanför de institutioner där Sverige har rösträtt, möjligheten att bilda koalitioner försvåras av att färre strategiska partner finns kvar utanför euroområdet, samtidigt som de politiska kostnaderna av att stå utanför ökar i takt med att euron framstår som norm snarare än undantag.

Scenario (5), ett fördjupat samarbete inom euroområdet, skulle sannolikt förstärka redan existerande exkluderings effekter. Scenario (3), ett större EU men ingen utvidgning av valutaunionen, är på vissa sätt en fortsättning av dagens situation, vilket skulle innebära status quo rörande utanförskapets effekter, men det förutsätter att euroområdet inte utvecklas mot en tydligare kärna som sätter dagordningen för EU som helhet. Slutligen är scenariot med en ny eurokris (6) det mest oförutsägbara. Även om dessa prediktioner rymmer stor osäkerhet – och sannolikheten för respektive scenario också är svårbedömd – framstår det i en samlad bedömning som något mer sannolikt att utmaningarna med ett fortsatt utanförskap ökar snarare än minskar över tid.

5.3 Avslutande diskussion

EMU-utredningen (1996) lyfte fram att ett svenskt deltagande i valutaunionen skulle innebära ökad närvaro och inflytande i centrala institutioner, men också att vi förlorade möjligheten till en penningpolitik avpassad efter svenska förhållanden. Denna avvägning är fortfarande aktuell, även om förutsättningarna förändrats. Det svenska utanförskapet har hittills visat sig hanterbart, men de faktorer som möjliggjort fortsatt inflytande – särskilt tillgång till informella nätverk, koalitionsförmåga och ett gott allmänrykte – kan påverkas framöver, i takt med att EU och Sverige förändras.

Ett svenskt medlemskap i valutaunionen skulle undanröja den institutionella exkludering som icke-euroländer idag möter. Sverige skulle få direkt representation i ECB-rådet och fullt deltagande i eurogruppen, vilket enligt forskningen skulle stärka möjligheterna till påverkan. En euroanslutning skulle också kunna stärka Sveriges trovärdighet som integrationspolitisk aktör och därmed ge ökat genomslag i idébärande diskussioner om EU:s framtid. Däremot ger forskningen inget stöd för att medlemskap i sig garanterar större förhandlingsframgång eller bättre nätverksposition.

Om Sverige väljer att fortsatt stanna utanför valutaunionen kvarstår utmaningen att kompensera för det institutionella utanförskapet. Så länge balansen mellan euro- och icke-euroländer består, och eurogruppen förblir relativt öppen, ger forskningen stöd för att Sverige har goda möjligheter att minimera ”utanförskapets pris”. Men vid en utvidgning av euroområdet eller en fördjupning av eurogruppens samarbete ökar risken för marginalisering. I ett sådant läge blir det särskilt viktigt att Sverige kan fortsätta agera för att minska exkluderings effekter. Sverige kan till exempel verka för att öka transparensen i eurogruppen och dess beredande organ, för att därigenom skaffa bättre möjligheter att försvara svenska (och andra icke-euroländers) intressen. Därtill krävs fortsatta – eller till och med förstärkta – investeringar i diplomatiska nätverk och koalitioner för att stärka det informella inflytandet. Som nämnt ovan är dessa strategier sårbara, då de vilar på euroländernas goda vilja, vilken kan påverkas av en lång rad faktorer, inklusive ett lands rykte, inrikespolitiska förhållanden, personkemi och andra mer svårkontrollerade och svårförutsägbara faktorer.

Långsiktigt kan det svenska inflytandet sannolikt stärkas av ett tydliggörande av Sveriges position i förhållande till valutaunionen. Även om forskningsläget är begränsat, finns indikationer på att skillnaden mellan formella och de facto-undantag spelar roll (se Adler-Nissen 2014). Danmark har ett fördragsfäst undantag och uppfattas som en legitim outsider, medan Sverige intar en mer oklar mellanposition, där man är formellt förpliktigt att gå med men behåller en politiskt avvaktande ställning. Denna ambivalens kan enligt vissa studier undergräva trovärdigheten i svenska ståndpunkter i eurorelaterade frågor, och därmed indirekt minska inflytandet. Ett tydligare ställningstagande – vare sig det innebär att förbereda ett inträde eller att söka ett formellt undantag – skulle kunna minska osäkerheten och signalera en mer konsekvent integrationslinje.

Referenser

- Abels J (2019), Power behind the curtain: the Eurogroup's role in the crisis and the value of informality in economic governance, *European Politics and Society*, 20.
- Adler-Nissen R (2008), The diplomacy of opting out: A Bourdieudian approach to national integration strategies, *Journal of Common Market Studies*, 46.
- Adler-Nissen R (2014), *Opting out of the European Union: diplomacy, sovereignty and European integration*, Cambridge University Press.
- Adler-Nissen R (2016), The vocal euro-outsider: the UK in a two-speed Europe, *The Political Quarterly*, 87.
- Akbik A (2022), *The European Parliament as an Accountability Forum: Overseeing the Economic and Monetary Union*, Cambridge University Press.
- Aksoy D (2010), 'It Takes a Coalition': Coalition Potential and Legislative Decision Making, *Legislative Studies Quarterly*, 35.
- Arregui J och R Thomson (2009), States' Bargaining Success in the European Union, *Journal of European Public Policy*, 16.

- Arregui J och C Perarnaud (2022), A New Dataset on Legislative Decision-Making in the European Union: The DEU III Dataset, *Journal of European Public Policy*, 29.
- Bachrach P och S M Baratz (1963), Decisions and Nondecisions: An Analytical Framework, *American Political Science Review*, 57.
- Bailer S (2004), Bargaining Success in the European Union, *European Union Politics*, 5.
- Bueno de Mesquita B och F N Stokman (red.) (1994), *European Community Decision Making: Models, Applications, and Comparisons*, Yale University Press.
- Bäckman P och G von Sydow (2015), Swedish EU Policy during the Economic and Financial Crisis – A Shift Away from the Core? I Bäckman P, Lewander J och G von Sydow (red.) *Same, same but different: The Nordic EU members during the crisis*, Sieps 2015:1.
- Csehi R och U Puetter (2020), Who Determined What Governments Really Wanted? Preference Formation and the Euro Crisis, *West European Politics*, 44.
- Cross J P (2013), Everyone's a Winner (Almost): Bargaining Success in the Council of Ministers of the European Union, *European Union Politics*, 14.
- De la Porte C och M D Jensen (2021), The Next Generation EU: An Analysis of the Dimensions of Conflict Behind the Deal, *Social Policy & Administration*, 55.
- Degner H och D Leuffen (2019), Franco-German cooperation and the rescuing of the Eurozone, *European Union Politics*, 20.
- Dyson K (2015), Germany, the Euro Crisis, and Risk Management: Europe's Reluctant and Vulnerable Hegemonic Power, i D'Ottavio G och T Saalfeld (red.), *Germany After the 2013 Elections*, Routledge.
- Dyson K och M Marcussen (2010), Transverse Integration in European Economic Governance: Between Unitary and Differentiated Integration, *European Integration*, 32.
- Dür A (2008), Measuring interest group influence in the EU: A note on methodology, *European Union Politics*, 9.
- EG-konsekvensutredningarna: Subsidiaritet (1994), *Suveränitet och demokrati: betänkande*, SOU 1994:12.

- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.
- Eriksson J och M Ljungkvist (2021), *Sverige och euron under 25 års EU-medlemskap*, Sieps 2021:1.
- Frieden J och S Walter (2017), Understanding the political economy of the Eurozone crisis, *Annual Review of Political Science*, 20.
- Golub J (2012), How the European Union Does Not Work: National Bargaining Success in the Council of Ministers, *Journal of European Public Policy*, 19.
- Grech D (2021), Power in the Council of the EU: Organizing theory, a new index, and Brexit, *Social Choice and Welfare*, 56.
- Gustavsson R och Y Nilsson (red.) (2013), *Nordiska röster om Europas framtid*, Global utmaning.
- Hayes-Renshaw F, van Aken W och H Wallace (2006), When and Why the EU Council of Ministers Votes Explicitly, *Journal of Common Market Studies*, 44.
- Jerneck M (2014), Sveriges inflytande i EU efter krisen, i von Sydow G (red.), *EU efter krisen – perspektiv på demokrati och inflytande i ett förändrat EU*, Sieps 2014:1.
- Johansson K M (2011), Det politiska priset att stå utanför euron är högt, <https://www.forskning.se/2011/10/14/det-politiska-priset-att-sta-utanfor-euron-ar-hogt/>.
- Jokela J (2015), Finland and the Eurozone, i Bäckman P, Lewander J och von Sydow G (red.), *Same, Same but Different: The Nordic EU Members during the Crisis*, Sieps 2015:1.
- Juncker J C, Tusk D, Dijsselbloem J, Draghi M och M Schulz (2015), *Färdigställandet av EU:s ekonomiska och monetära union*, Europeiska kommissionen.
- Lindahl R och D Naurin (2005), Sweden: The Twin Faces of a Euro-Outsider, *Journal of European Integration*, 27.
- Lundgren S (2003), EMU och det ekonomisk-politiska inflytandet i EU, *Ekonomisk Debatt*, 31.
- Lundgren M, Bailer S, Dellmuth L M, Tallberg J och S Târlea (2019), Bargaining Success in the Reform of the Eurozone, *European Union Politics*, 20.

- Lundgren M, Tallberg J och C Pedersen (2022), Member State Influence in the Negotiations on the Neighbourhood, Development and International Cooperation Instrument (NDICI), *EBA Report*, 7.
- Lundgren M, Tallberg J och F Wasserfallen (2024), Differentiated influence by supranational institutions: Evidence from the European Union, *European Journal of Political Research*, 63.
- Mariano N och C J Schneider (2022), Euroscepticism and Bargaining Success in the European Union, *Journal of European Public Policy*, 29.
- Moravcsik A (1998), *The Choice for Europe: Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht*, Routledge.
- Naurin D och R Lindahl (2010), Out in the Cold? Flexible Integration and the Political Status of Euro Opt-Outs, *European Union Politics*, 11.
- Naurin D, Johansson M, Lindahl R och O Larsson (2020), *The Negotiations in the Council of the European Union Dataset (1.0)*, University of Gothenburg. <https://doi.org/10.5878/cfsv-k581>.
- Naurin D och R Lindahl (2014), Nätverkskapital och inflytande i EUs ministerråd – hur går det för Sverige efter eurokrisen?, i von Sydow G (red.), *EU efter krisen – perspektiv på demokrati och inflytande i ett förändrat EU* (2014), Sieps.
- Panke D (2010), Small States in the European Union: Structural Disadvantages in EU Policy-Making and Counter-Strategies, *Journal of European Public Policy*, 17.
- Puetter U (2016), *The Eurogroup: How a Secretive Circle of Finance Ministers Shape European Economic Governance*, Manchester University Press.
- Raunio T och T Tiilikainen (2004), *Finland in the European Union*, Routledge.
- Schelling T C (1960), *The Strategy of Conflict*, Harvard University Press.
- Schilin A (2024), Only if you play by the norms! Insider norms and outsider involvement in Eurogroup and Eurogroup Working Group interaction during the sovereign debt crisis, *Journal of Common Market Studies*, 62.

- Schilin A (2025), The euro area's favourite outsiders: Denmark and Sweden as laboratories for cooperative euro outsidership in the EU, i Pintsch A, Harbo T I och L Oxelheim (red.), *Differentiated Integration in a Nordic Perspective*, Routledge.
- Tallberg J (2008), Bargaining power in the European Council, *Journal of Common Market Studies*, 46.
- Tallberg J, Beach D, Naurin D och T Tiilikainen (2011), *Makten i Europa: Demokratirådets rapport 2011*, SNS.
- Thomson R (2011), *Resolving Controversy in the European Union: Legislative Decision-Making Before and After Enlargement*, Cambridge University Press.
- Thomson R, Stokman F, Achen C och T König (red.) (2006), *The European Union Decides*, Cambridge University Press.
- Tokarski P och S Funk (2019), Non-Euro Countries in the EU after Brexit: Between Fear of Losing of Political Influence and Euro Accession, *SWP Comment*, 3/2019, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin. <https://doi.org/10.18449/2019C03>.
- Vannoni M och A Dür (2017), Studying Preference Attainment Using Spatial Models, *European Political Science*, 16.
- Wasserfallen F, Leuffen D, Kudrna Z och H Degner (2019), Analysing European Union Decision-Making During the Eurozone Crisis with New Data, *European Union Politics*, 20.

Ett nytt beslut om euron

Johannes Lindvall

1 Inledning

När elva av EU:s medlemsstater den 1 januari 1999 införde euron som valuta valde Sverige att stå utanför. I början av 2000-talet var frågan om euron föremål för en intensiv debatt, som kulminerade i en folkomröstning den 14 september 2003. 55,9 procent av väljarna röstade nej, 42,0 procent röstade ja och 2,1 procent röstade blankt. Sedan 2003 har eurofrågan haft en ganska undanskymd plats i svensk politik. Enstaka partier, särskilt Liberalerna, har då och då försökt väcka liv i debatten – men utan större framgång.

På senare tid har flera av riksdagspartiernas ledare emellertid öppnat för en förnyad diskussion om euron. I en intervju inför 2024 års val till Europaparlamentet menade till exempel Socialdemokraternas partiordförande Magdalena Andersson att ”både för- och nackdelarna med euron har stärkts sedan vi hade folkomröstningen”, och hon sade sig ”välkomna att vi har en diskussion . . . och att man väger för- och nackdelar mot varandra” (Olsson 2024). Några dagar senare förklarade Moderaternas partiledare Ulf Kristersson att han ”tror att det är utomordentligt bra att föra en seriös diskussion om euron i Sverige” (TT 2024).

Detta kapitel diskuterar formerna för ett eventuellt nytt beslut om euron ur ett konstitutionellt, historiskt, jämförande och demokrati-teoretiskt perspektiv. Huvudsyftet är att bedöma om ett nytt eurobeslut bör föregås av en ny folkomröstning eller om riksdagen bör fatta beslut på egen hand. Min slutsats är att en ny folkomröstning vore det bästa

alternativet. Omröstningen om euron var den mest lyckade folkomröstningen i Sveriges historia – alternativen var tydliga, den offentliga debatten var upplysande och medborgarna var nöjda. Det finns goda förutsättningar att upprepa denna framgång om de politiska partierna i riksdagen skulle väcka eurofrågan på nytt – särskilt med tanke på att opinionen förefaller att vara mindre polariserad idag än i början av 2000-talet.

2 Konstitutionella förutsättningar

Låt oss börja med de författningspolitiska förutsättningarna. Vem får besluta vilken valuta som ska användas i Sverige?

2.1 Sverige och EU

Enligt artikel 140 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (tidigare artikel 109j i EG-fördraget) och det särskilda protokollet om konvergenskriterierna ska EU:s medlemsstater införa den gemensamma valutan när fyra kriterier är uppfyllda: (1) låg och stabil inflation (högst 1,5 procentenheter över genomsnittet i de tre medlemsstater som har lägst inflation); (2) sunda offentliga finanser (underskottet ska vara under 3 procent av BNP och statsskulden under eller på väg mot 60 procent av BNP); (3) deltagande i växelkursmekanismen ERM II i minst två år utan allvarliga spänningar och utan att den nationella valutan devalveras i förhållande till euron; samt (4) långfristiga räntor som inte med mer än 2 procentenheter överstiger räntorna i de tre medlemsstater som har lägst inflation.

Till skillnad från Danmark har Sverige inte begärt något formellt undantag från dessa bestämmelser. Den formella anledningen till att Sverige inte har infört euron är i stället att det tredje konvergenskriteriet inte är uppfyllt, vilket i sin tur beror på att Sverige har valt att inte ansluta sig till ERM II.

Det mesta talar för att Sverige skulle kunna delta fullt ut i EU:s valutasamarbete om vi valde att göra det. Flera jurister, särskilt Ulf Bernitz (2000, 2002), har mot denna bakgrund hävdad att Sverige begär

ett fördragsbrott genom att inte aktivt verka för att införa euron. Enligt detta synsätt avgjordes eurofrågan redan när Sverige gick med i EU den 1 januari 1995.

Alltsedan förhandlingarna om EU-medlemskapet i början av 1990-talet har Sverige emellertid förbehållit sig rätten att besluta om införandet av den gemensamma valutan på egen hand. När medlemskapsförhandlingarna inleddes 1993 förklarade regeringen att "ett slutligt svenskt ställningstagande avseende övergången från den andra till den tredje fasen kommer att göras i ljuset av den fortsatta utvecklingen och i enlighet med bestämmelserna i fördraget" – ett uttalande som inte ledde till någon motreaktion från EU:s sida (EMU-utredningen 1996, sid. 25). EU har inte heller senare vidtagit några åtgärder för att förmå Sverige att införa euron. Det hänger bland annat samman med att EU-fördragen inte anger någon tidsgräns för när konvergenskriterierna ska vara uppfyllda.

Det torde alltså vara fullt möjligt för regeringen och riksdagen att fortsätta inta sin nuvarande hållning – att det i sista hand är riksdagen som ska besluta om euron ska införas som valuta i Sverige.

Detta är också den enda politiskt rimliga hållningen. Inte bara folkomröstningen om euron för mer än tjugo år sedan utan också folkomröstningen om själva EU-medlemskapet för mer än trettio år sedan utgick från att riksdagen har sista ordet. I propositionen om EU-folkomröstningen förklarade regeringen till exempel att "riksdagen kommer att ta ställning till frågorna om en gemensam valuta och centralbank när dessa aktualiseras" (Proposition 1993/94:245). Att mer än trettio år senare byta uppfattning i denna fråga framstår inte som ett politiskt godtagbart alternativ (Eriksson och Ljungkvist 2021).

Det var troligen ett medvetet val av de politiska partierna att lyfta bort valutafrågan i folkomröstningen 1994. Motståndet mot valutasamarbetet var väsentligt starkare än motståndet mot EU-samarbetet i stort. Om EMU-frågan hade ingått i folkomröstningen om EU-medlemskapet hade resultatet därför kunnat bli ett annat.

2.2 Riksdagen, regeringen och folket

Att det är riksdagen som har rätten att fatta beslut om euron, inte regeringen, framgår av regeringsformens bestämmelser om internationella överenskommelser. Det står i och för sig i regeringsformen att regeringen "har ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor" (9 kapitlet 12 §), men där framgår också att regeringen inte på egen hand kan ingå bindande internationella överenskommelser av större vikt (10 kapitlet 3 §). För en överlåtelse av beslutanderätt inom ramen för EU-samarbetet gäller specifikt att riksdagen, och endast riksdagen, kan göra en sådan (och överlåtelsen får inte röra "principerna för stats-skicket").

Man skulle kunna hävda att Sverige redan har ingått en bindande internationell överenskommelse genom att ratificera Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt och att riksdagen därmed redan i princip har sagt ja till att införa euron som valuta i Sverige. Som vi just har konstaterat var det emellertid inte så EU-fördragen uppfattades i Sverige när de ratificerades. Dessutom skulle ett införande av euron kräva en rad lagändringar, och det är bara riksdagen som kan stifta lag i Sverige. Av 4 kapitlet 1 § riksbankslagen framgår till exempel att "Sveriges valuta benämns krona". En övergång till euron som valuta i Sverige förutsätter även av detta skäl ett riksdagsbeslut.

