



SVENSKT NÄRINGSLIV

Tjugo år efter omröstningen

Har argumenten för euron
stärkts eller försvagats?

OKTOBER 2024



Författare: Petter Danielsson och Alexandra Leonhard

Innehåll

Förord	2
Sammanfattning	3
1. Inledning	4
2. Eurosamarbetet och samhällsekonomisk effektivitet	5
2.1 Växelkurssvängningar	5
2.2 Handel	7
2.3 Direkta utlandsinvesteringar	9
2.4 Räntenivån och inflationen	12
2.5 Konkurrensen på den inre marknaden	13
2.6 Transaktionskostnader	14
2.7 Fast växelkurs bidrar till högre strukturreforms- och strukturuomvandlingstakt ..	14
2.8 Summering av effektivitetsargumenten	17
3. De stabiliseringspolitiska aspekterna av ett euomedlemskap	20
3.1 Teorin om optimala valutaområden	20
3.2 Har euroområdets konjunkturcykel blivit mer eller mindre synkroniserad?	22
3.3 Har arbetskraftsrörligheten inom euroområdet ökat?	25
3.4 Har kapitalets rörlighet ökat?	26
3.5 Har mekanismer för att hantera landspecifika chocker stärkts?	27
Fördjupningsruta: Konvergenskriterierna och euroländerna	30
3.6 Har de statsfinansiella riskerna med att ingå i valutaunionen ökat?	32
3.7 Har möjligheten för Sverige att föra en självständig penningpolitik minskat? ..	33
3.8 Sammanfattande slutsatser om stabiliseringspolitiska argument	36
4. De ekonomiska argumenten för euron har sammantaget stärkts	38
Referenser	40

Förord

Den svenska kronan har gradvis försvagats i över ett decennium. Den allt svagare kronan har lett till att allt fler röster nu hörs för att Sverige bör överge kronan och införa euron.

I denna rapport analyserar författarna de argument som fanns för respektive emot euron under folkomröstningskampanjen 2003. Syftet är att studera om argumenten för ett införande av euron har stärkts, eller om de har försvagats?

Resultaten som presenteras visar att argumenten för ett införande av euron har stärkts sedan folkomröstningen. Det som är av speciell vikt att framhålla är att forskningen numera starkare indikerar att ett införande av euron skulle leda till mer handel och fler utländska direktinvesteringar, vilket stärker tillväxten i Sverige. Även små sådana positiva tillväxteffekter får över tid stora effekter på den totala samlade bruttonationalprodukten.

Men rapporten visar också att det finns argument emot euron som har stärkts över tid. Det mest påtagliga är att de finansiella riskerna av att gå med i eurosamarbetet har ökat eftersom EU-ländernas offentliga skuldsättning numera är mycket högre än i Sverige.

Sammantaget gör dock författarna bedömningen att argumenten för att införa euron har stärkts mer än vad argumenten emot har gjort.

Det är viktigt att framhålla att rapporten *inte* ska ses som ett ställningstagande för ett euromedlemskap, utan snarare som ett kunskapsunderlag avseende de ekonomiska argumenten för respektive emot att införa euron som valuta i Sverige.

En avgränsning är att författarna endast analyserar de ekonomiska argumenten. De politiska skälen för ett euromedlemskap, till exempel betydelsen av ökat inflytande, är också av stor vikt att analysera, men det ligger utanför syftet med denna rapport.

Det har nu gått över 20 år sedan en folkomröstning resulterade i ställningstagandet att Sverige inte skulle skynda in i ett nytt och oprövat valutasamarbete, utan att det var bättre att ”vänta-och-se”.

Nu har Sverige väntat i över 20 år. Förhoppningen är att rapporten ska stimulera till en diskussion om vi har väntat länge nog.

Sven-Olov Daunfeldt
Chefsekonom, Svenskt Näringsliv

Sammanfattning

Denna rapport följer upp hur argumenten för respektive mot euron har förändrats sedan folkomröstningen 2003. Den övergripande bilden är att de ekonomiska argumenten för ett medlemskap har stärkts. Euromedlemskap verkar ha haft mer positiv effekt på handel och utländska direktinvesteringar än vad forskningen indikerade 2003. Samtidigt har kronans volatilitet gentemot både euron och dollarn blivit större vilket bör ha ökat kostnaderna av att stå utanför. Det är även möjligt, även om det är svårt att belägga, att kronförsvagningen har bidragit till lägre omvandlingstryck i ekonomin och lägre reformtempo i politiken än vad som hade varit fallet om vi hade haft en fast växelkurs.

En risk med att gå med i eurosamarbetet är att Riksbanken då inte längre kommer att kunna bekämpa lågkonjunkturer genom förändringar i växelkursen eller styrrentan. Denna risk ökar om Sveriges ekonomi utvecklas i otakt med euroområdet, eftersom den penningpolitik som är lämplig för euroområdet då inte kommer att vara lämplig för svensk del och vice versa. Risken för en sådan utveckling har dock minskat de senaste 20 åren. Sverige har under större delen av de senaste två decennierna fört i stort sett samma räntepolitik som ECB. Sedan euron infördes har euroländernas och Sveriges konjunkturcykler även blivit alltmer synkroniserade med varandra. Samtidigt har rörligheten för arbetskraft och kapital ökat och gemensamma kris- hanteringsmekanismer har utvecklats, faktorer som kan bidra till snabbare utjämning av konjunkturrella skillnader när de väl uppstår. Denna utveckling innebär att euroområdet har utvecklats i riktningen mot att bli ett alltmer optimalt valutaområde – även om det är lång väg kvar till målet, inte minst vad gäller arbetskraftens rörlighet mellan olika länder.