Att riksdagen har rätt att besluta att införa euron trots att nej-sidan vann folkomröstningen 2003 hänger samman med att omröstningen var rådgivande, inte beslutande. I Sverige kan beslutande folkomröstningar bara genomföras i grundlagsfrågor och får bara användas för att stoppa planerade författningsändringar, inte för att ta nya politiska initiativ. Av 8 kapitlet 16 § regeringsformen framgår att en folkomröstning om ett vilande grundlagsförslag ska hållas "om det yrkas av minst en tiondel av riksdagens ledamöter och minst en tredjedel av ledamöterna röstar för yrkandet". Själva omröstningen hålls i samband med nästa riksdagsval, där väljarna får "förklara om de godtar det vilande grundlagsförslaget eller inte". Om fler än hälften av dem som har avgivit godkända röster vid riksdagsvalet röstar nej faller grundlagsförslaget; i annat fall tar riksdagen upp förslaget till slutlig prövning efter valet. Detta förfarande har aldrig använts och gäller alltså bara föreslagna grundlagsändringar.

Alla folkomröstningar som har genomförts i Sverige har således varit rådgivande, inte beslutande. Det är endast riksdagen som får meddela föreskrifter om rådgivande folkomröstningar i hela riket och hur de ska genomföras (8 kapitlet 2 § regeringsformen). Riksdagen är inte formellt bunden av resultatet av en sådan folkomröstning. I folkomröstningarna om EU och euron 1994 och 2003 lovade de politiska partierna att följa och besluta i enlighet med folkomröstningsresultatet. Detta var emellertid inga juridiskt bindande löften utan är närmast att jämföra med vallöften. Man kan anta att ett parti som bryter ett så tydligt löfte till väljarna får betala ett högt politiskt pris – men det är partiet självt som avgör hur det ska rösta (eller i sista hand de riksdagsledamöter som representerar partiet).

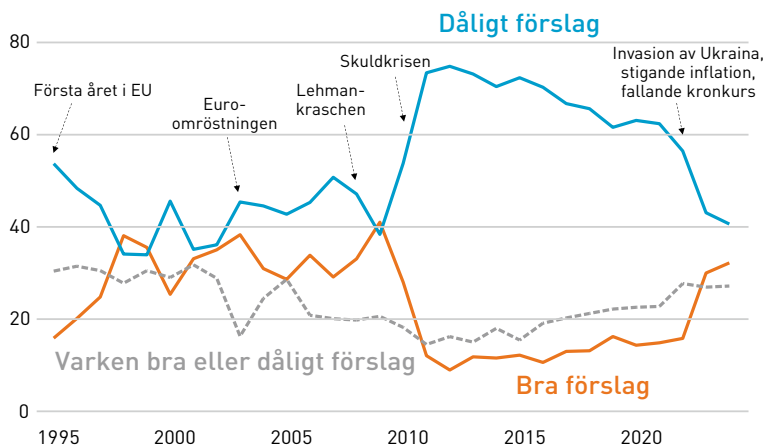
Rättsligt sett vore det alltså fullt möjligt för riksdagen att fatta ett nytt beslut om euron utan en föregående folkomröstning. Den svårare och viktigare frågan är om det vore önskvärt.

3 Eurofrågan i Sverige

Figur 1 beskriver svenska folkets åsikter om euron med hjälp av enkät-data som har samlats in av SOM-institutet vid Göteborgs universitet. Frågeformuleringen i SOM-undersökningarna har varierat genom åren. Mellan mitten av 1990-talet och mitten av 2000-talet ombads svarspersonerna ta ställning till ett eventuellt ”medlemskap i EMU”. Sedan dess har de ombetts att ta ställning till ett förslag om att ”införa euro som valuta”. Diagrammet pekar också ut ett antal händelser som med stor sannolikhet har påverkat svenskarnas åsikter om euron.¹

1 För mer detaljerade analyser av svenskarnas åsikter om både EU och euron, se särskilt Johansson och Lewander (2024, 2025). Att SOM-undersökningarna under 1990-talet och i början av 2000-talet frågade efter svarspersonernas åsikter om ”medlemskap i EMU” trots att Sverige faktiskt redan var medlem berodde på att detta språkbruk var vanligt i den politiska debatten i Sverige före folkomröstningen om euron 2003.

Figur 1 Svenskarnas åsikter om euron (SOM-undersökningarna), 1995–2014, procent av svarspersonerna



Anm.: Mellan 1995 och 2005 ombads svarspersonerna att ta ställning till påståendet "Sverige bör bli medlem i EMU". 2006 och framåt har de istället ombetts att ta ställning till påståendet "Sverige bör införa euro som valuta". Svartalternativen var i bägge fallen "Mycket bra förslag", "Ganska bra förslag", "Varken bra eller dåligt förslag", "Ganska dåligt förslag" och "Mycket dåligt förslag". I figuren har svartalternativen "Mycket bra förslag" och "Ganska bra förslag" slagits samman till "Bra förslag". "Mycket dåligt förslag" och "Ganska dåligt förslag" har slagits samman till "Dåligt förslag".

Källa: De nationella SOM-undersökningarna 1995–2024.

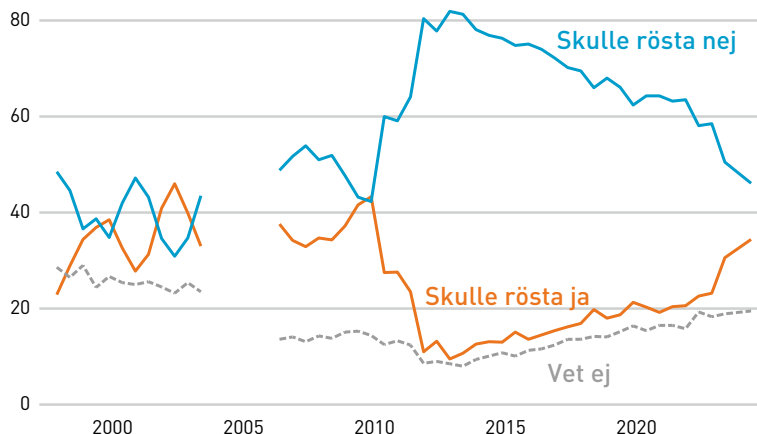
Som figur 1 visar var svenskarna övervägande negativa till det europeiska valutasamarbetet under de första två åren efter att Sverige gick med i EU den 1 januari 1995. I slutet av 1990-talet och början av 2000-talet var det emellertid ganska jämnt i opinionen. Efter folkomröstningen 2003, som vanns av nejsidan, fortsatte motståndet mot euron att vara relativt stort fram till den globala finanskrisen 2007–2009, då stödet för euron ökade.

När den ekonomiska nedgången i början av 2010-talet övergick i en statsfinansiell kris i många euroländer, den så kallade eurokrisen, växte motståndet mot euron i stället kraftigt. Avståndet mellan ja- och nejsidan förblev sedan mycket stort fram till 2022–23. Under de senaste två-tre åren har skillnaden mellan ja- och nejsidan minskat till ungefär samma nivå som vid folkomröstningen för tjugotvå år sedan. Denna förändring i opinionen hänger troligen samman med att kronkursen sjönk kraftigt under 2022–23 och den osäkra utrikespolitiska situationen efter Rysslands angrepp på Ukraina 2022.

De händelser som pekas ut i figur 1 – EU-medlemskapet, folkomröstningen, den globala finanskrisen, eurokrisen, kriget i Ukraina och den fallande kronkursen – har med stor sannolikhet påverkat svenskarnas syn på euron, även om det inte finns särskilt många studier som i detalj undersöker orsakerna till förändringarna i euroopinionen sedan Sverige gick med i EU för mer än trettio år sedan. Men det är viktigt att vara medveten om att medborgarnas tolkningar av viktiga politiska och ekonomiska händelser beror på historiska erfarenheter som skiljer sig åt mellan olika länder. Sundell (2024) har jämfört medborgarnas åsikter om euron i Danmark, Finland och Sverige och visar att eurokrisen hade olika effekter i de tre länderna. Den allmänna opinionen när det gällde euron var likartad i Danmark, Finland och Sverige under slutet av 1990-talet och i början av 2000-talet. Så snart eurosedlarna och euromynten infördes i Finland i början av 2002 blev finländarna emellertid klart mer positiva till euron än danskarna och svenskarna. Tio år senare hade eurokrisen en tydligt negativ effekt på medborgarnas syn på euron i Danmark och Sverige, men den hade ingen märkbar effekt i Finland. Händelser såsom eurokrisen kan alltså ges mycket olika tolkningar beroende på det politiska och ekonomiska sammanhanget.²

2 Se också Roth och Jonung (2020), som drar liknande slutsatser från en jämförelse mellan Finland, Sverige och Österrike.

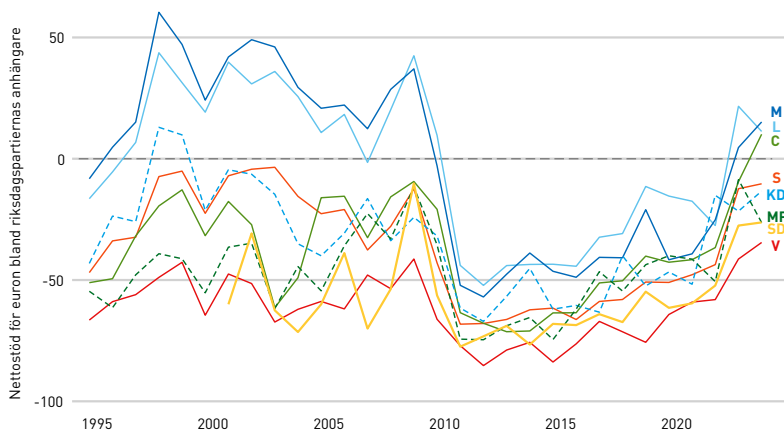
Figur 2 Svenskarnas åsikter om euron (SCB:s partisympatiundersökningar), 1997–2024, procent av svarspersonerna



Anm.: Frågeformuleringarna har genom åren lytt "Flera länder inom EU har bildat den europeiska valutaunionen – EMU – som bl.a. kommer att innebära gemensam valuta i länderna. Om vi skulle rösta om en svensk anslutning till EMU, hur skulle du då rösta – för eller mot anslutning?" (fram till 2001); "Flera länder inom EU har bildat den europeiska valutaunionen – EMU – som bl.a. innebär gemensam valuta i dessa länder. Om vi skulle rösta om en svensk anslutning till EMU, hur skulle du då rösta – för eller mot anslutning?" (2002); "I höst har vi folkomröstning i Sverige. Hur skulle du göra om folkomröstningen var idag? Skulle du rösta JA eller NEJ på frågan: Anser du att Sverige skall införa euron som valuta?" (2003); "Om vi idag skulle ha folkomröstning om att ersätta kronan som valuta, skulle du då rösta ja eller nej till att införa euron som valuta i Sverige?" (från och med 2006). Det är ett brott i serien mellan 2004 och 2006, vilket innebär att uppgifterna före och efter inte är direkt jämförbara.
Källa: SCB:s partisympatiundersökningar 1997–2024.

Figur 2, som i stället för data från SOM-institutet använder data från SCB:s återkommande partisympatiundersökningar för att beskriva svenskarnas åsikter om euron under ungefär samma tidsperiod som i figur 1, ger en liknande bild av utvecklingen. Den viktigaste skillnaden mellan figur 2 och figur 1 är att svarspersonerna i SCB-undersökningarna ombes att ta ställning till en tänkt folkomröstning, medan SOM-undersökningarna inkluderar frågan om euron i ett stort batteri av politiska sakfrågor.

Figur 3 Åsikter om euron bland riksdagspartiernas anhängare (SOM-undersökningarna), 1995–2024, procent av svarspersonerna



Anm.: Mellan 1995 och 2005 ombads svarspersonerna att ta ställning till påståendet "Sverige bör bli medlem i EMU". 2006 och framåt har de i stället ombetts att ta ställning till påståendet "Sverige bör införa euro som valuta". Svarsalternativen var i bägge fallen "Mycket bra förslag", "Ganska bra förslag", "Varken bra eller dåligt förslag", "Ganska dåligt förslag" och "Mycket dåligt förslag". I figuren har svarsalternativen "Mycket bra förslag" och "Ganska bra förslag" slagits samman till "Bra förslag". "Mycket dåligt förslag" och "Ganska dåligt förslag" har slagits samman till "Dåligt förslag".

Källa: De nationella SOM-undersökningarna 1995–2024.

Figur 3 beskriver nettostödet för euron – procentandelen som tycker att det vore bra att införa euron minus procentandelen som tycker att det vore dåligt – bland de åtta riksdagspartiernas väljare (närmare bestämt bland svarspersoner som har angivit att de tycker bäst om ett visst parti). Som figuren visar har rangordningen mellan de politiska partierna varit relativt oförändrad över tid, med undantag för att Centerpartiets väljare har blivit påtagligt mer positiva till euron. Liberalernas och Moderaternas väljare har genomgående varit mest positiva, medan Miljöpartiets, Sverigedemokraternas och Vänsterpartiets väljare genomgående har varit mest negativa. Kristdemokraterna och Socialdemokraterna har varit mer splittrade.

Figur 3 visar också att avstånden mellan partierna har minskat över tid. I samband med den europeiska skuldkrisen i början av 2010-talet

blev samtliga partiers väljare klart negativa till euron. Uppgången under de allra senaste åren har också varit gemensam för alla partiers väljare. Detta innebär att den politiska situationen i dag är både lik och olik den vid tiden för folkomröstningen för 22 år sedan. Likheten består i att avståndet mellan ja- och nejsidan är ungefär lika stort i befolkningen som helhet som det var runt 2003. Olikheten består i att eurofrågan är klart mindre partipolitiserad i dag. Det beror i sin tur på att exempelvis Liberalernas och Moderaternas väljare är mindre positiva än de var tidigare, medan Miljöpartiets, Sverigedemokraternas och Vänsterpartiets väljare är mer positiva.

Denna minskade partipolitiska polarisering har viktiga implikationer för frågan om en andra folkomröstning om euron. Förutsättningarna för en upplysande debatt om sakfrågan är troligen något bättre än 2003, eftersom alla partier rymmer stora grupper som inte håller med om partiets linje. Samtidigt har ännu fler partier i dag än i början av 2000-talet starka incitament att välja folkomröstningsalternativet, eftersom deras väljare har olika uppfattningar om euron.

Det finns ytterligare en källa till information om svenskarnas åsikter om euron, nämligen EU-kommissionens Eurobarometerundersökningar, särskilt de riktade undersökningar som genomförs i EU-stater som ännu inte har infört euron som valuta. I Eurobarometerns undersökningar framstår stödet för euron i regel som något högre än i de svenska undersökningarna från SOM-institutet och Statistiska centralbyrån. Den viktigaste förklaringen är att den särskilda Eurobarometern i medlemsländerna med egna valutor inte frågar specifikt hur svarspersonerna ställer sig till förslaget att införa euron, eller, ännu mer specifikt, hur de skulle rösta i en tänkt folkomröstning, utan mer allmänt: "På det hela taget, är du personligen mer positiv eller negativ till att införa euron i Sverige?". I Eurobarometern ställs frågan dessutom efter en lång följd av andra frågor om EU och euron, vilket troligen påverkar svarspersoner som är allmänt positiva till EU men som tvekar när det gäller just eurosamarbetet. Mycket talar sammanfattningsvis för att SOM- och SCB-undersökningarna ger en mer tillförlitlig bild av opinionen i Sverige över tid än undersökningarna från Eurobarometern.

4 Tidigare folkomröstningar i Sverige

Folkomröstningen om euron 2003 var den sjätte nationella folkomröstningen i Sveriges historia (se tabell 1). De fem tidigare omröstningarna handlade om allmänt rusdrycksförbud (1922), högertrafik (1955), pensionerna (1957), kärnkraften (1980) och medlemskapet i EU (1994).

Tabell 1 Nationella folkomröstningar i Sverige, resultat i procent

Fråga	Datum	Ja	Nej	Linje 1	Linje 2	Linje 3	Valdeltagande
Rusdrycksförbud	27/8 1922	49	51	–	–	–	55
Högertrafik	16/10 1955	16	83	–	–	–	53
Pensionerna	13/10 1957	–	–	46	15	35	72
Kärnkraften	23/3 1980	–	–	19	39	39	76
EU-medlemskap	13/11 1994	52	47	–	–	–	83
Euron	14/9 2003	42	56	–	–	–	83

Anm.: I folkomröstningen om pensionerna 1957 fanns tre alternativ: Linje 1 – Allmän och obligatorisk tilläggs pension (ATP), förespråkad av Socialdemokraterna och Sveriges kommunistiska parti; Linje 2 – Frivillig tilläggs pension med statlig värdesäkring, föreslagen av Centerpartiet; och Linje 3 – Frivillig tjänstepension genom kollektivavtal utan statlig garanti, stödd av Folkpartiet och Högerpartiet. I folkomröstningen om kärnkraften 1980 förelåg också tre alternativ: Linje 1 – Successiv avveckling av kärnkraften utan specifik tidsram, med fortsatt privat ägande, främst stödd av Moderaterna; Linje 2 – Liknande linje 1 men med krav på att framtida energianläggningar skulle ägas av stat och kommun, stödd av Socialdemokraterna och Folkpartiet; och Linje 3 – Avveckling av kärnkraften inom tio år, nej till fortsatt utbyggnad och satsning på förnybara energikällor, stödd av Centerpartiet, Vänsterpartiet kommunisterna och Kristen demokratisk samling (KDS).

Rådgivande folkomröstningar har alltså förekommit under hela Sveriges demokratiska historia, men de är relativt ovanliga. Det genomsnittliga tidsintervallet mellan två folkomröstningar är 16 år, eller fyra mandatperioder av nuvarande längd. Som framgår av tabell 1 har valdeltagandet i folkomröstningarna ökat över tid. I de två första folkomröstningarna låg det under 60 procent, i de två följande över 70 procent och i de två senaste, om EU och euron, över 80 procent. Frågeformuleringarna har varierat. I de två första och de två senaste omröstningarna svarade väljarna på raka ja- eller nej-frågor. Lagen (1922:176) om

folkomröstning angående rusdrycksförbud angav till exempel följande enkla handlingsregel: ”Den, som önskar, att en lag om fullständigt rusdrycksförbud i riket måtte antagas, röstar därvid ja; den, som icke önskar detta, röstar nej.” I folkomröstningarna om pensionerna och kärnkraften fick väljarna i stället välja mellan tre alternativ, vilket gjorde resultaten mer svårtolkade.

Man kan konstatera att motståndet mot politiska förändringar brukar vara starkt i folkomröstningar. Som Oscarsson (2021, sid. 554) framhåller har väljarna i Sverige i fem folkomröstningar av sex röstat för att behålla status quo – de röstade mot allmänt rusdrycksförbud, mot högertrafik och mot euron, och de mest radikala förslagen (linje 1 och linje 3) fick inte stöd av en majoritet i pensions- och kärnkrafts-omröstningarna.

4.1 Hur tidigare folkomröstningar har tolkats

Resultaten av de två omröstningarna om EU och euron 1994 och 2003 har kommit att uppfattats som mer definitiva än resultaten av de tidigare omröstningarna. Det hänger troligen samman med att valdeltagandet var högt och att de frågor väljarna tog ställning till var raka och enkla. När det gäller EU-medlemskapet skulle det också medföra mycket stora kostnader att upphäva det tidigare fattade beslutet.

Debatten om alkoholpolitiken upphörde inte med folkomröstningen 1922 utan fortsatte under de följande åren, vilket ledde till en mycket långtgående reglering av alkoholförsäljningen i Sverige. Trots det mycket tydliga nej-resultatet i folkomröstningen 1955 beslutade riksdagen åtta år senare att införa högertrafik (övergången skedde till slut den 3 september 1967). Efter pensionsomröstningen 1957 försökte partierna i riksdagen åstadkomma en bred kompromiss, och det var först när dessa ansträngningar misslyckades som det av Socialdemokraterna föreslagna ATP-systemet infördes efter en ytterst jämn omröstning i riksdagen 1958. 35 år senare beslutade riksdagen om en mycket stor reform av pensionssystemet. Resultatet av 1957 års folkomröstning har alltså kommit att spela en allt mindre roll för de politiska besluten på pensionsområdet. Även kärnkraftsfrågan har förblivit i högsta grad levande i svensk politik efter folkomröstningen

1980. Mellan 1999 och 2015 stängdes sex reaktorer, men än i dag står kärnkraften för 30 procent av elproduktionen i Sverige. Riksdagen har också nyligen beslutat att regeringen får bevilja miljardlån till ny kärnkraft. Även på kärnkraftsområdet har resultatet av folkomröstningen alltså minskat i betydelse över tid.

EU-omröstningen 1994 och omröstningen om euron 2003 har tolkats annorlunda. I dessa fall har resultaten av folkomröstningarna blivit bestämmande för de politiska partiernas agerande – och för den allmänna opinionen – fram till i dag. Svenska folkets stöd för medlemskapet i EU har ökat kontinuerligt sedan slutet av 1990-talet: Förra året, 2024, svarade endast 13 procent av svarspersonerna i den nationella SOM-undersökningen att de motsatte sig det svenska medlemskapet (SOM-institutet 2025). När det gäller euron har utvecklingen som vi såg i föregående avsnitt rört sig mer fram och tillbaka, men stödet för euron är alltså svagare än det var vid tiden för folkomröstningen.

4.2 Högertrafikomröstningen

Om riksdagen idag skulle besluta att införa euron som valuta i Sverige utan att först hålla en ny folkomröstning skulle det kunna jämföras med riksdagens beslut 1963 om att införa högertrafik trots att folkomröstningen 1955 hade resulterat i ett klart nej. Det finns därför anledning att särskilt granska de argument som framfördes av både förespråkare för och motståndare till högertrafiken i riksdagsdebatterna i andra kammaren den 10 maj och i första kammaren den 17 maj 1963.

I den proposition om övergång till högertrafik som regeringen överlämnade till riksdagen på våren 1963 sades ganska lite om möjligheten att genomföra en ny folkomröstning, även om det i genomgången av remissyttrandena framhölls att Föreningen för vänstertrafik krävt en sådan. Kommunikationsministern Gösta Skoglund konstaterade bara att propositionen hade föregåtts av ”överläggningar . . . med företrädare för de demokratiska partierna” och att ”enighet uppnåtts, att beslut bör fattas om övergång till högertrafik, att ny folkomröstning inte bör anordnas och att proposition med förslag om en trafikomläggning bör framläggas för årets riksdag” (Proposition 1963:58, sid. 36).

Tredje lagutskottets utlåtande var även det knapphändig:

”Vad slutligen angår spørgsmålet om en förnyad folkomröstning vill utskottet anmärka att förhållandena och då särskilt prognoserna för bilismens utveckling är väsentligt annorlunda än 1955 och att starka tecken talar för att en omsvängning skett i opinionen efter folkomröstningen. Även om utskottet likväl anser att det i och för sig varit önskvärt att folkets mening ånyo kunnat inhämtas, föreligger med hänsyn till vad nyss anmärkts och till angelägenheten av reformens snabba genomförande ej anledning till det uppskov, som en folkomröstning skulle medföra.” (Betänkande 1963:L3u23, sid. 40)

Förutom de tre argument som anfördes i utskottsbetänkandet – bilismens snabba utveckling sedan 1955, den förmodade omsvängningen i opinionen och den föregivna brådskan med att genomföra omläggningen – framfördes i riksdagsdebatten ytterligare två argument mot att anordna en ny folkomröstning. Ett var att folkomröstningen bara var rådgivande, inte beslutande, och att riksdagen därför inte var bunden av resultatet. Socialdemokraten Hilding Johansson sade till exempel följande:

”Man förklarar att man inte kan genomföra någon reform på detta område efter folkomröstningen 1955 förrän en ny folkomröstning har givit ett annat utslag. Denna argumentation vore fullständigt riktig, om vi hade haft en beslutande folkomröstning. Men det har vi inte haft.” (Protokoll 1963:21, AK, sid. 85)

Detta argument förefaller emellertid att vara beroende av det tidigare framförda argumentet att bilismen hade utvecklats snabbt sedan 1955, vilket framgår av Johanssons fortsatta argumentation:

”Hur länge skall man beakta resultatet av en folkomröstning? Självklart kan man inte ange någon bestämd tidrymd. För min del skulle jag vilja svara, att man får beakta resultatet så länge samma sakläge råder som då den rådgivande folkomröstningen anordnades. Vad det närmast gäller att pröva, det är om själva sakläget förändrats efter 1955. Själv har jag kommit fram till att vi fått ett nytt sakläge.” (Protokoll 1963:21, AK, sid. 86)

Det sista argumentet var att valdeltagandet i folkomröstningen hade varit lågt. Folkpartisten Olaus Nyberg hänvisade till 1950 års folkomröstnings- och valsättsutredning, som i sitt betänkande hade skrivit att regeringen och riksdagen kunde anse sig obundna av en folkom-

röstning om resultatet ”på grund av låg röstningsfrekvens eller knapp majoritet ej ter sig entydigt”. Han menade att detta passade in på 1955 års folkomröstning.

”Alla vet att röstdeltagandet 1955 var relativt litet, ungefär 53 procent, och det är tveksamt i hur hög grad omröstningsresultatet redan omedelbart efter omröstningen kunde anses bindande för regering och riksdag. Nu, åtta år senare, måste denna bindande verkan vara ännu mindre.” (Protokoll 1963:21, AK, sid. 27)

Vissa av högertrafikförespråkarna uttryckte viss tveksamhet, även om de till slut stödde förslaget. Folkpartisten Axel Gustafsson sade till exempel följande:

”Det har för mig, som för många andra, inneburit något av samvetsnöd att gå emot en folkomröstning, och jag är inte helt fri från den samvetsnöden än. De 83 procenten för vänstertrafik i folkomröstningen 1955 var i alla fall folkets svar på en fråga som ställts.” (Protokoll 1963:21, AK, sid. 106)

Motståndarna i riksdagen var kritiska mot att regeringen och oppositionspartierna hade gjort upp på förhand om att införa högertrafik utan att först genomföra en ny folkomröstning. Centerpartisten John Eriksson menade till exempel att tillvägagångssättet var ”föga demokratiskt och tilltalande”:

”Här har regeringen redan i förväg försäkrat sig om oppositionspartiernas stöd i sådan utsträckning att frågan praktiskt taget är avgjord innan den kommit upp till riksdagens behandling.” (Protokoll 1963:21, AK, sid. 75)

Många menade i likhet med högerpartisten Jöns Nilsson att folkomröstningsresultatet borde ha respekterats:

”Svenska folkets majoritet har uttalat sin åsikt i frågan, men det nonchalerar man fullkomligt.” (Protokoll 1963:21, AK, sid. 52)

Den ende kommunisten i riksdagen som ännu 1963 var anhängare av vänstertrafik, Henning Nilsson, menade för sin del att högertrafikförespråkarna underskattade takten i den tekniska utvecklingen på transportområdet, vilken snart skulle göra bilen obehövlig:

”Man utgår från att bilarna i framtiden i stort sett kommer att se ut som dagens bilar, eller rättare sagt att framtidens trafik kommer att betjänas av i stort sett samma fortskaffningsmedel som vi har i dag. Jag tror inte alls att det är överkligt att tänka sig att vi om 10–20 år kan förvänta oss luftburna kollektiva trafikmedel, som minskar behovet av privatägda fordon. Nöjet att ha bil övergår till nöjet att ha eget flygplan, och bilinnehavet anses förlegat.” (Protokoll 1963:21, AK, sid. 90)

Man kan inte känna annat än sorg över att denna storslagna vision inte blev verklighet.

Sammantaget framfördes alltså i propositionen, utskottsbetänkandet och riksdagsdebatterna 1963 fem olika argument för att införa högertrafik utan att först tillfråga folket en andra gång, trots det tydliga resultatet från 1955: (1) folkomröstningen var endast rådgivande, inte beslutande; (2) förutsättningarna hade ändrats sedan 1955; (3) valdeltagandet i folkomröstningen var lågt; (4) opinionen antogs ha svängt sedan omröstningen genomfördes; och (5) det brådskade att genomföra omläggningen.

Flera av dessa argument framstår i efterhand som påfallande svaga, särskilt det andra och det femte. Antalet personbilar i Sverige mer än tiodubblades mellan 1945 och 1955, så bilismens snabba utveckling var troligen uppenbar för många väljare när folkomröstningen ägde rum. Med tanke på att högertrafikomläggningen den 3 september 1967 dröjde ytterligare fyra år efter riksdagens beslut våren 1963 fanns det också gott om tid för en ny folkomröstning.

Om vi ändå leker med tanken att riksdagens agerande på våren 1963 kan ses som ett prejudikat för när riksdagen har goda skäl att gå emot en tidigare genomförd folkomröstning kan man konstatera att flera av förutsättningarna från 1963 inte är uppfyllda när det gäller eurofrågan. Även 2003 års omröstning om euron var förstas rådgivande, inte beslutande, men de politiska partierna deklarerade med större tydlighet än 1955 att de skulle besluta i enlighet med resultatet. Valdeltagandet i euroomröstningen 2003 var inte lågt utan påfallande högt. Opinionen har sedan folkomröstningen rört sig fram och tillbaka, men mest tillbaka – som föregående avsnitt visade har motståndarna till exempel varit fler än förespråkarna i alla SOM-undersökningar sedan 2003 förutom en. Detsamma gäller SCB:s partisynpatiuundersökningar.

5 Folkomröstningen om euron

Det mesta talar för att 2003 års folkomröstning om euron var den hittills bästa folkomröstning vi har haft här i landet. Oscarsson och Holmberg (2004a, sid. 463–68) lyfter bland annat fram följande:

- (1) Väljarna ställdes inför två enkla alternativ: ja eller nej till euron. Euroomröstningen skiljer sig i detta avseende från pensionsomröstningen 1957 och kärnkraftsomröstningen 1980, då väljarna ombads att ta ställning till tre komplicerade alternativ.
- (2) Valdeltagandet var högt, till skillnad från vad som var fallet 1922 och 1955. Det var till och med högre än i det föregående riksdagsvalet – något som inte hade skett sedan 1922 (valdeltagandet var ännu lägre i 1921 års riksdagsval, det första demokratiska valet i Sverige, än i folkomröstningen året därpå).
- (3) Väljarna tog av allt att döma ställning till själva sakfrågan och vägledades både av sin allmänna syn på Europasamarbetet och sina bedömningar av de ekonomiska effekterna av att införa euron. Andelen som röstade på det egna partiets linje var förhållandevis låg. Att skillnader i ekonomiska intressen förklarar hur medborgarna röstade stöds inte bara av delstudierna i Oscarsson och Holmberg (2004b) utan också av andra studier (till exempel Jonung och Vlachos 2007).
- (4) Tidningar, radio och TV gjorde stora folkbildande insatser och lät både experter och politiker komma till tals. Åtminstone de mest intresserade och engagerade medborgarna tycks ha utvecklat nya argument för och emot euron under kampanjens gång – även om kunskapseffekterna av kampanjen över lag förefaller att ha varit små.
- (5) En klar majoritet av väljarna, inklusive många på den förlorande sidan, tyckte att det var bra att folkomröstningen ägde rum.
- (6) 63 procent av väljarna ansåg efter folkomröstningen att den hade genomförts på ett rättvist sätt. Det är fler än de som röstade på det segrande alternativet. Efter 1994 års folkomröstning om EU-medlemskapet var motsvarande siffra bara 50 procent, det vill säga färre än de som röstade på det segrande alternativet.

- (7) De väljare som röstade på det förlorande alternativet – det vill säga ja-sidan – tappade inte förtroende för det politiska systemet. I själva verket förhöll det sig precis tvärtom: förtroendet bland jaröstarna ökade i högre grad än bland nejröstarna (Esaïasson, 2004).

Annat fungerade mindre bra. Det fanns till exempel en klar obalans i ekonomiska resurser mellan ja- och nejsidan. Mycket talar emellertid för att ja-kampanjens ekonomiska övertag inte hade särskilt stor betydelse för resultatet. Det kan till och med ha fått motsatt effekt. Flera studier framhåller att striden mellan nej-sidan och ja-sidan av många människor uppfattades som en Davids kamp mot Goliat.³

Slutet av folkomröstningskampanjen förmörkades av mordet på utrikesminister Anna Lindh den 11 september 2003. Mordet påverkade kampanjen eftersom flera viktiga arrangemang ställdes in och människors tankar av naturliga skäl upptogs av den tragiska händelsen i Stockholm. Det mesta talar emellertid för att mordet hade en mycket begränsad effekt på medborgarnas ställningstaganden i eurofrågan. Holmberg (2004) konstaterar att valspurten inte avgjorde.

Om det skulle bli aktuellt med en ny folkomröstning om euron finns det mycket att lära av erfarenheterna från 2003, både när det gäller hur man genomför en folkomröstning på ett sätt som stärker medborgarnas tilltro till det politiska systemet och när det gäller vilka kampanjstrategier som fungerar och vilka som inte gör det.

6 Folkomröstningar i andra stater

Det är inte ovanligt att europeiska stater avgör EU-frågor genom folkomröstningar. Genom åren har medborgarna i länder runt om i Europa röstat om att gå med i unionen, om att lämna den, om att godkänna nya EG- och EU-fördrag, om att släppa in nya medlemsstater och om specifika politiska sakfrågor som EU beslutat om. Danmark har genomfört inte mindre än nio folkomröstningar om landets förhållande till EG och EU: om medlemskapet (1972, 63 procent för), om enhetsakten (1986, 56 procent för), om Maastrichtfördraget (1992, 51 procent emot), om

3 Se t.ex. Asp (2004), sid. 180 och Strömbäck (2004), sid. 215.

Edinburghfördraget (1993, 57 procent för), om Amsterdamfördraget (1998, 55 procent för), om euron (2000, 53 procent emot), om Europeiska patenträtten (2014, 63 procent för), om att ändra Danmarks undantag från EU:s rättsliga och inrikespolitiska samarbete (2015, 53 procent emot) och om att ändra undantaget från försvarssamarbetet (2022, 67 procent för).⁴

Det har emellertid varit ovanligt att EU:s medlemsstater har röstat om just euron. Folkomröstningarna i Danmark och Sverige åren 2000 och 2003 är faktiskt de enda exemplen. Det hänger samman med att det fanns ett utbrett motstånd mot EU i både Danmark och Sverige under 1990-talet, samtidigt som flera av de tongivande politiska partierna var splittrade internt när det gällde synen på EU i allmänhet och valutaunionen i synnerhet. Regeringarna och parlamenten i Danmark och Sverige valde därför att lyfta bort frågan om euron från besluten om att ratificera Maastrichtfördraget (Danmark) och att gå med i EU (Sverige). I Danmark var folkomröstningen 2000 en konsekvens av att de danska väljarna röstade nej till Maastrichtfördraget i en folkomröstning som hölls 1992. Danmark förhandlade då fram ett antal undantag från bestämmelserna i avtalet för dansk del, bland annat när det gäller euron. Dessa undantag kan endast ändras efter en folkomröstning, vilket alltså inte skedde när det gällde euron i omröstningen år 2000, men däremot när det gällde det europeiska försvarssamarbetet i omröstningen år 2022.

Hur väl har folkomröstningarna om EU-frågor fungerat? Den statsvetenskapliga forskningen har pekat i lite olika riktningar. Många forskare menar att folkomröstningar ofta fungerar dåligt eftersom de brukar handla om annat än själva sakfrågan. I likhet med valen till Europaparlamentet tenderar folkomröstningar om EU-frågor ibland att bli "andrahandsval", eller *second-order elections*, där väljarna tar chansen att uttrycka sitt missnöje med den sittande nationella regeringen snarare än att ta ställning till den fråga omröstningen faktiskt gäller. Efter Brexit-omröstningen 2016 var många forskare mycket kritiska mot hur folkomröstningen hade genomförts och mot de politiska partiernas agerande, eftersom de uppfattade kampanjen som osaklig

4 Svensson (2021), sid. 696.

och populistisk. De menade också att omröstningen hade försatt Storbritannien i en mycket besvärlig politisk och ekonomisk situation. Rose (2020) drog till och med slutsatsen att folkomröstningar såsom Brexit-omröstningen riskerar att underminera den representativa demokratin i Europa.

Det mest omfattande statsvetenskapliga arbetet om folkomröstningar i EU-frågor, Sara Hobolts bok *Europe in Question* (2009), drar emellertid slutsatsen att flertalet europeiska folkomröstningar har fungerat förhållandevis väl. Hennes jämförande analyser tyder på att medborgarna har klarat av att ta ställning till de politiska sakfrågor som stått på spel i folkomröstningarna på ett förnuftigt och genomtänkt vis, så länge de har fått tillräcklig information och så länge de politiska partierna har utövat politiskt ledarskap genom att redovisa sina ståndpunkter. Hon avslutar med att konstatera att *"voters are smarter than they are often given credit for"*:

"They may not be fully informed about European politics, but they do consider the issues at stake before they go to the ballot box, and they make use of the information provided by parties and the campaign environment." (Hobolt 2009, sid. 249)

Hobolts nyanserade slutsatser liknar de slutsatser som Oscarsson och Holmberg (2004a) några år tidigare drog om den svenska folkomröstningen 2003. Både den svenska euroomröstningen och den danska euroomröstningen tre år tidigare tillhör de omröstningar som i jämförande studier av EU-folkomröstningar framstår som mest lyckade. Kanske är det någonting med det europeiska valutasamarbetet som uppmuntrar till sakliga politiska debatter, trots frågans tekniska karaktär och trots att många väljare har begränsade kunskaper om penning- och valutapolitik. Kanske var förutsättningarna i Danmark och Sverige också särskilt goda, med tanke på att de politiska partierna är relativt välorganiserade och med tanke på att medborgarnas förtroende för demokratins funktionssätt är relativt högt.

Den viktigaste praktiska slutsatsen är emellertid att det spelar stor roll hur en folkomröstning genomförs och hur själva kampanjen bedrivs. Det är viktigt att betänka, om eurofrågan åter skulle bli aktuell i Sverige.