Men i andra vågskålen ligger att de statsfinansiella riskerna förknippade med ett medlemskap har ökat betydligt. Medan Sverige under 2000-talet har bedrivit en stabiliseringspolitik som levererat goda statsfinanser har flera euroländer idag hög skuldsättning och höga upplåningskostnader. Risken finns att en del av notan för dessa problem i slutändan hamnar hos övriga medlemsländer, inklusive Sverige om vi går med i samarbetet. Samtidigt visar erfarenheterna från räddningspaketen under pandemin att icke-medlemskap inte betyder att Sverige nödvändigtvis slipper ta ansvar för ekonomiska bekymmer i euroområdet.

Sammantaget gör vi därför bedömningen att de ekonomiska argumenten för ett medlemskap har stärkts. Men det är viktigt att poängtera att det både finns för och nackdelar med ett medlemskap, där inte minst de statsfinansiella riskerna utgör en tydlig nackdel. Att vi drar slutsatsen att de ekonomiska argumenten för ett medlemskap har stärkts bör inte heller tolkas som argumenten för ett medlemskap väger tyngre än argumenten mot. Denna större frågeställning – om Sverige bör gå med i euron – besvaras inte i rapporten.

1. Inledning

Det har gått mer än 20 år sedan folkomröstningen om euron hölls. Svenskt Näringsliv var inför omröstningen 2003 en stark förespråkare för att Sverige skulle införa euron. De huvudsakliga argumenten som framfördes var att ett euromedlemskap skulle:

- Leda till en snabbare tillväxt genom mer handel och investeringar, vilket skulle öka välståndet och hushållens köpkraft.
- Ge lägre inflation genom mer handel och ökad pristransparens.
- Leda till en ökad integration och ett fördjupat samarbete mellan länder.

Men det var även många som varnade att det fanns stora risker med att införa euron i Sverige. En nackdel som lyftes fram var att det inte skulle gå att föra en egen stabiliseringspolitik via en självständig penningpolitik och rörlig växelkurs. Många ansåg därför att det inte fanns någon anledning för Sverige att skynda in ett nytt och oprövat valuta-samarbete, utan i stället borde vi ”vänta-och-se”.

Nu har Sverige väntat i över 20 år. Eurosamarbetet har under denna period genomgått – och överlevt – en allvarlig skuldkris. Under denna kris var många svenskar lättade över att inte ha infört euron. Andelen av befolkningen som var positiva till euron var vid detta tillfälle nere på bottenivåer. Sedan dess har intresset för att införa euron ökat i takt med att den svenska kronan kontinuerligt har försvagats. Jämfört med 2013 har kronan försvagats mot euron med knappt 25 procent och mot dollarn med nästan 40 procent (se diagram 1).

Följden av kronans försvagning är att det kostar mer att resa utomlands och att det är dyrare att importera varor och tjänster, samtidigt som det är billigt att exportera. Det senare gynnar på kort sikt exportorienterade företag i Sverige, men kan på längre sikt ha negativa produktivitetseffekter eftersom omvandlingstrycket i ekonomin minskar. Till följd av detta har diskussionen om ett införande av euron fått ny fart och många talar om att vi nu bör omvärdera vår syn på euron.

Syftet med denna rapport är att analysera hur argumenten för respektive mot euron har förändrats sedan folkomröstningen 2003. Rapporten ger därmed insikter i vad det skulle innebära för Sverige om vi skulle införa euron. Däremot besvarar vi inte den större frågan om Sverige bör gå med i valutaunionen.

Rapportens är disponerad på följande sätt: I kapitel 2 analyseras euromedlemskap ur ett *samhällsekonomiskt effektivitetsperspektiv*, det vill säga hur ett medlemskap kan tänkas påverka resursanvändningen i ekonomin på lång sikt. I detta avsnitt diskuteras bland annat om ett euromedlemskap innebär ökad ekonomisk effektivitet och därmed ökad tillväxt. I det tredje kapitlet analyseras de *stabiliseringspolitiska* aspekterna av ett medlemskap. Här undersöker vi hur ett medlemskap i valutaunionen påverkar möjligheterna att stabilisera ekonomin vid konjunkturella störningar.¹ I det avslutande kapitlet summerar vi resultaten och diskuterar vilka slutsatserna är av vår analys.

¹ Denna gruppering av ekonomiska argument i argument som rör samhällsekonomisk effektivitet respektive stabiliseringspolitik följer uppdelningen i EMU-utredningen 1996 (SOU 1996:158).

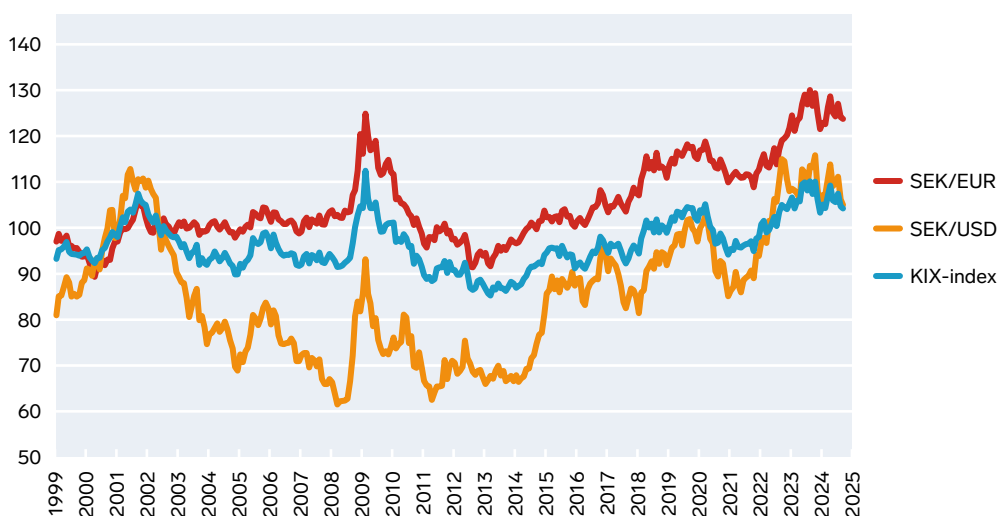
2. Eurosamarbetet och samhällsekonomisk effektivitet

Med samhällsekonomisk effektivitet menas hur effektivt ekonomiska resurser fördelas och används inom olika delar av ekonomin. Ytterst kan en god BNP-utveckling, en hög produktivitetsnivå och en välfungerande arbetsmarknad ses som mått på hur väl samhälls ekonomin fungerar. I detta kapitel beskriver vi eurosamarbetets effekt på olika aspekter av samhällsekonomisk effektivitet, såsom handel, investeringar, konkurrens och transaktionskostnader. Därefter följer en diskussion där utvecklingen sedan 2003 summeras. Har argumentet för medlemskap i valutaunionen stärks eller försvagats? Avslutningsvis görs ett försök att uppskatta och summera BNP-effekten av ett EMU-medlemskap.

2.1 Växelkurssvängningar

Som ett litet och omvärldsberoende land har kronkursen stor betydelse för Sveriges ekonomi. Oförutsägbara växelkursrörelser försvårar handel, investeringar och arbete över gränser. Enligt resultat från Svenskt Näringslivs företagarpåpanel uppger cirka en fjärdedel av företagen att kronkursen har en stor påverkan på deras vinstutveckling. Ett argument för euromedlemskapet vid folkomröstningen 2003 var att minskad osäkerhet skulle leda till ökad ekonomisk integration med Europa och göra Sverige rikare. Ett medlemskap väntades även leda till minskad växelkursvolatilitet mot övriga världen, då större valutor kan förväntas ha ett mer stabilt värde än mindre valutor, med ytterligare positiva effekter för handel och investeringar.

Så hur har den svenska kronan utvecklats sedan euron infördes i början av 2000-talet? Från diagram 1 kan vi observera att den svenska kronan har varierat mer mot dollarn än mot euron, vilket kan förklaras av att vi ligger närmare euroområdet, både geografiskt och ekonomiskt. Men trots detta har kronan rört sig inom ett spann på som minst 8,20 kr för en euro och som mest 11,90 kr sedan euron infördes 2002. Det är en variation på 45 procent. Det är också noterbart att den svenska växelkursen systematiskt har försvagats mot både euron och dollarn under de senaste tio åren.

Diagram 1. SEK Kronans växelkurs, 2002=100

Anm. KIX-index är ett valutakursindex som väger ihop kronkursen gentemot 31 länder. Respektive lands vikt i sammanvägningen baseras på storleken av landets handel av bearbetade varor och råvaror med Sverige. Indexet ger ett således en mer heltäckande bild av kronkursens utveckling än till exempel dollar eller eurokursens utveckling genom att den även fångar utvecklingen av mindre men för Sverige viktiga valutor såsom den norska kronan.

Källa: Macrobond.

Det verkar även som att volatiliteten gentemot euron – mätt som växelkursens standardavvikelse – har ökat över tid. Sedan eurons införande 1999 har volatiliteten varit nästan dubbelt så högt som den var gentemot eurons föregångare ECU under 1990-talet. Analyserar man årtionde för årtionde verkar trenden gå mot allt större svängningar (se tabell 1).

Tabell 1. Standardavvikelser för växelkurser

	KIX-index	EUR/SEK	USD/SEK	EUR/USD	USD/NOK	EUR/NOK
1993–1998	5,2	4,6	7,0	6,0	6,8	-
1999–2024	5,6	9,5	18,7	14,0	21,9	15,7
1993–2002	4,8	4,5	16,1	14,5	13,0	-
2003–2012	4,5	6,3	8,9	7,7	8,2	5,3
2013–2024	6,3	9,9	17,6	7,9	20,2	14,4

Anm. Standardavvikelse är ett statistiskt mått på hur mycket värdena för en datamängd avviker från sitt medelvärde. En ökad standardavvikelse innebär högre växelkursvolatilitet. Data på dagsfrekvens. Växelkurserna är indexerade till 100 för 4 januari 1993. För perioden innan 1999 avses med EUR i tabellen eurons föregångare European Currency Unit (ECU).

Källa: Macrobond.