7 Ett nytt beslut om euron

Det finns både politiska och ekonomiska omständigheter som skulle kunna aktualisera ett nytt beslut om euron. På det politiska planet tycks kostnaderna för att stå utanför valutasamarbetet hittills ha varit ganska små (se kapitel 10 av Lundgren). Sveriges inflytande över den gemensamma penning- och valutapolitiken är av naturliga skäl litet, men valet att inte införa euron verkar inte ha haft så stora effekter på andra områden. Man skulle emellertid kunna tänka sig att framtida förändringar i EU:s sätt att fungera leder till att de politiska kostnaderna för att stå utanför valutasamarbetet ökar. På det ekonomiska planet skulle eurofrågan kunna aktualiseras om kostnaderna för att stå utanför bedöms öka och om det skulle uppfattas som att Sverige inte har någon fördel av den penningpolitiska autonomi som följer av en flytande växelkurs. Det förändrade säkerhetspolitiska läget är ett annat möjligt skäl för Sverige att vilja knyta starkare band till övriga EU-länder. Det är troligt att Finlands beslut att ansluta sig till euron delvis motiverades av landets historiskt ansträngda relation till Ryssland (se till exempel Calmfors 2021, sid. 166–67).

Samtidigt kvarstår som några av de andra bidragen till denna volym visar flera viktiga invändningar, vilka i några fall har stärkts sedan folkomröstningen 2003. Eurokrisen visade att det finns risker med att ingå i valutaunionen, inte minst när det gäller att tvingas bidra till att lösa andra staters statsfinansiella problem – något som diskuteras av Andersson och Jonung i kapitel 7.

7.1 Är en folkomröstning nödvändig?

Om det skulle bli aktuellt att fatta ett nytt beslut om euron är en grundläggande fråga hur man bör se på resultatet från folkomröstningen 2003. Formellt var den förstas rådgivande, vilket innebär att riksdagen inte är bunden att följa resultatet. De politiska partierna meddelade dock före omröstningen att de avsåg att göra det. Som vi såg i avsnitt 4 om tidigare svenska folkomröstningar är merparten av de argument som de politiska partierna tidigare har använt när de har gått emot

resultatet av en folkomröstning knappast heller tillämpliga när det gäller euron.

En möjlig invändning mot denna ståndpunkt är att många andra beslut av stor utrikespolitisk betydelse, såsom beslutet om att godkänna Sveriges anslutning till Nato 2023, har fattats av riksdagen utan föregående folkomröstning. Hur bör riksdagen agera om eurofrågan aktualiseras i ett läge där den säkerhetspolitiska eller ekonomiska situationen i omvärlden förändras mycket snabbt, samtidigt som opinionsundersökningarna visar att det har skett en varaktig förändring i väljarnas syn på euron – det vill säga en situation som liknar våren 2022, när Sverige övergav neutralitetspolitiken och beslutade att söka medlemskap i Nato? Mitt svar är att det nog går att tänka sig scenarier där en ny folkomröstning om euron framstår som obehövlig, men att dessa scenarier inte är särskilt sannolika eftersom eurofrågan skiljer sig från Nato-frågan i flera viktiga avseenden. Väljarna har redan två gånger bjudits in att delta direkt i den politiska beslutsprocessen om EU och euron. På det militära och säkerhetspolitiska området finns ingen sådan tradition, utan här har de politiska besluten alltid fattats av regeringen och riksdagen – ofta i bred politisk enighet. Resultatet från folkomröstningen 2003 har också länge betraktats som bindande av de flesta av de politiska partierna. Att ändra praxis nu skulle kräva mycket starka skäl.

I den politisk-teoretiska litteraturen finns lite olika sätt att se på folkomröstningars roll. En vanlig uppfattning är att folkomröstningar är en form av direktdemokrati. Det innebär i så fall att en modern representativ demokrati som ibland genomför folkomröstningar har ett slags blandat styrelseskick med direktdemokratiska inslag i ett i övrigt representativt system. Tuck (2016) har beskrivit folket i en modern demokrati som en *sleeping sovereign* – en latent politisk kraft som normalt överlåter sin makt till valda representanter men som ibland ”vaknar” och åtminstone tillfälligt återtar makten. Invernizzi Accetti och Oskian (2022) argumenterar i stället för att rådgivande folkomröstningar bör ses som en form av kommunikation mellan de valda representanterna och folket inom ramen för den representativa demokratin, inte som en konkurrerande typ av demokrati. Resultatet av en folkomröstning bör enligt detta synsätt inte betraktas som en bindande instruktion till

beslutsfattarna utan som en signal om den allmänna opinionen vid ett visst tillfälle. Det innebär att politikerna, folkets valda representanter, har ett ansvar för att tolka ett folkomröstningsresultat i ljuset av senare händelser och förändrade omständigheter. Ett exempel är efterspelet till 2016 års Brexitomröstning i Storbritannien. Invernizzi Accetti och Oskian menar att de brittiska politikerna tolkade sitt uppdrag fel eftersom de behandlade ett rådgivande resultat som bindande och därmed undandrog sig ansvaret för konsekvenserna av utträdet ur EU och hur det gick till.

Även i Sverige finns det anledning att understryka att det rent författningsmässigt är riksdagen som ska besluta om euron, inte folket. Givet att en folkomröstning redan har ägt rum och att den fungerade så väl som den gjorde talar det mesta emellertid för att ett eventuellt nytt beslut om euron bör föregås av en ny folkomröstning. Folkomröstningsresultatet från 2003 må vara en signal från svenska folket, inte en bindande instruktion – men signalen är ännu stark. Dessutom visar de goda erfarenheterna från 2003 att det är fullt möjligt att genomföra en informativ och saklig kampanj som låter väljarna sätta sig in i viktiga politiska angelägenheter och delta i den politiska beslutsprocessen på ett sätt som stärker tilltron till det politiska systemets sätt att fungera.

7.2 Hur bör beslutsprocessen se ut?

Om eurofrågan åter blir aktuell är det därför angeläget att de politiska partierna noggrant överväger hur en ny folkomröstning och valkampanj inför den bör utformas.

En viktig praktisk fråga är vid vilken tidpunkt en eventuell folkomröstning bör hållas. Den bör enligt min uppfattning ske innan Sverige ansluter sig till växelkursmekanismen ERM II. Om folkomröstningen sker först efter att Sverige gått med i ERM II kan medborgarna få intrycket att de ställs inför *fait accompli*, och det blir dessutom svårare för Sverige att fortsätta inta hållningen att vi inte är förpliktigade att verka för att införa euron. Bättre är att följa modellen från början av 2000-talet – att låta folkomröstningen föregå det formella arbetet med att införa euron och att därmed låta den principiella frågan om valutasamarbetet stå i centrum för den politiska debatten snarare än exempelvis den förmodade anslutningskursen.

Detta resonemang utgår ifrån att en anslutning till ERM II innebär ett åtagande att införa euron, eftersom deltagande i ERM II är ett av de fyra konvergenskriterierna. Det är inte omöjligt att en anslutning till ERM II skulle kunna föranledas av andra valutapolitiska överväganden. Danmark valde 1982 att knyta kronan till D-marken och har deltagit i ERM II sedan 1999. Man skulle kunna tänka sig att regeringen i framtiden vill föra en valutapolitik som liknar Danmarks utan att därför vilja införa euron som valuta i Sverige. Den friheten har regeringen förstås – som vi konstaterade i avsnitt 2 framgår det av kapitel 9 i rege- ringsformen att regeringen har ansvaret för ”övergripande valutapoli- tiska frågor”. En komplikation är emellertid att Sverige genom att delta i ERM II inte längre skulle kunna motivera beslutet att inte delta fullt ut i eurosamarbetet med att ett av konvergenskriterierna inte är upp- fyllt. En övergång från den nuvarande rörliga växelkursen till en fast växelkurs mot euron utan avsikten att senare införa euron som valuta – det vill säga en ”dansk” lösning på det valutapolitiska området – för- utsätter därför troligen förhandlingar med övriga medlemsstater om att bevilja Sverige samma formella undantag som Danmark har från bestämmelserna om euron i EU-fördragen.

För att sammanfatta implikationerna av resonemangen i det avslu- tande avsnittet för frågan om hur en ny folkomröstning bör genom- föras:

- En eventuell ny folkomröstning om euron bör hållas innan Sverige går med i ERM II. På så vis undviks att väljarna uppfattar att de ställs inför fullbordat faktum.
- Själva frågan bör vara enkel och direkt, gärna samma fråga som 2003: ”Anser du att Sverige ska införa euron som valuta?”
- Även om den ojämna resursfördelningen mellan ja- och nej-sidan inte tycks ha avgjort valutgången 2003 är det viktigt att båda sidor i debatten har rimliga möjligheter att nå ut med sina argument – också för den politiska legitimiteten.
- Folkomröstningskampanjen 2003 präglades av ett relativt högt kun- skapsinnehåll. Det är önskvärt även i framtida folkomröstningar – och något som i hög grad beror på mediernas och partiernas age- rande.

Sedan 2003 har motståndet mot euron varit fortsatt starkt i Sverige, men stödet för EU har ökat kontinuerligt. Lindahl och Naurin (2005) lanserade för tjugo år sedan idén att det finns ett samband mellan dessa trender – det vill säga att legitimiteten för EU-samarbetet stärktes i samband med folkomröstningen, eftersom omröstningen blev ett sätt för medborgarna att delta i den politiska beslutsprocessen och de politiska partierna accepterade folkomröstningsresultatet. Det vore oklokt att riskera den balansen genom att tjugo år senare gå emot folkomröstningsresultatet från 2003. Om eurofrågan åter blir aktuell bör målsättningen i stället vara att genomföra en folkomröstning som fungerar lika bra som omröstningen 2003 – eller bättre.

Referenser

- Asp K (2004), Medierna som beslutsunderlag, i Oscarsson H och S Holmberg (red.), *Kampen om euron*, Statsvetenskapliga institutionen, Göteborgs universitet.
- Bernitz U (2000), Folkomröstning om EMU – svenskt fördragsbrott? *Europarättslig Tidskrift*, 3.
- Bernitz U (2002), *European Law in Sweden*, Juridiska fakulteten, Stockholms universitet.
- Calmfors L (2021), *Mellan forskning och politik – 50 år av samhällsdebatt*, Ekerlids förlag, Stockholm.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.
- Eriksson J och M Ljungkvist (2021), *Sverige och euron under 25 års EU-medlemskap*, Sieps, 2021:1.
- Esaiasson P (2004), Förlorarnas reaktioner, och vinnarnas, i Oscarsson H och S Holmberg (red.), *Kampen om euron*, Statsvetenskapliga institutionen, Göteborgs universitet.
- Hobolt S (2009), *Europe in Question: Referendums on European Integration*, Oxford University Press, Oxford.
- Holmberg S (2004), Valspurten avgjorde inte, i Oscarsson H och S Holmberg (red.), *Kampen om euron*, Statsvetenskapliga institutionen, Göteborgs universitet.

- Invernizzi Accetti C och G Oskian (2022), What is a Consultative Referendum? *Perspectives on Politics*, 20.
- Johansson M och J Lewander (2024), *EU-opinionen i rörelse*, Sieps, 2024:11.
- Johansson M och J Lewander (2025), *Mellan tvivel och entusiasm*, Sieps, 2025:7.
- Jonung L och J Vlachos (2007), *The Euro – What's in It for Me?* Sieps, 2007:2.
- Lindahl R och D Naurin (2005), Sweden: The Twin Faces of a Euro-Outsider, *Journal of European Integration*, 27.
- Olsson H (2024), Andersson vill snåla mot EU, *Dagens Nyheter*, 27 maj.
- Oscarsson H (2021), The 2003 Swedish Euro Referendum, i Smith J (red.), *The Palgrave Handbook of European Referendums*, Palgrave Macmillan, Cham.
- Oscarsson H och S Holmberg S (2004a), Kampen om euron, i Oscarsson H och S Holmberg (red.), *Kampen om euron*, Statsvetenskapliga institutionen, Göteborgs universitet.
- Oscarsson H och S Holmberg (red.) (2004b), *Kampen om euron*, Statsvetenskapliga institutionen, Göteborgs universitet.
- Rose R (2020), *How Referendums Challenge European Democracy*, Palgrave Macmillan, Cham.
- Roth F och L Jonung (2020), *Public Support for the Euro and Trust in the ECB in Austria, Finland and Sweden*, Working Paper 2020:19, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.
- SOM-institutet (2025), *Svenska trender 1986–2024*, SOM-institutet, Göteborgs universitet.
- Strömbäck J (2004), Den omöjliga förlusten, i Oscarsson H och S Holmberg (red.), *Kampen om euron*, Statsvetenskapliga institutionen, Göteborgs universitet.
- Sundell A (2024), Danish, Finnish, and Swedish Voters on the EU and the Euro, Statsvetenskapliga institutionen, Göteborgs universitet.
- Svensson P (2021), Issue Voting in Danish EU Referendums, i Smith J (red.), *The Palgrave Handbook of European Referendums*, Palgrave Macmillan, Cham.

TT (2024), Kristersson: Bra med euron – viktig fråga, *Aftonbladet*, 4 juni.

Tuck R (2016), *The Sleeping Sovereign*, Cambridge University Press, Cambridge.

Om att ansluta sig till euron

Stefan Ingves

1 Inledning¹

Det har nu gått nästan 25 år sedan frågan om Sveriges anslutning till euron senast diskuterades. Under tiden har euron etablerats som en stor valuta, EU har fått fler medlemmar och allt fler länder har anslutit sig till euron. Min uppfattning är att även Sverige bör ansluta sig till valutaunionen. Om det skulle ske i skrivande stund är en konverteringskurs om 11 kronor för en euro lämplig. Ett smalt växelkursband på $\pm 2,25$ procent, det vill säga 10,75–11,25 kronor per euro, bör väljas i det deltagande i växelkursmekanismen ERM II, som föregår en euroanslutning.

Detta kapitel behandlar olika aspekter av ett eurointräde. I avsnitt 2 går jag igenom makro- och finansmarknadsbilden för Sverige i förhållande till euroområdet och noterar att samvariationen är stor samt att vi med en stor finanssektor och potentiellt stora kapitalflöden under alla omständigheter är beroende av valutaunionen. I avsnitt 3 diskuterar jag de krav som ställs på Sverige för att få inträda i valutaunionen, de så kallade konvergenskraven, och beskriver både beslutsprocessen och faktiskt ERM II-deltagande i två tidigare typfall.

Avsnitt 4 behandlar Sveriges väg mot euron via växelkursmekanismen ERM II, med de anpassningar av bland annat valutareserven och riksbankslagstiftningen som krävs. I avsnitt 5 flyttas fokus till de nya beslutsstrukturer som krävs och de systemanpassningar som behöver

1 Ett stort tack till Jesper Hansson som hjälpt mig med samtliga figurer.

göras inför en övergång till euron. De stora finansiella transaktions-systemen är redan eller är på väg att bli europeiska. Det underlättar anpassningen till euron. Tillspetsat kan man säga att ur ett tekniskt perspektiv är vi i praktiken redan nästan med, utan att ännu vara med formellt.

Avsnitt 6 utgör slutord som sammanfattar min syn på dagsläget. Utöver diskussionen i detta kapitel kan man hävda att Sverige bör delta i valutaunionen av geopolitiska skäl. Den ansatsen behandlas dock inte här.

2 Några ingångsvärden

Detta avsnitt summerar utgångsläget för en diskussion om en svensk euroanslutning. Avsnitt 2.1 dryftar några ingångsvärden för valutaunionen och i avsnitt 2.2 för Sverige.

2.1 Om valutaunionen

Valutaunionen bildades 1999 efter en lång beslutsprocess. Sverige deltog i de tekniska diskussioner som kom att forma den begynnande valutaunionen. Sverige valde att inte ansluta sig och samtalet om euron hos oss har varit sparsamt därefter.

Belgien, Finland, Frankrike, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Portugal, Spanien, Tyskland och Österrike anslöt sig 1999 och följdes av Grekland 2001, Slovenien 2007, Cypern och Malta 2008, Slovakien 2009, Estland 2011, Lettland 2014, Litauen 2015 och Kroatien 2023. För Bulgarien är alla formella beslut fattade och landet ansluter sig i januari 2026. Efter Storbritanniens utträde ur EU 2020 återstår då EU-medlemmarna Danmark, Polen, Rumänien, Sverige, Tjeckien och Ungern utanför valutaunionen. På olika sätt har Danmark och Rumänien en fast växelkurs gentemot euron, medan Polen, Sverige, Tjeckien och Ungern har en rörlig växelkurs. Bland de länder som inte använder euron är det enbart Danmark som har ett formellt undantag. Övriga förväntas ansluta sig när man uppfyller de fördragskrav som finns för ekonomisk och juridisk konvergens. Flertalet EU-medlemmar använ-

der euron. Polen är det enda större landet som inte gör det. Som andel av BNP utgör valutaunionen cirka 85 procent av hela EU.² Unionen har sammantaget en befolkning på cirka 450 miljoner, varav cirka 350 miljoner använder euron.

Deltagarländerna har anslutit sig vid olika tillfällen, antingen därför att det har dröjt innan man uppfyllt villkoren för att delta, eller därför att de har gått med i EU vid olika tidpunkter. En kombination är inte heller ovanlig. Ett geografiskt näraliggande exempel är de baltiska ländernas medlemskap och deras sammanfallande mål att också ansluta sig till euron.

En fråga som tidigt i processen inför eurons införande diskuterades mycket var i vilken mån ingående länder kunde tänkas utgöra ett i ekonomisk mening optimalt valutaområde. Var de blivande medlemmarna så pass lika och var den ekonomiska politiken sådan att en gemensam valuta skulle fungera? Det finns en stor litteratur i ämnet. Bayoumi och Eichengreen (1994) konstaterar: *"Overall, the results suggest that several potential monetary unions in other parts of the world are relatively similar in key respects to the U.S. currency union."* Innebörden var att det borde gå att skapa en fungerande euro, men att det inte var självklart vilka länder som skulle vara med.

Valutor uppkommer inte av sig själva. Det krävs politiska beslut och en lagstiftningsprocess för att definiera en valuta. Givet den växande deltagarlistan förefaller den politiska processen i många länder vara sådan att euron drar till sig fler EU-medlemmar. EU är inte längre ett frihandelsområde med många ganska små valutor. Euron dominerar, vilket länder som står utanför måste förhålla sig till.

Valutaunionen har också omformats och fördjupats under resans gång. Till följd av olika bankkriser, i samband med den globala finanskrisen 2008–09, drogs slutsatsen att en gemensam valuta inte är förenlig med en nationell, decentraliserad banktillsyn. Det gäller särskilt stora systemviktiga banker. Sålunda skapades bankunionen år 2014, med dess tre delar: banktillsyn utförd av ECB, en gemensam resolu-

2 Eurostat.

tionsnämnd och en resolutionsfond.³ Ett av villkoren för att ansluta sig till euron är numera att delta i bankunionen.