Även gentemot dollarn har svängningarna ökat det senaste decenniet. Här skiljer Sverige även ut sig mot euron. För perioden 1993–2002 och 2003–2012 hade kronan och euron en likartad volatilitet gentemot dollarn. Men de senaste tio åren har svängningarna i kronans dollarkurs ökar kraftig, vilken inte har någon

motsvarighet i eurons dollarkurs.² Däremot uppvisar den norska kronan samma mönster med ökad dollarvolatilitet och mindre samvariation med euron det senaste decenniet. Vad detta beror på är svårt att säga, men en tolkning som ligger nära till hands är att kostnaden för ett litet land att ha en egen valuta har ökat i en värld som alltmer domineras av ett fåtal stora valutor.³

Slutsats växelkurssvängningar: Sedan euroomröstningen 2003 har kronans volatilitet gentemot både euron och dollarn ökat. Kronan har dessutom det senaste decenniet uppvisat betydligt större svängningar gentemot dollarn än euron har gjort under samma period. Det kan vara ett tecken på att kostnaden (i termer av större växelkurssvängningar) för att ha en egen valuta har ökat med tiden, då ett liknande mönster kan skönjas för den norska kronan. Sammantaget indikerar detta att argumentet för ett euromedlemskap ur denna synpunkt har stärkts.

2.2 Handel

I synnerhet för ett litet land som Sverige är handel med utlandet en förutsättning för ekonomisk utveckling och välbefinnande. Eftersom valutafluktuationer innebär ökad osäkerhet för de företag som gör affärer över nationsgränser bör dessa påverka utrikeshandeln negativt. Förespråkarna för medlemskap i valutaunionen menade under folkomröstningen 2003 att införandet av euron skulle leda till ökad handel både med euroområdet, samt med länder utanför valutasamarbetet.

Uppfattningen att växelkursregimen har en betydande påverkan på utrikeshandeln delades dock inte av alla när det begav sig. Enligt EMU-utredningen 1996 indikerade forskningslitteraturen att ”utrikeshandeln förefaller påverkas mycket litet eller inte alls av valutakursfluktuationer.” Denna slutsats baserades på erfarenheter av länder med flytande eller fasta valutakurser. Det saknades vid denna tidpunkt relevanta empiriska studier av vad som sker vid övergången till en monetär union med gemensam valuta eftersom monetära unioner var ovanliga innan eurons införande.

² Ett alternativ till att titta på dollar och eurokursen är att i stället använda Riksbankens KIX-index, det vill säga den sammanvägda kronkursen mot ett antal valutor vilken baseras på hur mycket Sverige handlar med respektive land. Denna har, vilket framgår av tabell 1, varit betydligt mer stabil. Det beror antagligen på att olika valutarörelser till viss del motverkat varandra, så att när en valuta har stärkts har en annan försvagats. KIX-index är dock framför allt relevant ur ett makro- och konkurrenskraftsperspektiv. Ur ett växelkursvolatilitetsperspektiv är den mindre intressant. Detta eftersom KIX-index inte är en riktig valuta varför inga affärer faktiskt sker i den. För export- och importföretagen är det volatiliteten i den valuta som de faktiskt gör affärer i som är av betydelse. Om ett importföretag till exempel ingår i ett importavtal med företag från euroområdet euro och euron därefter oväntat stärks (vilket gör att importen blir dyrare) är det ingen större tröst om den norska kronan samtidigt har försvagats (givet att det företaget inte har ett motsvarande importavtal med Norge).

³ En faktor som kan verka åt det motsatta hållet är att *merchanting* eller trepartshandel har ökat som andel av den svenska utrikeshandeln. Med *merchanting* menas att ett svenskt företag köper varor i land A och exporterar dem till land B utan att varorna någonsin passerar Sveriges gränser – men däremot faktureras försäljningen till Sverige. Det kan till exempel handla om svenska bolag som köper produktionen från ett dotterbolag i Tjeckien och exporterar den till Tyskland. I detta fall är exporten sannolikt prissatt i euro och kronkursens svängningar har därför inte lika stor betydelse som vid klassisk export, särskilt eftersom det överskott som uppstår vid denna typ av affärer ofta återinvesteras utomlands. Notera dock att valutarisken inte helt försvinner ens i det fall överskottet återinvesteras utomlands – företaget är ju fortfarande skatteskyldigt i Sverige vilka kan kräva att det överskott som uppstår växlas till kronor. Detsamma gäller vid utdelning av vinst till aktieägare. Vidare utgörs alltså 95 procent av exporten av ”vanlig” export och bara 5 procent av *merchanting*. Sammantaget bedöms därför denna förändring vara av begränsad betydelse.

Numera har vi dock tillgång till analyser av hur valutaunionen påverkat handeln mellan medlemsstater. I en metaanalys av 45 studier fann Rose (2016) att merparten av litteraturen pekade på att euron haft positiva effekter för handeln mellan medlemsländer. I genomsnitt indikerade den studien att eurons införande ökat handel eller export mellan medlemsländer med 12 procent. Denna siffra ökade till 16 procent när teoretiskt bristfälliga studier exkluderades från metaanalysen.⁴ Polak (2019) finner i en annan metaanalys också en positiv påverkan av euron på den bilateral handelsvolymen mellan medlemsländerna, men den uppmätta effekten i dessa studier är mindre (2–6 procent).⁵

Även senare studier pekar i huvudsak på positiva handelseffekter av ett medlemskap i EMU. Chen och Novy (2018) finner att medlemskap i EMU ökar handeln mellan medlemsländer med 18 procent och att effekten verkar vara som störst för länder som tidigare inte har handlat så mycket med varandra. Felbermayr och Steiningers (2019) indikerar att varuhandeln i euroområdet har ökat med i genomsnitt 8 procent tack vare medlemskap i valutaunionen. De undersöker även vilken effekt införandet av euron har haft på BNP och deras resultat indikerar att BNP hade varit 0,6 procent lägre i Tyskland år 2014 om valutaunionen inte hade existerat. För mindre länder såsom Nederländerna (1,2 procent) och Österrike (0,9 procent) finner de generellt större effekter.⁶ Även Gunnella m fl (2021) indikerar att handeln mellan de ursprungliga euroländerna ökade med 5–10 procent (beroende på skattningsmetod) till följd av euromedlemskapet. Deras resultat tyder också på att handeln med icke-euroländer ökat till följd av medlemskapet.

Samtliga studier finner dock inte positiva resultat. Både Mika och Zymek (2018) och Larch, Schmeisser och Wanner (2019) finner inget samband mellan euromedlemskap och handel när de kontrollerar för ett antal omständigheter som tidigare studier inte tagit hänsyn till.⁷ Men när Esteve-Pérez m fl (2020) vidareutvecklar analysen genom att även ta hänsyn till hur inrikeshandeln påverkats av medlemskap finner de att valutaunionen haft en positiv påverkan på både handeln inom euroområdet och handeln mellan euroområdet och övriga världen.

⁴ Skillnaden mellan olika studier är dock stor. För att undersöka vad detta kan bero på genomförde Rose (2016) även en egen studie och fann en handelseffekt på hela 54 procent vilken 2013 och som ökade år för år. Detta betydligt högre estimat än i metaanalysen förklarade han med att med att studier som exkluderar små och fattiga länder tenderar att underskatta de positiva effekterna medlemskap i EMU.

⁵ En avgörande skillnad mellan metaanalyserna i Rose (2016) och Polak (2018) är att Rose (2016) endast inkluderar ett estimat av handelseffekten per studie med Polak (2018) redovisar samtliga estimat. Denna senare approach ger dels ett betydligt större statistiskt underlag, dels gör metoden det möjligt att "avoid the subjectivity of researchers picking their preferred estimate". Rose (2017) invänder dock att det angreppssättet likställer känslighetsanalyser som inkluderas för att visa att resultaten i en uppsats är robusta med uppsatsens huvudresultat.

⁶ De estimerar även hur BNP hade påverkats i icke-medlemsländer om euron inte hade existerat. Dessa effekter är över lag obetydliga. För Sverige finner de till exempel att euron ökat BNP med 0,01 procent.

⁷ Till följd av metodologiska framsteg kan Larch, Schmeisser och Wanner (2019) på samma gång hantera fyra potentiella felkällor (källor till *bias*) i skattningen av de *gravitationsekvationer* som utgör arbetshästen för denna typ av studier. Dessa fyra felkällor är observerad bilateral heterogenitet, "förändringar i multilaterala resistensvillkor", förekomsten av nollor i de bilaterala handelsflödena mellan länder samt heteroskedastiska residualer. Detta i motsats till exempelvis Rose (2016) som till följd av begränsningar i för dem tillgängliga beräkningsmetoder inte kunde ta hänsyn till de sista två potentiella felkällorna (se litteratordiskussionen i Esteve-Pérez med flera, 2020).

Sammanfattningsvis pekar majoriteten av forskningslitteraturen sedan eurons införande på att ett medlemskap i den monetära unionen påverkar handeln mellan medlemsländer positivt. Dessutom verkar medlemskapet ha positiva effekter på handeln med icke-medlemsländer. Exakt hur stora de positiva handelseffekterna för Sverige skulle vara av ett medlemskap går inte att säga, men Flam och Nordström (2007) uppskattar att det skulle öka Sveriges *totala* varuhandel (det vill säga inklusive både euroländer och icke-euroländer) med cirka 13 procent.

En förklaring till varför införandet av euron verkar ha haft större effekt än vad den tidigare forskningen indikerade är att ett euromedlemskap inte bara minskar växelkursrisken, utan tar bort den helt. Detta borde särskilt påverka vertikal handelsintegration positivt – det vill säga att företag har underleverantörer i olika länder – då denna typ av arrangemang gynnas av långsiktig stabilitet. Flam och Nordström (2007) presenterar resultat (ökad handel med halvfabrikat) som är förenliga med en sådan hypotes.

Det finns även andra positiva effekter med en gemensam valuta jämfört med ett system med fasta växelkurser, till exempel blir prissättning, bokföring och budgetering enklare när samma valuta används i flera länder. Vidare slipper företag de växlings- och valutahanteringskostnader som finns även under ett system med fast växelkurs. Även detta bör (åtminstone på marginalen) underlätta och gynna handel mellan medlemsländer (se avsnitt om transaktionskostnader nedan).