Det här kapitlet handlar om valutaunionen och olika aspekter på en svensk anslutning till den. Införandet av euron är en del av en större integrationsprocess i Europa och valet mellan att delta eller inte delta i eurozonen påverkar hur Sverige positionerar sig i denna process. Under lång tid har det förts en diskussion om vilka konsekvenserna blir för institutionsbygget EU om antalet medlemmar ökar. Det är svårt att sia om slutresultatet, men EU och euron har dragningskraft och en önskan om EU-medlemskap på olika håll kommer troligen att finnas under överskådlig tid.

I en rapport från Frankrikes och Tysklands regeringar, *The Group of Twelve* (2023), föreställer man sig ett Europa med en kärna och omgivande cirklar med en allt lösligare tillhörighet. Kärnan inkluderar medlemskap i valutaunionen. Om ett land väljer att stå utanför den kommer man längre ifrån det beslutsfattande som man ändå påverkas av som en konsekvens av handel, fria kapitalflöden och geografisk närhet. Det är svårt att veta hur väl förankrade förslagen i rapporten är, men riktningen är tydlig: Euroländerna är i mitten, med de institutioner och det institutionsbygge som följer. Inom finansmarknadsområdet ökar beslutskraften om det samtidigt finns både en stor valutaunion och en väl utvecklad kapitalmarknadsunion, som omfattar såväl aktier som obligationer.

Valutaunionen är inte densamma idag som när den bildades 1999. Antalet deltagare har ökat och finansmarknadsbygget inom den, med dess tillkommande institutioner, är ett faktum samtidigt som integrationsprocessen synes fortsätta. Att idag varaktigt ställa sig utanför valutaunionen är något annat än när den bildades år 1999.

3 Bankunionen beskrivs mer i detalj i avsnitt 5.2. Den behandlas också av Englund och Wissén i kapitel 8.

2.2 Och Sverige då?

Makrobilden

Man kan jämföra ekonomier på olika sätt. I denna text är fokus på svensk ekonomi i förhållande till valutaunionen. Ansatsen är jämförelser på makronivå i vissa fall, med startpunkt 1999 och fram till 2024, eller så långt jämförbara data är tillgängliga. På den globala valuta-marknaden står euron för 31 procent av dagsomsättningen och den svenska kronan för 2 procent. Sveriges befolkning utgör ungefär 3 procent av befolkningen inom euroområdet, medan Sveriges BNP är cirka 4 procent av euroländernas. Sverige är en liten öppen ekonomi också i förhållande till eurozonen.⁴

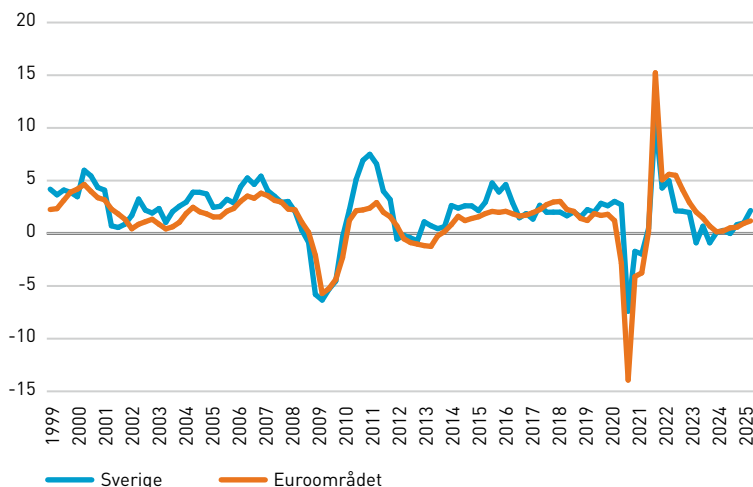
Sveriges export och import har gradvis ökat och är idag i närheten av 50 procent av BNP.⁵ Den ekonomiska utvecklingen är därför mer än tidigare beroende av att vi kan handla med omvärlden. En annan konsekvens är att vi i allt högre grad är beroende av den internationella ekonomiska utvecklingen. Det är svårt att med inhemsk ekonomisk politik fullt ut kompensera för till exempel ett internationellt efterfrågebortfall eller någon annan betydande ekonomisk störning. I den bästa av världar koordinerar många länder – till exempel inom euroområdet – den ekonomiska politiken för att dra nytta av varandras åtgärder.

Figur 1 visar årlig procentuell BNP-förändring i Sverige och euroområdet 2000–24. Det framgår att följsamheten inte är hundra procentig. Samvariationen är dock hög och Sverige skiljer sig inte markant ifrån euroområdet. Eftersom konjunktursvängningarna är likartade kommer den ekonomiska politiken att vara likartad, om än inte identisk. Det gäller särskilt så länge det inte finns en paneuropeisk finanspolitik. Konjunktursvängningarna är tillräckligt lika för att Sverige ska kunna vara en del av valutaunionen.

4 Källor för uppgifterna är Eurostat och BIS (2022).

5 Se vidare kapitel 2 av Forslid.

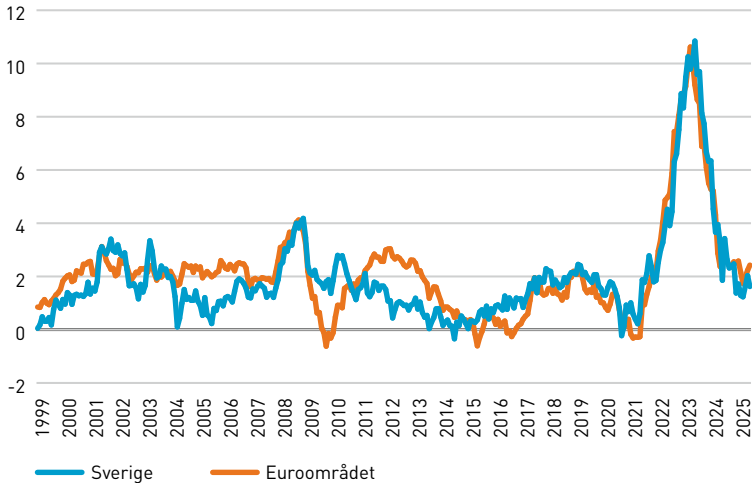
Figur 1 Årlig BNP-tillväxt i Sverige och euroområdet, 2000–24, procent



Källor: Eurostat och SCB.

Figur 2 återger inflationen i Sverige och euroområdet under samma tidsperiod, 2000–24. För att underlätta görs jämförelsen här med det EU-harmoniserade inflationsmåttet, som inte dramatiskt skiljer sig från det svenska KPI. Även i detta fall är följsamheten stor och korrelationen är något högre än för BNP.

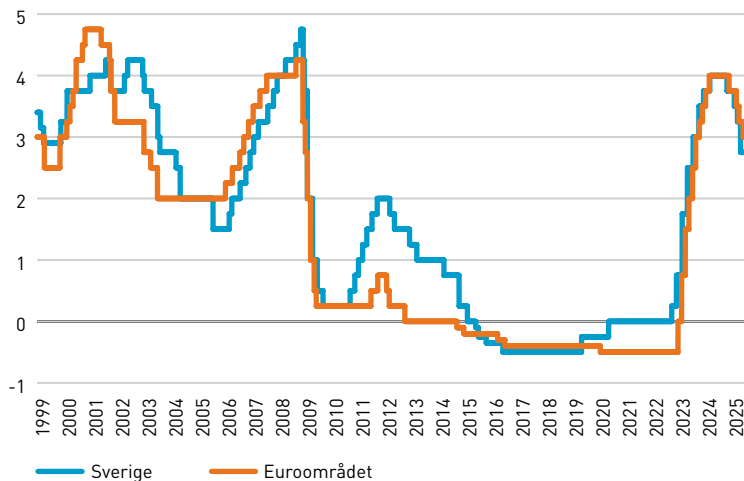
Figur 2 Inflationen i Sverige och euroområdet, HIKP, 2000–24, årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat och SCB.

Eftersom både Riksbanken och ECB har ett inflationsmål på två procent och penningpolitikens tekniska utformning är likartad, kan man vänta sig att räntesättningen också borde vara likartad. Att så är fallet framgår av figur 3, där korrelationen är mycket hög, förutom i samband med eurokrisen. Givet den höga korrelationen skulle man kunna tro att penningpolitiken samordnats, men både Riksbanken och ECB är självständiga institutioner som har sina egna beslutsprocesser. Av Riksbankens penningpolitiska beslutsprotokoll framgår också att någon koordinering inte förekommit. Den likartade räntesättningen beror på en likartad ekonomisk utveckling och att länder med fria kapitalrörelser och väl fungerande räntemarknader tenderar att anpassa sig till den allmänna internationella räntenivån. Om den ekonomiska utvecklingen förblir någorlunda likartad i framtiden innebär en anslutning till valutaunionen inte någon dramatisk förändring.

Figur 3 Styrränta i Sverige och euroområdet, 2000–24, procent



Källor: ECB och Riksbanken.

Finansmarknaden

När en svensk anslutning till valutaunionen diskuterades i slutet av 1990-talet berördes inte den finansiella sektorn och finansmarknaderna i någon större utsträckning.⁶ Fokus var, precis som i andra länder, på den makroekonomiska anpassning som krävdes inför valutaunionens tillkomst. Under den tidsperiod som euron har funnits har det skett stora strukturella förändringar i den svenska finansiella sektorn. Dessa förändringar tog sin början med de avregleringar som skedde under 1980-talet. Samtidigt har även regelverk och beslutsstrukturer inom EU och valutaunionen förändrats under resans gång. Vid ett utanförskap får man acceptera att Sveriges inflytande minskar. Det är inom eurokretsen som de stora och strukturellt viktiga besluten fattas.

Man kan beskriva den finansiella sektorns utveckling i olika dimensioner.⁷ Man brukar säga att det har pågått en tilltagande *finansialisering*.

⁶ Se EMU-utredningen (1996).

⁷ Se även kapitel 8 av Englund och Wissén.

ring. Finansmarknaderna i vid mening har fått en allt större betydelse för allt fler. Samtidigt har den offentliga sektorns skulder reducerats kraftigt. Slutresultatet är att staten har lånat allt mindre, medan företag och hushåll har lånat allt mer. Under 1990-talet handlade diskussionen om finanspolitisk dominans (statsskuldsdominans, det vill säga en situation där statsskulden växer kraftigt mot en ohållbar nivå, försvårar penningpolitiken och kan leda till växelkursbekymmer). Idag, med stora skuldstockar i den privata sektorn, uppstår andra risker. Man får i stället oroa sig för finansiell dominans som kan påverka dels ren krishantering, dels den ”vanliga” ekonomiska politiken.⁸ Frågan är strategiskt viktig och hur den spelar ut beror på om man håller fast vid en liten egen valuta, sannolikt volatil, eller om man tillhör en mycket större gemenskap som valutaunionen.

Breman med flera (2024) redogör för de förändringar som skett de senaste 30 åren och noterar att strukturförändringarna också påverkar till exempel penningpolitiken. Med helt fria kapitalrörelser är detta inte så överraskande, men det är ännu ett tecken på att den svenska finansmarknaden i allt större utsträckning är beroende av omvärlden (inte enbart eurozonen, men den är ändå den närmaste och största granen). Av författarnas redogörelse framgår att en allt större del av företagens finansiering sker i utländsk valuta, där euron dominerar.

Det är fullt möjligt att ha en stor finanssektor utan att vara medlem av valutaunionen. Det är inte en stor fråga på den ekonomiska agendan så länge man lyckas upprätthålla ett slags ”kontrollerbar normalitet”. Det kräver i sin tur mycket starka institutioner, med en förmåga att bromsa till exempel en kraftig kreditexpansion. Sverige har, enligt mitt förmenande, en svag och politiskt styrd makrotillsyn och den senaste versionen av riksbankslagen begränsar Riksbankens handlingsutrymme. Sverige har därtill ett begränsat handlingsutrymme när det gäller regelverken, eftersom de bestäms på EU-nivå, där euromedlemmarna dominerar. Svensk ekonomi är i den här dimensionen sårbar och det är svårt att se vari fördelen med en egen valuta ligger.

Det gäller att reflektera över osannolika men möjliga händelser och att föreställa sig hur de ska hanteras om man är med respektive inte är

8 Den engelska benämningen för när händelser i finanssektorn kraftigt kan påverka ekonomin är *financial dominance*.

med i valutaunionen. Min erfarenhet av besvärliga situationer är att det alltid är den svagare parten som blir beroende av den starkare partens intressen, till exempel Riksbanken gentemot ECB. I det avseendet är det bättre att tillhöra ett större kollektiv, ett slags ömsesidigt försäkringskollektiv, än att inte göra det. Sverige och Schweiz är inte två jämförbara ekonomier, men visar ändå på de avvägningar som man kan behöva hantera. För närvarande är den schweiziska centralbankens valuta-reserv cirka 100 procent av BNP.⁹ Det är en konsekvens av tidigare valutainterventioner för att undvika att valutan blir alltför stark. Översatt till svenska mått skulle det innebära en valuta-reserv på cirka 6 000 miljarder kronor. Om den svenska kronan omvänt skulle depreciera kraftigt påverkar det både räntor och inflation, samtidigt som vi exporterar våra problem till andra. Om det på lång sikt skulle accepteras av andra EU-medlemmar där flertalet är med i valutaunionen är en öppen fråga.

3 Konvergens

3.1 Konvergenskraven

För att en valutaunion varaktigt ska fungera behöver medlemsländernas ekonomiska utveckling vara någorlunda enhetlig: dels när man går in i valutaunionen, dels varaktigt. Det kanske viktigaste är att ekonomiska beslutsfattare är medvetna om de konsekvenser som följer av ett deltagande i valutaunionen. För att gå med i den behöver man uppfylla ett antal villkor för ekonomisk och legal konvergens samt deltagande i bankunionen.

Konvergensvillkoren finns väl dokumenterade i ett stort antal årliga konvergensrapporter från ECB och EU-kommissionen. Min utgångspunkt är ECB:s konvergensrapport (2024c). Konvergensvillkoren kan klassificeras och numreras på olika sätt. Nedan följer tio villkor som ett land måste leva upp till för att få inträda i valutaunionen.

⁹ <https://www.snb.ch/en/>.

Ekonomisk konvergens

1. Inflationstakten får överstiga den i de tre länderna i valutaunionen som har lägst inflationstakt med högst 1,5 procent.
2. Den offentliga sektorns budgetunderskott får inte överstiga tre procent av BNP.
3. Den offentliga sektorns skuld får inte överstiga 60 procent av BNP.
4. Under minst två år ska landet ha deltagit i växelkursmekanismen ERM II, där växelkursen mot euron inte får avvika med mer än ± 15 procent från överenskommen centralkurs.¹⁰
5. Upprätthållandet av växelkursbandet i ERM II är ett ömsesidigt åtagande. En ensidig devalvering av kandidatlandet accepteras inte.
6. Allvarliga växelkurssvårigheter, till exempel i form av kraftiga växelkursvariationer, får inte uppkomma under ERM II-medlemskapet.
7. Den långa räntan får högst vara två procentenheter över motsvarande ränta i de tre länderna i valutaunionen med lägst inflation.
8. En allmän utsaga om "andra relevanta faktorer", såsom olika inflationsmått, enhetsarbetskostnader, extern balans och grad av marknadsintegration.

Det är inte uppenbart hur "andra relevanta faktorerna" ska tolkas. En möjlighet är att se dem som makroekonomiska faktorer som kan påverka den ekonomiska utvecklingen, och därmed också i förlängningen de precisa konvergenskraven: ett slags varningsflaggor, även om andra krav uppfylls vid en given tidpunkt. ECB gör också en bakåtblickande bedömning över de senaste tio åren och en framåtblickande bedömning om i vad mån ett kandidatland förefaller ha förmågan att upprätthålla konvergens för att därigenom bidra till varaktig ekonomisk stabilitet inom valutaunionen.

Legal konvergens

9. Den legala konvergensen bedöms utifrån huruvida den nationella lagstiftningen är förenlig med ett euromedlemskap. Det är inte enbart

¹⁰ Växelkursmekanismen ERM I, som tillkom redan 1979, omformades till ERM II i samband med eurons införande 1999.

en formell bedömning; ett kandidatland förväntas också anpassa sin lagstiftning i allmänhet i enlighet med europeiska fördrags och statuters anda. I ECB:s konvergensbedömning ligger stort fokus på den nationella centralbankens självständighet.

Bankunionen

10. Slutligen kräver ett euromedlemskap sedan 2014 att landet deltar i bankunionen, så långt som den kommit på plats. Det innebär att delta i den gemensamma tillsynsmekanismen som sköts av ECB, att delta i den gemensamma bankresolutionsstyrelsen samt att bidra till bankunionens resolutionsfond.¹¹ I takt med att bankunionen utvecklas över tid kan man räkna med att åtagandena gradvis ökar.

3.2 Den formella beslutsprocessen

Ett första steg mot medlemskap i valutaunionen är att i minst två år delta i växelkursarrangemanget ERM II, det vill säga att hålla en i huvudsak fast växelkurs mot euron. Deltagande i ERM II är en provperiod där ett land ska visa att det klarar av anpassningen, med alla de villkor som listats ovan. Därtill behövs en inhemsk förberedelse- och beslutsprocess, vilket innebär att ett euromedlemskap från ax till limpa torde ta mellan tre och fyra år.

Inträde i ERM II kräver ömsesidiga formella beslut i det anslutande landet och ERM II-länderna. En sådan process förutsätter i praktiken diskreta sonderingar för att förbereda besluten. Formella beslut är i regel väl förberedda under lång tid och sannolikheten för ett formellt nej till deltagande inför öppen ridå är liten. När förberedelsearbetet och sonderingarna är genomförda möts finansministrarna i valutaunionens medlemsländer, representanter för ECB samt finansministrar och centralbankschefer i de icke-euroländer som deltar i ERM II (för närvarande Danmark och Bulgarien). Processen innefattar också konsultationer med Kommissionen och den del av den Ekonomiska och Finansiella Kommittén, EFK, som enbart består av euromedlemmar. Besluten kräver enighet mellan alla inblandade parter. I regel blir cen-

¹¹ Se också avsnitt 5.2.

tralkursen den konverteringskurs som sedan används vid eurointrädet. I ECB:s policydokument rörande ERM II-anslutning anges också – mycket diffust – att ett fluktuationsband smalare än ± 15 procent kan vara möjligt. Min egen bedömning är att ett sådant beslut är osannolikt. Däremot kan ett land som ansluter sig till ERM II ensidigt välja ett variationsband som är smalare. Om man till exempel har haft ett fastkursarrangemang är ett smalare intervall naturligt eftersom det då inte finns skäl att temporärt frångå en växelkurs som redan är i det närmaste konstant mot euron.¹²

Centralkursen ska vara den bästa möjliga bedömningen av en jämviktsväxelkurs vid inträdet i ERM II. Vid bandgränserna finns ett ömsesidigt åtagande om i princip automatiska och obegränsade valutainterventioner.¹³ En del av överenskommelsen inkluderar en möjlighet för samtliga parter att i hemlighet föreslå en justering av centralkursen. Under normala omständigheter betyder arrangemanget att obegränsade interventioner är osannolika. I stället justeras centralkursen innan man slår i bandgränserna.