Slutligen kan det finnas en psykologisk effekt av en gemensam valuta, det vill säga att en känsla av minskat avstånd och minskat krångel uppstår när en valutaunion införs, vilken gör fler typer av företag och entreprenörer benägna att handla över nationsgränser. Många av dessa effekter kan särskilt förväntas påverka små- och medelstora företag, vilka ofta har begränsad erfarenhet av handel över nationsgränser. Även här presenterar Flam och Nordström (2007) resultat som är förenliga med en sådan effekt. Det finner att euron inte bara lett till ökad handel med varugrupper som handlades i utgångsläget, utan även till att *fler* varugrupper handlas över gränser. Det indikerar att den gemensamma valutan lett till att fler typer av företag än innan börjat ägna sig åt utrikeshandel.

Slutsats utrikeshandel: Innan euron infördes pekade den dåvarande forskningen som tittade på effekten av fasta växelkurser på att euron inte skulle ha några betydande effekter på handelsvolymen. Sedan eurons införande har våra kunskaper om hur utrikeshandeln påverkas av medlemskap i valutaunionen ökat betydligt. Det mesta tyder nu på att ett medlemskap leder till en ökning av handeln med de andra medlemsländerna, men också med övriga världen. Sammantaget har argumentet för ett euromedlemskap därför stärkts ur denna synpunkt.

2.3 Direkta utlandsinvesteringar

Utöver ökad handel var ett argument för medlemskap i valutaunionen att minskad valutaosäkerhet skulle öka utländska direktinvesteringar (*foreign direct investment*, FDI). Även här fanns det innan eurons införande inget överväldigande forskningsstöd för den tesen. Minskad växelkursosäkerhet verkade ibland (som förväntat)

samvariera med ökade investeringar, men ibland även med minskade utländska direktinvesteringar enligt EMU-utredningen från 1996. Utvärderingar efter eurons införande tyder dock på relativt stora positiva effekter på utländska direktinvesteringar. I en lite äldre litteraturöversikt visar Flam (2009) att fem av sex studier finner signifikanta och positiva effekter av euroinförandet för de utländska direktinvesteringarna. De positiva effekterna varierar relativt kraftigt: från 16 till 2000 procents ökning av FDI mellan euroländer och 8–120 procents ökning mellan euroområdet och övriga världen.

Även nyare studier pekar åt samma håll. Camarero, Gómez-Herrera och Tamarit (2018) finner att införandet av euron bidragit positivt till både handel och direktinvesteringar inom euroområdet, samt att dessa variabler kompletterar varandra genom att ökad FDI leder till ökad handel. Stojkov och Warins (2018) resultat indikerar att införandet av euron ökat utländska direktinvesteringar inom euroområdet med 23 procent. Även Sondermann och Vansteenkiste (2019) finner att medlemskap ökade de utländska direktinvesteringar, både från andra länder inom euroområdet och från övriga världen, men att ökningen var särskilt koncentrerad till länder med en hög konkurrenskraft. Däremot kunde länder med låg konkurrenskraft till och med tappa investeringar eftersom en gemensam valuta, genom att förenkla handel, gör det mindre viktigt att ha produktion i ett visst land. Carril-Caccia och Pavlova (2018) finner att medlemskap i euron ökar direktinvesteringar från andra euroländer med ungefär 20 procent. Slutligen presenterar Camarero, Moliner och Tamarit (2024) resultat som indikerar att amerikansk FDI ökat med 15–64 procent i länder som infört euron.

Det går att kritisera en del av dessa studier med att det är svårt att isolera valutaunionens och den inre marknadens positiva effekter från varandra. Det gör att dessa studier kan tendera att överskatta de positiva effekterna. Denna tolkning får stöd av Flam och Nordström (2008) när de kontrollerar för tidsvarierande effekter av den gemensamma marknaden på utländska direktinvesteringar. När de gör detta försvinner de positiva effekterna av valutaunionen för utländska direktinvesteringar. Denna studie indikerar därmed att det är den gemensamma marknaden snarare än den gemensamma valutan som förklarar de ökade investeringarna.

Från aggregerad statistik framgår att Sverige trots icke-medlemskap i valutaunionen haft ungefär samma nettoinflöden av direktinvesteringar som euroområdet sedan euron infördes 2002. Under vissa perioder har den varit lägre och under andra har den varit högre men i genomsnitt har nivån på utländska direktinvesteringar som andel av BNP varit 3,7 procent i både i Sverige och euroområdet (se diagram 2).

Men man kan utifrån detta dra slutsatsen att icke-medlemskapet inte haft någon negativ effekt på investeringsnivån? Nej. För det första kan det naturligtvis vara så att de utländska direktinvesteringarna hade varit ännu högre om Sverige hade varit med i valutaunionen. Detta är vad den ovan redovisade forskningslitteraturen indikerar.

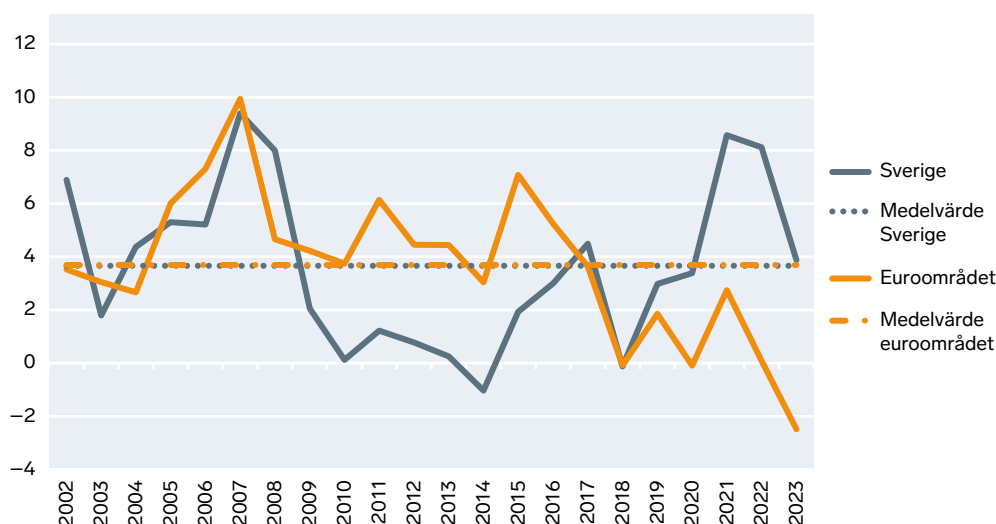
För det andra måste den svenska FDI-nivån ses ur ljuset av den svaga kronan. Även om teorin indikerar att en *volatil* valuta borde påverka utländska direktinvesteringar negativt, så bör en *försvagad* valuta allt annat lika ha en positiv påverkan på direktinvesteringarna. Detta eftersom en svag krona sänker priset på svenska tillgångar

för utländska investerare, vilket gör det mer attraktivt att investera i Sverige. Som framgår från diagram 1 och 2 så sammanfaller den ökade svenska FDI-andelen sedan 2015 relativt väl med det senaste decenniets kronförsvagning, vilket således kan vara en förklaring till de senaste årens höga FDI-andel i Sverige.⁸

En möjlig tolkning är att svensk FDI har missgynnats av att stå utanför euron, men gynnats av att kronan har försvagats, samt att de två effekterna har tagit ut varandra. Det betyder i sådant fall att den dagen kronan stärks är risken överhängande att de utländska investeringar faller tillbaka. Vidare är det inte självklart att denna typ av valutadrivna investeringar – som i någon mån beror på att svenska företag reas ut – är odelat positiva.⁹

Diagram 2. Utländska direktinvesteringar, nettoinflöden som andel av BNP

Procent



Källa: Världsbanken.

Slutsats utländska direktinvesteringar: Precis som med utrikeshandel har våra kunskaper om hur utländska direktinvesteringar påverkas av medlemskap i valutaunionen ökat sedan eurons införande. Forskningslitteraturen pekar på att ett medlemskap skulle öka de utländska direktinvesteringarna, även om bevisningen förefaller vara något svagare än för utrikeshandel. För Sveriges del har kronans försvagning antagligen bidragit till att hålla upp investeringarna, genom att kraftigt sänka priset på svenska tillgångar ur utländska investerares perspektiv, vilket kan förklara varför Sverige haft ungefär samma FDI-nivå som euroområdet under 2000-talet. Sammantaget indikerar detta att argumentet för ett euromedlemskap ur denna synpunkt har stärkts något.

⁸ Att Sveriges ekonomi klarade sig så bra genom pandemin (inte minst till följd av mindre restriktiva pandemåtgärder) kan också vara en förklaring till en högre svensk investeringsnivå än i eurozonen under dessa år.

⁹ En risk med att företag reas ut är att i grund och botten lönsamma, innovativa och produktiva företag i förlängningen flyttar utomland med försämrade konkurrenskraft, minskade skatteintäkter och förlorade arbetstillfällen som följd. Se till exempel "Kronjuvelerna riskerar att reas ut" i Dagens Industri, 12 september 2023.

2.4 Räntenivån och inflationen

Under 1990-talet var de långa räntorna högre i Sverige än i både Frankrike och Tyskland. Detta speglade delvis att den svenska inflationen under lång tid varit hög, vilket motiverade en högre svensk styrränta. Riskpremien för att investera i svenska värdepapper var sannolikt också förhöjd till följd av ekonomisk kris, dåliga statsfinanser och en historia av hög inflation (Gottfries, 2003).

Vid tidpunkten för folkomröstningen 2003 hade Sveriges ekonomiska läge förbättrats betydligt och skillnaden i de långa räntorna gentemot Frankrike och Tyskland hade försvunnit (se diagram 3). Även inflationen hade kommit ner till europeisk nivå men med 1990-talskrisen och den tidigare höga inflationen i färskt minne var ”lägre ränta” fortfarande ett populärt argument för ja-sidan (se till exempel Schück, 2003).

Diagram 3. Statsskuld ränta 10 år i Sverige, Frankrike och Tyskland

Procent



Källa: Macrobond.

Sveriges statsfinanser har idag högt förtroende, med en låg statsskuld och ett finanspolitiskt ramverk som är strängare än det i EU. Den svenska långa räntan har under hela 2000-talet följt den tyska och därmed varit nära lägstanivån inom EU. Numera finns det i princip inget som tyder på att Sverige hade haft lägre upplåningskostnader eller räntor om vi hade varit med i euron.