Anta nu att konvergensvillkoren, inklusive deltagande i ERM II, är uppfyllda. Då vidtar en detaljerad beslutsprocess där Europeiska rådet (stats- och regeringscheferna) beslutar om landet kan övergå till euron. Beslutet fattas efter ett förslag från Kommissionen, en konsultation med ECB, en rekommendation från euromedlemmarna och en konsultation med Europaparlamentet. En viktig fråga är då valet av konverteringskurs eftersom det beslutet är oåterkalleligt.¹⁴

3.3 Två typiska fall

ERM II har nu funnits i drygt ett kvarts sekel och ett stort antal länder har passerat genom detta system på väg mot valutaunionen. ECB:s ERM II-avtal har ändrats då och då när nya länder kommit till men i stort har beslutsmekanismerna och strukturen förblivit desamma. Det är ett testat system som har fungerat. Detta betyder inte att anslutningsprocessen varit densamma för alla nytillkomna medlemmar. Två

12 Den här processen återges väl i ECB (2003) och i Dorrucci med flera (2020).

13 Se till exempel Official Journal of the European Union (2006).

14 <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/join-the-euro-area/#Decision>.

faktorer spelar särskilt stor roll. Den första är graden av anpassningsbehov för att uppnå konvergensvillkoren och den andra är det växelkurssystem som man använt före anslutningen till ERM II, samt i vilken mån växelkursen då och under tiden i systemet varit stabil. Alla variabler är i någon mening sammanlänkade eftersom växelkurser och allmän makroekonomisk balans hänger ihop. Nedan redogörs för två typiska fall som båda lett till ERM II-medlemskap, men där startpunkterna varit olika. Fokus är på växelkursutvecklingen, men den makroekonomiska utvecklingen finns i bakgrunden och påverkar när en konvertering till euron är både möjlig och överenskommen.

Finland

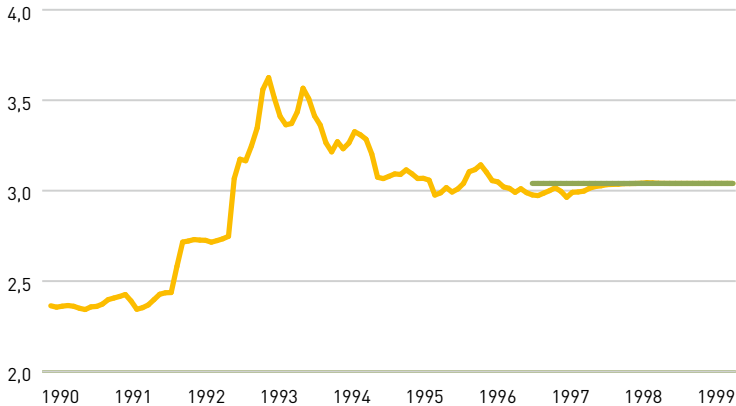
Finland gick under början av 1990-talet igenom en ekonomisk kris liknande den i Sverige. På vägen mot makrostabilitet kom man under en ganska kort period att ha en flytande växelkurs och ett inflationsmål som monetärt ankare.¹⁵ I det avseendet påminner Finlands situation före landets beslut att ansöka om inträde i valutaunionen om den Sverige skulle hamna i efter ett beslut om anslutning till euron.

Å ena sidan började den makroekonomiska anpassningen i Finland före inträdet i ERM II, medan å andra sidan växelkursen stabiliserades nästan omedelbart vid inträdet i ERM II. Ett skäl till det var att den allmänna ekonomiska politiken blev alltmer trovärdig i kombination med ERM II-anslutningen. För att parera växelkursfluktuationer och undvika en appreciering intervenerade Finlands Bank under en period, med följd att valutareserven fördubblades. De kursrörelser som förekom ledde inte till att man slog i bandgränserna. Figur 4 visar tydligt hur snabbt växelkursvariationerna minskade och att man gick närmast asymptotiskt mot centalkursen.¹⁶ Trots stora ekonomiska bekymmer i början av 1990-talet blev europrocessen i valutahänseende snabb och nästintill problemfri.

¹⁵ Se till exempel Korhonen (2001).

¹⁶ Figuren återger centalkursen i termer av D-mark. Euron fanns ju inte vid den här tidpunkten. ERM II-perioden framgår av den horisontella linjen vid 3,04.

Figur 4 Växelkursen mellan den finska marken och D-marken på 1990-talet



Källa: Korhonen (2001).

Slovakien

Slovakien blev medlem av EU 2004 och införde euron 2009. Landets utgångsläge och anpassningskrav var helt annorlunda än Finlands. För Slovakien gällde det att komma ikapp i fråga om institutionsbyggnad, att utveckla marknader och uppnå en tilltagande ekonomisk integration utifrån ett i förhållande till de tidigare EU-medlemmarna svagt ekonomiskt läge.¹⁷ Slovakien klargjorde tidigt att man hade för avsikt att ansluta sig till valutaunionen och 2009 angavs som en lämplig tidpunkt för det. Landet förde en framgångsrik stabiliseringspolitik som bland annat ledde till apprecieringstendenser för den slovakiska korunan. Slovakien gick med i ERM II 2005. En central fråga var hur man skulle hantera valet av centralkurs i en situation med apprecieringstryck. När man vid två tillfällen närmade sig interventionsintervallets nedre gräns (en appreciering) väcktes frågan om centralkursen borde ändras. Korunan revalverades och man kom överens om en ny centralkurs. Det finländska exemplet är att föredra, men eftersom en

¹⁷ ECB (2008).

ekonomisk anpassning är en dynamisk process är det rimligt med flexibilitet.

Idag är 20 länder medlemmar i euroområdet och ytterligare ett, Bulgarien, kommer att ansluta 1 januari 2026. Jag har fokuserat på ERM II för att belysa hur växelkursanpassningen skett på vägen mot centralkurs och konverteringskurs. Varje land har sin egen specifika historia, men samtidigt är det några förhållanden som går igen:

- Om man länge har haft en fast växelkurs, blir en euroanslutning närmast en fortsättning på, och därmed också en slutstation för, det växelkurssystem som redan tillämpats.
- ERM II har ett brett interventionsband. En ERM II-anslutning innefattar en förväntan om en omförhandling av centralkursen innan man närmar sig interventionsgränserna. ERM II kan hantera ändrade förhållanden på ett flexibelt sätt. Systemet är ett slags halvfast växelkursarrangemang men med en tydlig förväntad slutpunkt.
- I vissa fall har det funnits förtroende för den ekonomiska politiken före inträdet i ERM II. I Finlands fall ledde det till en snabb stabilisering av växelkursen före inträdet. I andra fall förefaller ERM II däremot ha varit en stabiliserande faktor.¹⁸
- Flexibiliteten på vägen mot valutaunionen har gjort det möjligt att hantera länder med mycket olika förutsättningar, både när det gäller att "komma ikapp" i ekonomisk mening och att få ERM II-anslutningen att fungera som en styråra när den egna ekonomiska politiken haft svårt att upprätthålla makroekonomisk balans.

Mot den här bakgrunden representerar Danmark och Sverige två ytterligheter. Danmark, med sitt formella undantag från deltagande i valutaunionen, har haft en fast växelkurs och ett smalt interventionsband, $\pm 2,25$ procent, under lång tid, medan Sverige har haft en fritt flytande växelkurs sedan 1992, i stort sett utan valutainterventioner.

¹⁸ Hochreiter och Tavlas (2006).

4 Sveriges väg mot euron

4.1 Konvergens

Här berör jag inte den övergripande politiska beslutsprocessen.¹⁹ Framställningen är inriktad på hur vägen in i valutaunionen kan tänkas se ut efter att ett eventuellt politiskt beslut har fattats.

ECB (2024c) konstaterade att Sverige uppfyller de makroekonomiska konvergenskriterierna avseende budgetunderskott, offentlig skuld och långränta, men avviker med tre tiondelar avseende inflationen. Givet den ekonomiska samvariation jag diskuterat tidigare är sannolikheten stor att Sverige kommer att uppfylla de makroekonomiska konvergenskraven även framgent. Återstår så legal konvergens och medlemskap i ERM II.

När det gäller legal konvergens har ECB med många detaljer konstaterat att den nya riksbankslagen inte uppfyller kraven.²⁰ Huvudfrågan gäller Riksbankens självständighet i olika avseenden, till exempel rörande definitionen av penningpolitik, som är inskränkande rörande köp och försäljning av värdepapper. Statspapper bör jämföras med andra värdepapper. Instruktionsförbudet bör också ändras, eftersom det är mycket snävt formulerat. Vidare ska riksdagen inte kunna överpröva vad som avses med prisstabilitet. Det har funnits ett politiskt intresse av att begränsa Riksbankens självständighet. Samtidigt har ECB:s invändningar varit välkända. Det här är ett förhållande som måste rättas till. Rent tekniskt torde det inte vara svårt att ändra lagen så att konvergenskriteriet uppfylls.

För att ansluta sig till valutaunionen krävs en planeringshorisont på tre år eller mer, om man följer gängse schema. Tre år före en tänkt anslutning till euron behövs någon form av dokument som dels är en politisk viljeyttring, dels beskriver ungefär hur anslutningsprocessen ska gå till. Utöver frågorna om makroekonomisk och legal konvergens behöver man ange vilken organisation som behövs för att delta i ERM II, vad själva övergången till euro innebär i rättslig mening, vilken lagstiftning som behövs, hur allehanda IT-system och redovisning behö-

¹⁹ Se kapitel 12 av Lindvall.

²⁰ Lag 2022:1568 om Sveriges Riksbank.

ver anpassas och hur ett byte av sedlar och mynt ska gå till. Vid det här laget finns det gott om erfarenheter bland nya och gamla euromedlemmar att lära av. Kommunikation, tidtabell och tydlighet kommer att vara viktiga under hela anpassningsprocessen.

4.2 Medlemskap i ERM II

I avsnitt 3.2 beskrev jag kortfattat hur beslutsfattandet rörande ERM II-medlemskap inom EU går till. Att välja centralkurs kräver noggranna förberedelser. Frågan lämpar sig inte heller för en utdragen öppen förhandling som böljar fram och tillbaka. En sådan process skulle skapa osäkerhet och volatilitet – motsatsen till en förutsägbar och stabil övergång till ERM II.

Enligt lagen om valutapolitik beslutar regeringen om det system som ska gälla för att fastställa kronans värde i förhållande till utländska valutor (växelkurssystem). Vid behov ska regeringen också besluta om centralkurs och bandbredd.²¹ Inför ett sådant beslut ska Riksbanken ha fått tillfälle att yttra sig. Riksbanken har också rätt att göra en framställning om att regeringen ska fatta beslut om växelkurssystem, centralkurs och bandbredd. Det finns med andra ord ett ömsesidigt beroende mellan regeringen och Riksbanken, som är den myndighet som ska tillämpa det växelkurssystem som valts. Riksbanken har då att bedöma om valet av växelkurssystem kan fungera, givet målet om prisstabilitet och den allmänna ekonomiska utvecklingen. I ett ERM II-sammanhang innebär det att regeringen och Riksbanken behöver vara överens om centralkurs och bandbredd. Allt annat torde i praktiken vara ogenomförbart. Det är svårt att vidmakthålla ett växelkurssystem som den ena parten inte tror på. Innan Sverige närmar sig ERM II-motparterna behöver man genomföra ett internt arbete för att komma fram till ett förslag om centralkurs och bandbredd som både är en stabil genomförbar lösning för Sverige och som kan accepteras av euromedlemmarna och övriga ERM II-medlemmar. För att ett sådant inhemskt förberedelsearbete ska fungera krävs både tid, lämpliga arbetsformer och diskretion.

21 Lag om ändring i lagen (1998:1404) om valutapolitik, SFS 2022:1576.

Man kan närma sig frågan om centralkurs, och i förlängningen slutmålet konverteringskurs till euron, på olika sätt. Det är eftersträvarsvärt att välja en centralkurs som är stabil under ERM II-perioden och som också kan fungera som ett slags riktningssangivelse inför ett slutgiltigt beslut om konverteringskurs. En del av den processen är att fokusera på vilka faktorer som, i varje fall i teorin, bestämmer en jämviktswäxelkurs. Målet bör vara en ekonomisk utveckling som ger både intern och extern balans. Ett sätt att beskriva ett sådant idealiserat tillstånd är när ekonomin producerar ungefärligen vid sin förmåga, arbetslösheten är låg (eller normal), räntan är normal och man ligger vid inflationsmålet på två procent samtidigt som växelkursen är någorlunda stabil.

All ekonomisk utveckling över tid är ett dynamiskt förlopp. Det gäller i ännu högre grad i en liten öppen ekonomi som hela tiden utsätts för störningar från omvärlden. Detta innebär att ingen jämvikt varar särskilt länge. En tänkt jämviktswäxelkurs är därför en färskvara. Trots det är det här stiliserade sättet att beskriva en ekonomi till hjälp när man ska bedöma var en framtida jämviktswäxelkurs kan tänkas ligga.

Inför den förra diskussionen om euron gjordes det en del kalkyler av en tänkt möjlig konverteringskurs. Nilsson (2002) är ett exempel på hur man med en teoretisk/empirisk ansats då kunde resonera. Han noterar: *"Apart from the statistical uncertainty of the model, such assessments by necessity rely on a number of additional assumptions."* I en omfattande analys av växelkursutvecklingen för kronan kommer Flam och Persson (2024) fram till en liknande slutsats: "De teorier som finns för att bestämma växelkursen är inte användbara på kort sikt." Ca'Zorzi med flera (2020) noterar att det finns modeller som har en bättre prediktionsförmåga än en ren slumpvandring, men att dessa samtidigt är svagt knutna till ekonomiska fundamenta på lång sikt. De menar vidare att en flytande växelkurs inte förefaller hjälpa när det gäller att sluta ett bytesbalansgap. Sverige är ett exempel på det, eftersom vi under lång tid har haft ett stadigt bytesbalansöverskott utan att den svenska kronan systematiskt har apprecierat.

Slutsatsen är att en modellanalys sannolikt ger begränsad vägledning när man ska välja centralkurs. Samtidigt är det väl värt att göra sådana modellanalyser. De ger ett viktigt bakgrundsunderlag, inte minst då

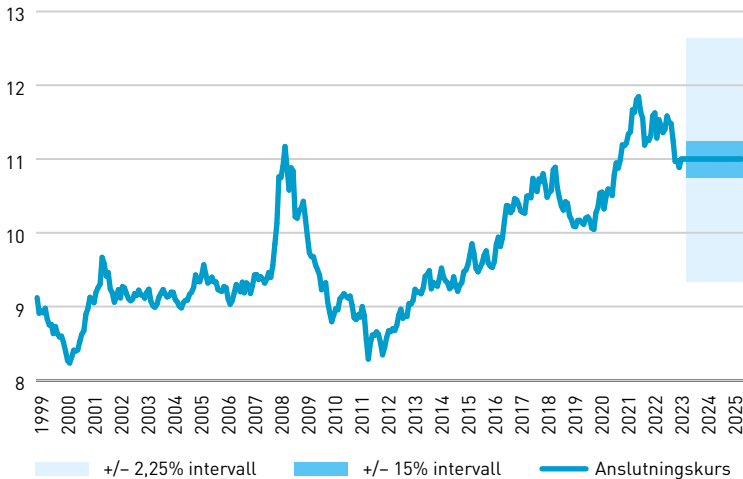
exempelvis ECB och Kommissionen torde göra liknande analyser. En fråga som då särskilt behöver beaktas, och som realekonomiska modeller i regel inte hanterar, är betydelsen av helt fria kapitalrörelser i kombination med en stor finanssektor som kan generera stora både in- och utflöden av kapital. Riskpremier och hur man betraktar en ganska liten valuta i förhållande till de stora valutorna spelar då också en roll. Här borde det finnas gott om utrymme för ytterligare empirisk forskning. Det är ett arbete som med fördel kan inledas snarast.

ERM II, ett exempel

När euron introducerades 1999 kostade en euro ungefär 9,50 kronor. Idag (oktober 2025) ligger kursen kring 11 kronor (se figur 5). Även om man mäter i termer av real växelkurs, alltså förhållandet mellan inhemsk och utländsk prisnivå uttryckta i samma valuta, har kronan försvagats.²² Här fokuserar jag fortsättningsvis på den nominella växelkursen, eftersom det är den växelkurs som gäller för ERM II-deltagande i fråga om såväl centralkurs som konverteringskurs. Samtidigt är den reala växelkursen en av de ingående bakgrundsvariablerna.

22 Med en ungefärlig början under 1990-talet har kronans reala växelkurs försvagats mot många olika valutor. Belfrage (2021) ger en god beskrivning hur den här processen har sett ut under lång tid. Se även Flam och Persson (2024) samt kapitel 5 av Flodén.

Figur 5 Kronans växelkurs mot euron, 1999–2024, kronor per euro



Källor: Riksbanken och egna beräkningar.

I avsnitt 2 visade jag att den allmänna makroekonomiska bilden i Sverige är ganska lik den i euroområdet. Inflation, ränta och tillväxt är ungefär desamma i Sverige och euroområdet. Det betyder att den reala och den nominella växelkursen kan antas utvecklas på ett likartat sätt i ett ganska kort tidsperspektiv. Det är så som man ska se en anslutning till ERM II. På kort sikt hinner det inte hända så mycket med löne- och produktivtetsutveckling. Sverige har sedan länge en väl utvecklad valutamarknad med god omsättning, samtidigt som olika modeller ger en begränsad vägledning rörande centralkurs. Slutsatsen blir då att kronans marknadsvärdering under normala ekonomiska förhållanden bör bli starkt vägledande vid valet av centralkurs. Det är också rimligt att undvika fluktuationer i närtid. Det kan man till exempel göra genom att använda genomsnittlig växelkurs det senaste året.

Ett motargument grundas på Sveriges långvariga bytesbalansöverskott och fortsatt höga sparande. Med det synsättet borde centralkursen vara starkare än den rådande marknadskursen. Ett fullt möjligt scenario är att marknadskursen stärks så fort en eurodiskussion får mer fast form. Ytterst bestäms centralkursen i en förhandling mellan

Sverige och euro-/ERM II-medlemmarna. Med marknadskursen som utgångspunkt kommer då respektive sida att vrida och vända på vad som kan anses vara en stabil centralkurs under en tvåårsperiod. Det är omöjligt att i förväg säga var den förhandlingsjämvikten landar, men det är osannolikt att den hamnar långt ifrån marknadskursen. Valet av centralkurs är också ett steg på vägen mot ett fördjupat ekonomiskt samarbete, ett långsiktigt åtagande från båda sidor. I en sådan förhandling är det viktigt att båda sidors synpunkter tillgodoses. En kortsiktig "vinst" i förhandlingarna kan leda till problem längre fram.

Mot bakgrund av det sagda är i skrivande stund en lämplig centralkurs 11,00 kronor för en euro med ett ömsesidigt interventionsband med en övre gräns om 12,65 och en nedre gräns om 9,35, det vill säga ± 15 procent runt centralkursen.

Val av ERM II-strategi

Sverige har sedan 1990-talet ett väl etablerat penningpolitiskt ankare, ett inflationsmål på två procent. Med fria kapitalflöden kan man inte ha både ett inflationsmål och en fast växelkurs. Samtidigt innebär ERM II-medlemskapet ett slags hybridlösning under en övergångsperiod när Sverige ska byta ankare från ett nationellt till ett europeiskt inflationsmål. Det är nödvändigt att ta ställning till hur konvergensperioden i ERM II ska hanteras.

Den här frågan berördes summariskt av Riksbanken (2003). En extremlösning är att låta kronan flyta fritt inom det breda interventionsbandet under nästan två år och sedan intervensera på valutamarknaden för att låta centralkursen också bli konverteringskurs, även om man kanske långa perioder avviker från centralkursen. Det är tveksamt om detta tillvägagångssätt skulle sända en tillräckligt tydlig signal om att man har för avsikt att gå med i valutaunionen. Det är också svårt att sia om vad motparterna skulle säga om ett sådant arrangemang.

Ett annat alternativ är att före ERM II-inträdet "tänka högt" om vad centralkursen skulle kunna tänkas bli samt att vid ERM II-inträdet ensidigt deklarerar att avsikten är att hålla kronan inom ett betydligt snävt intervall. Man kan vara mer eller mindre tydlig om bandbredden. I dess enklaste och tydligaste form tillkännager man en bandbredd som man sedan håller sig till. Att välja den danska bandbredden

+/-2,25 procent är en näraliggande möjlighet.²³ Med en växelkurs på 11 kronor per euro blir då den nedre gränsen 10,75 och den övre gränsen 11,25. Det skulle vara tre nominella tal som snabbt får fäste. Det här är den strategi som jag rekommenderar. Den visar att man tar en euroanslutning på allvar och att man tidigt i processen är beredd att agera därefter. Målet är då också att centralkursen ska bli den kommande konverteringskursen.

Den breda bandbredden innefattar ett ömsesidigt interventionsåtagande. ECB kan, men är inte skyldig att, ingå en liknande överenskommelse vid den smalare bandbredden. I en förhandling bör Sverige därför göra en sådan framställan också rörande det smalare bandet. Samtidigt visar de tidigare exemplen att både avtal och sättet att resonera inte förutsätter ett ERM II-medlemskap helt utan flexibilitet. Om de ekonomiska omständigheterna ändras så mycket att man är överens om en justerad centralkurs bestämmer man en ny sådan. Det är en fördel om det inte blir nödvändigt, men i en osäker värld är det en rimlig ventil.

Att gå från rörlig till fast växelkurs är inte bara en intellektuell och tankemässig omställning. Den dagliga valutahandeln kommer att påverkas och sättet att resonera kring växelkursen såväl bland professionella valutahandlare som företag och den breda allmänheten kommer att ändras jämfört med vid en flytande växelkurs. Övergången behöver stödjas av en informationsgivning som tydligt förklarar vad som sker. Idag är Riksbankens valutareservsförvaltning uppbyggd kring två huvudteman: (i) en flytande växelkurs och (ii) ett fokus på finansiell stabilitet, där det snabbt ska vara möjligt att förse finanssektorn med likvid valuta vid omständigheter som riskerar att på ett systemviktigt sätt hota den finansiella stabiliteten.

Om man exkluderar Riksbankens guldinnehav, är valutareserven ungefär 450 miljarder kronor, varav 64 procent är amerikanska dollar och 21 procent euro.²⁴ Valutareserven motsvarar ungefär sju procent av BNP. Sverige behöver på intet sätt kopiera Danmark, men det är på sin plats att göra en jämförelse, eftersom Danmark har haft en fast växelkurs mot euron sedan den infördes. För Danmarks del är

23 Ekofin (1998).

24 Riksbanken (2024d).

andelen dollar 10 procent och andelen euro 79 procent. Valutareserven utgör ungefär 15 procent av BNP.²⁵ Med den här jämförelsen som riktningssangivelse behöver Sverige både ändra valutareservens sammansättning och öka valutareserven betydligt. Om man följer det danska exemplet måste valutareserven mer än fördubblas. Riksbanken har sedan länge ett valutabytesavtal med ECB, men det kan inte ersätta behovet av en ombalansering av valutareserven och en analys av kravet på valutareservens storlek.²⁶ Mest transparent är att ange hur mycket valutareserven behöver öka och sedan köpa euro i marknaden. Sådana köp är en form av valutaintervention, men enkelhet och tydlighet är att föredra framför finansiell ingenjörskonst.

Att vidmakthålla en fast växelkurs kräver också en annan typ av beredskap än i en inflationsmålsregim. Framför allt måste man ha en organisatorisk beredskap att omedelbart intervensera på valutamarknaden vid behov. Det kräver nya interna beslutsformer och ett återskapande av gammal ”fastkurskunskap” på Riksbanken. Det behövs också en förståelse hos ägaren, riksdagen, att Riksbanken på ett annat och mycket handfast sätt kan behöva använda sin balansräkning.

Behov av anpassning

Jag noterade i avsnitt 2.2 att den ekonomiska utvecklingen i euroområdet och Sverige varit likartad. Samtidigt kan av olika skäl den ekonomiska utvecklingen alltid leda till spänningar mellan länder. Det är möjligt att skapa olika hypotetiska exempel där den ekonomiska utvecklingen i Sverige och euroområdet drar åt olika håll. När man skapar sådana exempel kan man göra det i tre olika ekonomiska världar: före ERM II, när man är medlem i ERM II och när man har infört euron. Det första exemplet beskriver dagens växelkurssystem med en flytande växelkurs och inflationsmål. För detta finns det inte skäl att gå in på anpassningsmekanismerna under rådande förhållanden.

Anta nu att Sverige har gått in i ERM II med en centralkurs och ett smalt band. Anta också att inflationen i Sverige har blivit lägre än i euroområdet. Då kommer exporten att öka, importen att minska och kro-

²⁵ Nationalbanken (2023) och forexleaderboard.com.

²⁶ Riksbanken (2024d), fotnot 43.

nan att utsättas för ett apprecieringstryck. När kronan stärks, slår man i bandets nedre gräns (det går åt färre kronor per euro). Riksbanken intervenerar, köper euro och säljer kronor. Valutareserven växer och mängden kronor, likviditeten ökar. Sannolikt sänker man också räntan och inflationen stiger efter ett tag. Vidare får man diskutera vilken mix mellan penning- och finanspolitik som kan tänkas lösa spänningarna. Fortsätter apprecieringstrycket kommer man förr eller senare i ett läge där man måste avgöra om man ska fortsätta att köpa euro och skapa kronor eller omförhandla centralkursen.

Anta nu i stället att det omvända läget har uppstått. Inflationen i Sverige är högre än i euroområdet. Exporten faller och importen ökar, kronan deprecierar och man slår i bandets övre gräns (det går åt fler kronor per euro). Då kommer Riksbanken att sälja euro och köpa kronor. Valutareserven minskar och mängden kronor minskar också i motsvarande mån. Sannolikt höjs då räntan och inflationen faller efter ett tag. Även här behöver man diskutera vilken inhemsk policy mix som rättar till problemen. Fortgår utvecklingen faller valutareserven tills man omförhandlar centralkursen. Den svenska kronan devalveras. I den bästa av världar förs en sammantagen ekonomisk politik som återställer balansen utan en omförhandlad centralkurs. Om problemen inte åtgärdas vid förlopp av detta slag är det troligt att man bryter mot de makroekonomiska konvergenskriterierna och att en euroanslutning därför skjuts på framtiden.

När euron väl införts är en anpassning fortfarande möjlig, men kommer då inte att ske genom inhemsk penningpolitik. Hur en anpassning i det läget går till ligger utanför ämnet för detta kapitel.

5 Några anpassningsfrågor

5.1 Nya beslutsstrukturer

Alla EU-länder är delägare i ECB och Sveriges kapitalandel är cirka tre procent. Icke-euroländer betalar in 3,75 procent av sin kapitalandel och euroländer 100 procent. ECB:s kapital är drygt 100 miljarder kronor och vid en euroanslutning ska då Sverige betala in cirka tre mil-

jarder kronor. Samtidigt får man rätt till utdelning från ECB, och får omvänt stå för eventuella kapitaltillskott vid förluster.²⁷

Inbetalt kapital är en formalitet, men det är också en form av kvitto på fullt deltagande och riskdelning. När man är full delägare får man också en plats i ECB:s råd (*Governing Council*), som består av de nationella centralbankscheferna och bankens sexhövdade direktion (*Executive Board*). Man blir då en del av det penningpolitiska beslutssystemet och samtidigt delaktig i allt annat beslutsfattande som rör ECB:s verksamhet och valutaunionen. Det ger helt andra möjligheter att vara med och besluta om penningpolitik, betalningssystem, strukturfrågor med mera på europeisk nivå än med dagens medlemskap i ECB:s allmänna råd (*General Council*), som också omfattar icke-euroländer. Eftersom den senare kretsen krympt fyller det allmänna rådet i dag enbart en diplomatisk funktion och saknar reellt inflytande. Efter pandemin har mötena tunnats ut och delvis ersatts av digitala möten.

5.2 Bankunionen²⁸

Den gemensamma tillsynsmekanismen SSM (*Single Supervisory Mechanism*) började verka som en del av ECB år 2014 och har fungerat framgångsrikt sedan dess. Idag är medlemskap i bankunionen en obligatorisk del av valutaunionen. Alla banker som definieras som systemviktiga ställs under SSM:s tillsyn.²⁹ För svensk del innebär det att Handelsbanken, SEB och Swedbank kommer att ligga under SSM. Därtill behöver det utredas vilka ytterligare banker som kan komma att omfattas av den europeiska tillsynen. (Nordea ligger redan under SSM:s tillsyn på grund av sin juridiska hemvist i Finland).

Riksbankens remissvar på Bankunionsutredningen fångar väl varför det är rimligt att gå med i bankunionen och inte en svårighet när man är med i valutaunionen:³⁰

²⁷ ECB (2024a).

²⁸ Bankunionen behandlas mer utförligt av Englund och Wissén i kapitel 8.

²⁹ Bankunionsutredningen (2019).

³⁰ Riksbanken (2020).

”Att bankerna inom bankunionen står under gemensam tillsyn och resolution, och bidrar genom att dela risk sinsemellan, har enligt Riksbankens bedömning varit positivt för stabiliteten på de europeiska finansmarknaderna. Tack vare den gemensamma banktillsynen blir det möjligt att göra övergripande analyser och jämförelser av banker i de 19 länder som i dagsläget deltar i bankunionen.

Ur Riksbankens perspektiv har ett medlemskap i bankunionen goda förutsättningar att fungera väl för Sverige. Den svenska banksektorn har en hög grad av gränsöverskridande verksamhet, framför allt inom EU. Det innebär att EU-gemensam tillsyn och resolution passar den svenska banksektorn – som blivit alltmer internationell – bättre än nationell sådan. Om Sverige skulle delta i bankunionen skulle vi också få del av den kompetens och erfarenhet som bankunionen samlat på sig genom att den hanterar så många fler banker än de svenska myndigheterna gör.”

Vid ett medlemskap i valutaunionen, och därmed också i bankunionen, bereds Sverige möjlighet att delta i SSM:s tillsynsstyrelse och att genom ett rotationsförfarande delta i tillsynsstyrelsens styrkommitté. Sverige blir fullt integrerat i det europeiska tillsynsarbetet med möjlighet att påverka på ett annat sätt än idag.

Den gemensamma resolutionsnämnden SRB (*Single Resolution Board*) har till uppgift att tillsammans med de nationella resolutionsmyndigheterna hantera banker i kris.³¹ SRB har en komplex ledningsstruktur, men även i den finns en styrelse och understrukturer som Sverige förväntas delta i om vi ingår i bankunionen. En del i den här strukturen är den gemensamma resolutionsfonden SRF (*Single Resolution Fund*), som kontrolleras av SRB. SRF har en målnivå på en procent av ingående kreditinstituts insättningar.

5.3 Några öppna strukturfrågor

Den tredje delen i bankunionen är en gemensam europeisk insättningsgaranti. Det har gjorts olika försök att på politisk nivå enas om hur en sådan försäkring kan utformas. Om man i framtiden blir överens, innebär euromedlemskap rimligtvis att man även anpassar sig till ett sådant system.

31 SRB:s hemsida, <https://www.srb.europa.eu/en>.

I många olika fora har man de senaste tio åren diskuterat införande av digitala centralbanksvalutor, CBDC (*Central Bank Digital Currencies*).³² ECB arbetar sedan flera år med ett projekt för att införa en digital euro och har meddelat att, förutsatt att ny lagstiftning kommer på plats 2026, inleder man ett pilotprojekt 2027 för att sedan vara redo att ge ut en digital euro under 2029.³³ Givet kravet på medlemskap i ERM II i två år skulle ett svenskt euromedlemskap ungefärligen kunna sammanfalla med introduktionen av en digital euro. Om antagandet är korrekt kräver det i så fall ett särskilt svenskt CBDC-projekt.

En fråga som diskuterats under lång tid är krav på clearing av derivatkontrakt inom EU.³⁴ Frågan berör också clearing av kontrakt i svenska kronor men kommer att kräva någon form av följsamhet vid medlemskap i euroområdet. Kärnfrågan rör Londons roll för clearing av derivatkontrakt i euro. Det är en handelspolitisk fråga där Sverige inte kan avvika från övriga euroländer.

Begreppet kapitalmarknadsunion omfattar många olika tänkta åtgärder för att förbättra kapitalallokeringen inom EU, möjliggöra mer gränsöverskridande transaktioner och skapa bättre fungerande marknader. Avsaknaden av framsteg har aktualiserat frågan på nytt.³⁵ Den har senast skett från ett europeiskt konkurrenskraftsperspektiv. Den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, ESMA (*European Securities and Markets Authority*), är ett embryo till en mer kraftfull myndighet på europeisk nivå. Skapas ett nytt ESMA är det rimligt att ett euromedlemskap också kommer att omfatta en flytt av tillsynen från nationell till europeisk nivå.

Under 1980-talet avreglerades den svenska finanssektorn och sedan dess har det skett betydande strukturella förändringar som har påverkat allokeringen av sparande och investeringar samt ökat finansialiseringen av den svenska ekonomin. En del av den strukturomvandling som började under 1980-talet bestod av en sammanslagning av Försäkringsinspektionen och Bankspektionen till Finansinspektionen. Sammanslagningen trädde i kraft 1991. Ett euromedlemskap är en

32 Prasad (2021) samt Rosa och Larsen (2024).

33 ECB (2024d, 2025) och Riksbanken (2024a).

34 ESMA (2024) och ECB (2024b).

35 Se till exempel Wyplosz (2024), Letta (2024) och European Commission (2024).

fortsättning på den strukturomvandlingen där allt fler tillsynsfunktioner flyttar till den europeiska nivån. Det är en rimlig utveckling sedan det införts en gemensam valuta och gemensamma regelverk, samtidigt som de finansiella transaktionerna blir alltmer gränsöverskridande. Mot den här bakgrunden är det nu rätt tidpunkt att ta konsekvenserna av det som sker och utreda en sammanslagning av Finansinspektionen och Riksbanken. De effektiviserings- och kompetensargument som fanns i slutet av 1980-talet gäller fortsättningsvis, men nu i en värld där Sverige än mer behöver stå sig i konkurrensen och samla det human-kapital som behövs för att göra vår röst hörd i valutaunionen.

5.4 Finansiell infrastruktur

När Sverige uppnått konvergenskraven och närmar sig två års deltagande i ERM II kan Sverige ansöka om att bli medlem av valutaunionen. Då krävs en lång rad åtgärder på teknisk nivå. Det kräver i sin tur både lagstiftning, eftersom en mycket stor mängd gamla kontrakt ska fungera i eurovärlden, och en betydande insats på IT-området. Lagstiftning och IT-projekt behöver därför följas åt. Vid det här laget finns mycken kunskap att ta del av, eftersom ett antal länder redan genomgått den processen.

Sedlar och mynt

I samband med diskussionen om euroanslutning i början av 2000-talet uppehöll man sig mycket vid frågor om sedlar och mynt. Hur skulle man dra in de gamla nationella sedlarna och ersätta dem med eurosedlar? Idag är pengar övervägande digitala och den digitala övergången till euron är styrande, men sedel- och myntutbytet är ett viktigt symboliskt och praktiskt projekt i sig. I Sverige avslutades ett omfattande sedel- och myntutbyte 2017.³⁶ Detta projekt är väl dokumenterat och fungerade väl. Rent praktiskt innebär en introduktion av euron att man får återuppväcka de arbetsstrukturer som fanns då. När man genomför bytet behöver man också bestämma sig om en övergångsperiod eller en *big bang*. Ett sätt att gå till väga är att distribuera nya sedlar och mynt

³⁶ Riksbanken (2018).

under till exempel sex månader samtidigt som man drar in de gamla sedlarna och mynten

Det penningpolitiska styrsystemet

För att den förda penningpolitiken ska få genomslag på räntan och/eller växelkursen använder en centralbank sin balansräkning och påverkar räntesättningen i ekonomin via utlåning, inlåning eller bäggedera. I de flesta fall påminner de penningpolitiska styrsystemen på olika håll om varandra även om definitioner och benämningar kan skilja sig åt. Vid ett euromedlemskap behöver Riksbanken anpassa sig till det styrsystem som tillämpas av ECB och de nationella centralbanker som ingår i eurosystemet. Detta är inte någon dramatisk fråga, men kommer likväl att kräva anpassningar såväl för Riksbanken som den svenska finansiella sektorn, så att den penningpolitiska verktygslådan också fungerar med euron som valuta. Därför krävs ett särskilt projekt med fokus på denna smala, men viktiga, del av den finansiella infrastrukturen.³⁷

De stora centrala transaktionssystemen

Idag definieras pengar och värdepapper av en kombination av juridik och teknik, framför allt i form av IT-system. Tidiga system var ofta en nationell angelägenhet och systemen byggdes ”styckevis” i kombination med nationell lagstiftning. Ungefär på det sättet skapades en gång Värdepapperscentralen i Sverige. Riksbankens betalningssystem, RIX, var också ett betalningssystem skapat på hemmaplan. Så ser den finansiella infrastrukturen i allt mindre grad ut idag. Teknisk utveckling, ökat samarbete, standardisering och stordriftsfördelar skapar ett behov av enhetliga regler och IT-system. I det avseendet drar mikrostrukturer valutasamarbete, gränsöverskridande handel, kapitalrörelser och kapitalmarknadsunion åt samma håll. Dessa trender är underlättande faktorer vad avser de praktiska konsekvenserna av att införa euron.

Centralbankerna är bankernas bank och handhar transaktioner banker emellan. RIX har idag 45 deltagare, betalningar sker i realtid och omsättningen är ungefär 500 miljarder kronor per dag. Riksbanken

³⁷ Schnabel (2024).

står inför val av en moderniserad betalningsplattform och har nyligen beslutat att inleda förhandlingar med ECB om en anslutning till dess betalningssystem T2.³⁸ Detta har mer än tusen deltagare och inräknat filialer och dotterbolag kan mer än 43 000 banker nås i hela världen. Det är ett system av en annan dimension än dagens RIX. Notera att den här frågan gäller T2 för svenska kronor. Om Sverige inför euron är deltagande i det kronbaserade T2-projektet en stor fördel, eftersom man då redan är på väg att arbeta med eller redan arbetar med T2-systemet. Vid en euroanslutning kan man fullt ut delta i de styrstrukturer som hör till T2. Danmarks Nationalbank har beslutat att använda T2-plattformen från 2025; Norges Bank och Sedlabanki Islands utreder också en möjlig övergång till T2. Om de här projekten fullföljs innebär det att Norden blir en integrerad del av den europeiska betalningsinfrastrukturen.

En annan del av ECB:s betalningsinfrastruktur är TIPS (*Target Instant Permanent Settlement*) som hanterar betalningar i realtid dygnet runt, året runt.³⁹ Sedan 2024 görs alla swishbetalningar i svenska kronor via TIPS, men då under beteckningen RIX-INST. Ungefär som för T2 har även Danmarks Nationalbank och Norges Bank för avsikt att använda TIPS och Sedlabanki Islands studerar en anslutning. Rent tekniskt bör det inte vara några större problem med att inom systemet övergå från transaktioner i kronor till euro. Ett TIPS-relaterat projekt handlar om att använda systemet för att göra transaktioner mellan valutor i realtid. Ur ett konsumentperspektiv är det en stor fördel att Sverige deltar i det projektet, eftersom internationella betalningar idag är både dyra och ineffektiva. Om många länder deltar bör skalfördelarna efter ett tag vara uppenbara.⁴⁰

När en placerare köper eller säljer värdepapper flyttar värdepapper i en riktning, medan pengar går i motsatt riktning. För att undvika osäkerhet och risker ska helst transaktionerna ske simultant. T2S (*TARGET2-Securities*) är ECB:s system för att hantera den här typen av simultantransaktioner, tillsammans med 24 värdepapperscentraler i 23 länder. T2S är ett led i att skapa en enhetlig, standardiserad, gräns-

38 Riksbanken (2024b).

39 Riksbanken (2020).

40 ECB (2024e).

överskridande värdepappersmarknad i Europa. Riksbanken har dragit slutsatsen att Sverige bör gå med i detta system och man arbetar med det som mål.⁴¹ Det är ett projekt som tar många år att genomföra, men slutmålet är entydigt – Sverige anpassar sig till det som redan skett eller sker på andra håll i Europa. Återigen – det här är ett projekt som inte har en euroanslutning som slutmål, men anpassar man sig på alla andra sätt till europeiska värdepapperssystem så underlättar det, eftersom en del av arbetet då redan är gjort.

Euroclear Sweden, tidigare Värdepapperscentralen, är idag ett dotterbolag i Euroclearkoncernen, som har dotterbolag i ett antal EU-länder, varav flertalet använder euron.⁴² Utan att gå in på koncernstrukturen innebär det att Euroclear Sweden har goda möjligheter att tillgodogöra sig den koncerninterna kunskap som finns vid en övergång till euron.

Här har jag redogjort för vad som sker när det gäller de stora transaktionssystemen. Om man jämför med elöverföring, handlar det om vad som sker med stamnätet. För att fullt ut delta i den gemensamma marknaden behöver man standardisera, samtidigt som skalfördelarna och nätverkseffekterna är sådana att det ter sig rationellt och naturligt att dela IT-system med våra grannar och andra EU-länder. Alla dessa processer underlättar vid ett införande av euron, eftersom vi då i teknisk bemärkelse nästan redan är där. En tydlig skillnad är att den finansiella infrastruktur som jag har beskrivit också har sådana styrformer att om man hör till den innersta kretsen, har man möjligheter att påverka utformningen av dessa system på ett annat sätt än om man står utanför valutaunionen eller ansluter sig sent.

Ett slutkundsperspektiv, *front end*

Med begreppet *front end* avses sådana IT-system, appar eller liknande som slutkunder, konsumenter och placerare kan använda och observera. *Front end*-system är idag viktigare än sedel- och myntautomater. Även på detta område torde utvecklingen bli ungefär densamma som för de centrala transaktionssystemen, det vill säga färre nationella lösningar och fler standardiserade system som omfattar många länder.

41 Riksbanken (2024c).

42 Euroclear (2023).

Stockholmsbörsen är inordnad i Nasdaqkoncernen, som bedriver börsverksamhet bland annat i Helsingfors, Tallinn, Riga och Vilnius. Samtliga är städer där euron är landets valuta. Nasdaq har därför goda möjligheter att anpassa sin verksamhet till euron, eftersom kunskapen redan finns i organisationen. Ytterligare ett steg mot att skapa en enhetlig europeisk kapitalmarknad är projektet Konsoliderad börsinformation (*Consolidated Ticker Tape Project*), där Nasdaq ingår tillsammans med 13 andra börser och arbetar med att skapa en enhetlig konsoliderad börsinformation för att möjliggöra aktiehandel i Europa till bästa pris oberoende av vilken börsplattform handeln sker på.⁴³ Tekniskt sett är det fullt möjligt att använda T2S, Euroclear och Nasdaq för svenska kronor i den paneuropeiska transaktionsmiljö som jag har beskrivit, men det kommer att bli allt svårare att motivera ett sådant val varaktigt.

En annan typ av *front end*-system utgörs av Mastercard, Visa, Apple Pay, Google Pay, Swish och en flora av kassa- och terminalsystem för att hantera betalningar. Vidare kan man betala på olika sätt i ett stort antal appar. I de här fallen torde en övergång till euron inte vara något större problem; tvärtom är det i vissa fall en fördel med en valuta färre att hantera.

Av genomgången ovan framgår det att allt färre IT-system inom den finansiella sektorn är nationsspecifika. I vissa fall hanterar ett och samma system många olika valutor. Skalfördelarna är sådana att Sverige på många olika sätt redan har inordnat sig i större system. Det är ungefär det man kan förvänta sig, givet den tekniska utvecklingen i en liten öppen ekonomi. Att välja att införa euron torde ur det här perspektivet inte vara något större problem.

6 Slutord

EU är inte längre enbart ett frihandelsområde/en tullunion där deltagarländerna var och en har sin egen valuta, i vissa fall med fast växelkurs och i andra fall med en flytande växelkurs. Dels har unionen vuxit, dels har euron etablerats som en fungerande stor valuta med allt färre

⁴³ Global Trading (2023).

EU-medlemmar som står utanför valutaunionen. Oaktat allehanda ekonomiska argument, har ett deltagande i valutaunionen också en politisk dimension och en direkt bäring på hur EU styrs och utvecklas samt på vilket inflytande ett land har i den processen. Vill Sverige höra till den innersta kretsen eller ej? Även det geopolitiska läget kan motivera att tillhöra EU:s kärna.

Ur ett mer snävt finansmarknadsperspektiv, med fri etableringsrätt och fria kapitalrörelser, är inte nationella regler och nationell tillsyn en långsiktigt rationell och hållbar jämvikt. Vägen mot ökad europeisk tillsyn har pågått i ett decennium och lär fortsätta. En liten valuta och en stor finanssektor är en risk i sig. Då är det mer robust att ansluta sig till euron och delta i de europeiska tillsyns- och försäkringssystem som växer fram. Utan ett deltagande i valutaunionen närmar vi oss de facto det gamla EES-avtalet, med ett mycket begränsat inflytande när besluten fattas.⁴⁴ Ett sådant val kan man göra, men enligt min uppfattning gagnar det varken Sverige eller EU om vi varaktigt står utanför euroområdet. Det är den verkligheten vi behöver förhålla oss till. Läget nu är ett annat än när frågan senast diskuterades för nästan 25 år sedan.

Jag har visat att det på makronivå råder stor samvariation mellan den ekonomiska utvecklingen i valutaunionen och i Sverige. Vidare kan Sverige utan större svårigheter uppfylla konvergensvillkoren. En ERM II-anslutning innehåller också tillräckligt med flexibilitet för att det ska vara hanterbart att klara övergångsperioden från ett svenskt till ett europeiskt inflationsmål, från en flytande krona till en flytande euro. Projektet euroanslutning torde ta tre till fyra år från tillkännagivande till genomförande. Målet bör vara att centralkursen i ERM II också ska bli konverteringskurs. Inför ERM II-medlemskapet behöver Riksbankens valutareserv både bli större och ombalanseras från dollar till euro. I förlängningen, och för att vi ska klara oss i den europeiska och globala konkurrensen, är det rimligt att slå ihop Finansinspektionen med Riksbanken. Vidare är den tekniska utvecklingen sådan att de stora IT-systemen, den finansiella sektorns ryggrad, redan är eller är på väg att bli europeiska, vilket underlättar en euroanslutning. Att bygga

44 EES står för Europeiska ekonomiska samarbetsområdet och omfattar förutom EU-länderna även Island, Liechtenstein och Norge.

egna system är inte längre ekonomiskt rationellt. Naturliga samarbetspartners finns då inom euroområdet.

För att sammanfatta: Både på makronivå och på mikronivå ligger Sverige redan nära valutaunionen. Vi kan ansluta oss utan större svårigheter och argumenten för att stå utanför blir allt svårare att hitta. Det är dags att ansöka om medlemskap i ERM II med en centralkurs på 11 kronor för en euro och ett smalt band om $\pm 2,25$ procent kring centralkursen med målsättningen att centralkursen också ska bli konverteringskurs.

Referenser

- Bayoumi T och B Eichengreen (1994), *One money or many? Analyzing the prospects for monetary unification in various parts of the world*, Princeton Studies in International Finance, 76.
- Bankunionsutredningen (2019), *Sverige och bankunionen*, SOU 2019:52, Stockholm.
- Belfrage C J (2021), Kronans reala utveckling i ett längre perspektiv, *Penning- och valutapolitik*, 2.
- BIS (2022), *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange*, Basel.
- Breman A, Erikson M och C Kahn (2024), Riksbanken och förändringar av finansmarknaderna, ett 30-årigt perspektiv, *Penning och valutapolitik*, 1.
- Ca'Zorzi M, Cap A, Mijakovic A och M Rubaszek (2020), The predictive power of equilibrium exchange rate models, ECB Working Paper Series, 2358.
- Consilium, How to join the euro area, <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/join-the-euro-area/#Decision>.
- Dorrucci E, Fidora M, Gartner C och T Zumer (2020), The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia, *ECB Economic Bulletin*, 8.
- ECB (2003), Policy Position of the Governing Council of the European Central Bank on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries.

- ECB (2008), *Monthly Bulletin*, June, Box II.
- ECB (2024a) Capital subscription, 1 januari.
- ECB (2024b), Financial Integration and Structure in the Euro Area, ECB Committee on Financial Integration.
- ECB (2024c), Convergence Report.
- ECB (2024d), Progress on the preparation phase of a digital euro, Second progress report.
- ECB (2024e), TIPS to include cross-currency instant payment service.
- ECB (2025), Eurosystem moving to next phase of digital euro project, pressmeddelande, 30 oktober.
- Ekofin (1998), Communique Danish and Greek participation in the new exchange rate mechanism (ERM II), Informa ECOFIN Council, september.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Stockholm.
- ESMA (2024), Consultation Paper, Conditions of the Active Account Requirement.
- Euroclear (2023), Euroclear Holding SA/NV Annual Report.
- European Commission (2024), *The future of European competitiveness, Part B, In-depth analysis and recommendations*, Bryssel.
- Flam H och M Persson (2024), *Krona på rätt kurs? En ESO-rapport om den svenska valutans utveckling 1993–2024*, Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi, Stockholm.
- forexleaderboard.com (2023), Foreign Exchange Reserves in Denmark, 14 september.
- The Group of Twelve (2023), Report of the Franco-German Working Group on EU Institutional Reform, Sailing on High Seas: Reforming and Enlarging the EU for the 21st Century.
- GT Global Trading (2023), European exchanges join forces for equity consolidated tape.
- Hochreiter E och G Tavlas (2006), Two Roads to the Euro: Monetary Experiences of Austria and Greece, i Schadler S (red.), *Euro Adoption in Central and Eastern Europe, Opportunities and Challenges*, IMF, Washington.

- Korhonen T (2001), Finnish monetary and foreign exchange policy and the changeover to the euro, Bank of Finland Discussion Papers, 25.
- Lag om Sveriges Riksbank, SFS 2022:1568.
- Lag om ändring i lagen (1998:1404) om valutapolitik, SFS 2022:1576.
- Letta E (2024), *Much More Than a Market*, Bryssel.
- Nationalbanken (2023), *Annual Report*, Köpenhamn.
- Nilsson K (2002), *Do Fundamentals Explain the Behavior of the Real Effective Exchange Rate?* Working Paper No. 78, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Official Journal of the European Union (2006), Agreement of 16 March 2006 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of Economic and Monetary Union, 2006/C 73/08.
- Prasad E S (2021), *The Future of Money*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Riksbanken (2003), *Penningpolitiken och EMU*, Stockholm.
- Riksbanken (2018), *Sedel- och myntutbytet i Sverige, Sammanfattning och utvärdering*, Stockholm.
- Riksbanken (2020), *Remissvar om Betänkandet Sverige och bankunionen* (SOU 2019:52), Protokollsbilaga A, Direktionens protokoll 2020-04-21 §3.
- Riksbanken (2020), *Riksbanken ansluter sig till ECB:s plattform TIPS*, Pressmeddelande, nr 19.
- Riksbanken (2024a), *Den digitala euron och dess potentiella konsekvenser för Sverige*, Staff memo, Stockholm.
- Riksbanken (2024b), *Fördjupad analys av T2-plattformen*, Beslutsbilaga DNR 2024-00787, Stockholm.
- Riksbanken (2024c), *Fördjupad analys av T2S-plattformen*, Riksbanksstudie nr 1, Stockholm.
- Riksbanken (2024d), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2024*, Framställning till riksdagen 2024/25:RB1, Stockholm.
- Rosa B och C Larsen (2024), *Smart Money*, Bloomsbury Publishing, London.

Schnabel (2024), The Eurosystem's operational framework, speech at the Money Market Contact Group Meeting, mars.

SRB, <https://www.srb.europa.eu/en>.

Swiss National Bank, <https://www.snb.ch/en/>.

Wyplosz C (2024) One Money, One Financial Market, European Parliament, ECON Committee, Monetary Dialogue Papers.

Författarna

Lars Calmfors

Lars Calmfors är professor emeritus i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet, och seniorforskare vid Institutet för Näringslivsforskning. Han forskar i makro- och arbetsmarknadsekonomi. Han har bland annat varit ordförande i Ekonomiska rådet, EMU-utredningen, SNS vetenskapliga råd, Finanspolitiska rådet och Arbetsmarknadsekonomiska rådet.

Fredrik N. G. Andersson

Fredrik N. G. Andersson är docent i nationalekonomi vid Ekonomihögskolan, Lunds universitet. Hans forskningsområden är makroekonomi, ekonomiska kriser, klimatpolitik och långsiktiga strukturomvandlingar. Han har varit ledamot i flera statliga och akademiska expertgrupper samt är en återkommande deltagare i den svenska och europeiska ekonomiskpolitiska debatten.

Peter Englund

Peter Englund är professor emeritus vid Institutionen för finansiell ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm, och Nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet. Hans forskningsområden avser bostads- och fastighetsmarknad samt finansiell stabilitet.

Martin Flodén

Martin Flodén är professor i nationalekonomi vid Stockholms universitet och *Research Fellow* vid Centre for Economic Policy Research (CEPR). Hans forskningsområde är makroekonomi, särskilt finans- och penningpolitik. Han har tidigare varit vice riksbankschef samt ledamot i Finanspolitiska rådet och Ekonomiska rådet.

Rikard Forslid

Rikard Forslid är professor i nationalekonomi vid Stockholms universitet. Hans huvudsakliga forskningsområde är internationell handel. Han är *Research Fellow* vid Centre for Economic Policy Research (CEPR). Han är också ledamot i Riksgäldens styrelse.

Jesper Hansson

Jesper Hansson är doktor i nationalekonomi och arbetar som senior-ekonom på Swedbank Makroanalys. Han har tidigare bland annat varit prognoschef på Konjunkturinstitutet och chef för den penningpolitiska avdelningen på Riksbanken. I dessa roller har han analyserat och gjort prognoser för konjunkturutvecklingen i Sverige och omvärlden.

Stefan Ingves

Stefan Ingves är ordförande i Toronto Centre, Leadership in Financial Supervision. Han har tidigare varit chef för Sveriges Riksbank, chef för avdelningen för monetära och finansiella system vid IMF, generaldirektör för Bankstödsnämnden och chef för finansmarknadsavdelningen vid Finansdepartementet. Ingves är ekon dr vid Handelshögskolan i Stockholm och *Senior Fellow* vid Swedish House of Finance där.

Erik Jones

Erik Jones är chef för Robert Schuman Centre for Advanced Studies vid European University Institute och forskare vid Carnegie Europe. Han är författare till bland annat *The Politics of Economic and Monetary Union* (2002) och *The Year the European Crisis Ended* (2014). Hans senaste bok är *From Club to Commons: Enlargement, Reform and Sustainability in European Integration* (2025).

Lars Jonung

Lars Jonung är professor emeritus vid Ekonomihögskolan, Lunds universitet. Han var ekonomiskpolitisk rådgivare till statsminister Carl Bildt 1992–94, forskningsrådgivare 2000–10 vid EU-kommissionen och ordförande för Finanspolitiska rådet 2012–13. Hans forskning handlar främst om penning- och finanspolitik, ekonomiska kriser, Riksbankens historia, inflationsförväntningar, prisregleringspolitik, valutaunioner och ekonomisk idéhistoria.

Johannes Lindvall

Johannes Lindvall är professor i statsvetenskap vid Göteborgs universitet. Hans forskning handlar om jämförande politik, politisk ekonomi och politisk historia. Hans senaste böcker är *Inward Conquest: The Political Origins of Modern Public Services* (2021, tillsammans med Ben Ansell) och *An Introduction to Comparative Politics* (2025). Han är också författare till SOU 2023:93, *Budgetprocessen i det finanspolitiska ramverket*.

Magnus Lundgren

Magnus Lundgren är universitetslektor (docent) i statsvetenskap vid Göteborgs universitet. Hans forskning rör internationella organisationer, multilaterala förhandlingar och global styrning. Han har varit gästforskare vid Stanford University samt University of Tokyo och har erhållit forskningsfinansiering från Vetenskapsrådet, Riksbankens Jubileumsfond och Wallenbergstiftelserna.

Jonas Tallberg

Jonas Tallberg är professor vid Statsvetenskapliga institutionen och föreståndare för Stockholm Center on Global Governance, Stockholms universitet. Hans forskningsområden är globalt och europeiskt samarbete. Han är *Wallenberg Scholar* och medlem av Kungliga Vitterhetsakademien samt tidigare ordförande i SNS:s Demokratiråd.

Karl Walentin

Karl Walentin är gästprofessor vid Nationalekonomiska institutet, Uppsala universitet. Han disputerade i nationalekonomi vid New York University 2005. Hans forskningsområde är makroekonomi med inriktning på penning- och finanspolitik. Han är ledamot i Finanspolitiska rådet och arbetade under 16 år på Riksbankens forskningsenhet samt en kortare tid på Finansdepartementet.

Pehr Wissén

Pehr Wissén är *Professor Emeritus of Practice* vid Swedish House of Finance, Handelshögskolan i Stockholm. Han disputerade i nationalekonomi vid Handelshögskolan 1982 och var därefter bland annat vice vd och chef för centrala finansavdelningen vid Handelsbanken. Han har varit adjungerad professor i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm, chef för Swedish Institute for Financial Research, skrivit läroböcker och deltagit i olika utredningar.