Även inflationen har under 2000-talet utvecklats ungefär som i euroområdet och Tyskland. Under början av 2000-talet var den något lägre i Sverige än i Europa för att därefter vara något högre. Det är dock tveksamt om denna senare period med något högre inflation i Sverige bör ses som något negativt, då det var en konsekvens av att Riksbanken lyckades bättre än ECB med att nå inflationsmålet. Under de senaste årens prisökningar långt över centralbankernas inflationsmål steg inflationen något mer i Sverige än i euroområdet sammantaget. Detta kan ha påverkats av den svaga kronan, men skillnaden har varit högst marginell. Vidare har den svenska inflationen (mätt som HIKP) sedan maj 2024 varit lägre än inflationen i euroområdet.

Sammantaget är det därför svårt att se att inflationen hade utvecklats mer gynnsamt om Sverige hade varit med i valutaunionen.

Slutsats utländsk räntenivå och inflation: Under 1990-talet fanns det en uppfattning om att medlemskap i euron skulle fungera som en garant för att Sverige inte återigen hamnade i en situation med högre inflation och/eller ränta än övriga Europa. Två decennier utanför euron har dock visat euomedlemskap sannolikt inte har haft någon större betydelse för vare sig ränteläget eller inflationen. Sammantaget indikerar detta att argumentet för ett euomedlemskap på denna punkt har försvagats.

2.5 Konkurrensen på den inre marknaden

EMU-utredningen lyfte fram att ”stora och snabba växelkursförändringar inom EU på sikt utgöra ett hot mot den inre marknaden” då sådana växelkursrörelser kunde utlösa protektionistiska strömningar. Utredningen pekade särskilt på att när Bretton-Woods-systemet föll ihop så införde EG ett system med särskilda växelkurser för jordbruksvaror som i praktiken fungerade som ett system för importtullar och exportsubventioner. I värsta fall skulle alltså en kronförsvagning – enligt detta resonemang – kunna utlösa skyddstullar i andra EU-länder, vilket skulle störa konkurrens på den inre marknaden.

När EMU-utredningen kom 1996 var den inre marknaden bara tre år gammal, vilket bidrog till att det fanns en berättigad oro över dess beständighet. Nu har dock den inre marknaden 30 år på nacken och dess fortlevnad får betraktas som betydligt mer säker än den var 1996, eller ens 2003. De är idag svårt att föreställa sig att ett medlemsland skulle vidta protektionistiska åtgärder mot ett annat medlemsland. Lika realistiskt framstår tanken på att EU centralt skulle tillåta införandet av inre tullar till följd av en växelkursförändring. Ett tydligt bevis på hur detta argument har försvagats är att svenska kronan har försvagats betydligt sedan 2013, utan att det utlöst några motåtgärder från andra europeiska länder, eller att sådana åtgärder överhuvudtaget har föreslagits.

Ett annat konkurrensargument som framfördes av EMU-utredningen var att en gemensam valuta skulle underlätta prisjämförelser mellan länder, något som skulle kunna öka konkurrensen på den inre marknaden. Sedan dess har dock prisjämförelser – för företag men kanske framför allt konsumenter – underlättats av näthandelns och informationsteknologins utveckling.

Slutsats avseende konkurrensen på den inre marknaden: Risken för att snabba växelkursförändringar ska utlösa konkurrenshämmande åtgärder mellan medlemsstater får sägas vara betydligt mindre nu än under 1990-talet när den inre marknaden var ny. Samtidigt har teknisk utveckling sannolikt förenklat prisjämförelser mellan länder, vilket även utan en gemensam valuta bör haft en positiv effekt för konkurrensen på den inre marknaden. Sammantaget indikerar detta att argumentet för ett euomedlemskap ur konkurrenssynpunkt har försvagats.

2.6 Transaktionskostnader

Det kostar för företag och hushåll att hantera utländsk valuta när de handlar med utlandet. En uppenbar fördel med en gemensam valuta är att dessa kostnader i form av valutaväxlingar och valutakurssäkringar försvinner. EMU-utredningen uppskattade 1996 på basis av uppgifter från Europeiska kommissionen att denna besparing för Sveriges del skulle ge en vinst på 0,2 procent av BNP men det fanns även andra estimat som snarare menade att växlingskostnaden uppgick till 0,5 procent av BNP (se Jakobsson, 2003).

Hur kostnaderna för valutaväxlingar och valutakurssäkringar har utvecklats sedan 2003 är svårt att säga eftersom relevant statistik saknas. Å ena sidan kan man förvänta sig att ökad användning av elektroniska betalningar, IT, högfrekvenshandel och andra produktivitetshöjande innovationer inom finansbranschen borde ha gjort valutamarknaden och betalningsmarknaden mer effektiv, vilket pressar ned kostnaderna. Den ökade andelen av exporten som utgörs av *merchanting* bör även ha bidragit till att minska växlings- och valutasäkringskostnader något (se fotnot 3 ovan). Å andra sidan kan ökad handeln och ökat resande över tid ha lett till ökade växlings- och valutasäkringskostnader, särskilt jämfört med EMU-utredningens beräkningar från 1996.

Slutsats transaktionskostnader: Hur transaktionskostnaderna utvecklats under de senaste två decennierna är svårt att säga. Det finns argument både för att de kan ha minskat och för att de kan ha ökat. Det hade varit önskvärt om frågan kunde utredas djupare. Sammantaget indikerar detta att argumentet för ett euromedlemskap ur denna synpunkt varken har stärkts eller försvagats.

2.7 Fast växelkurs bidrar till högre strukturreforms- och strukturuomvandlingstakt

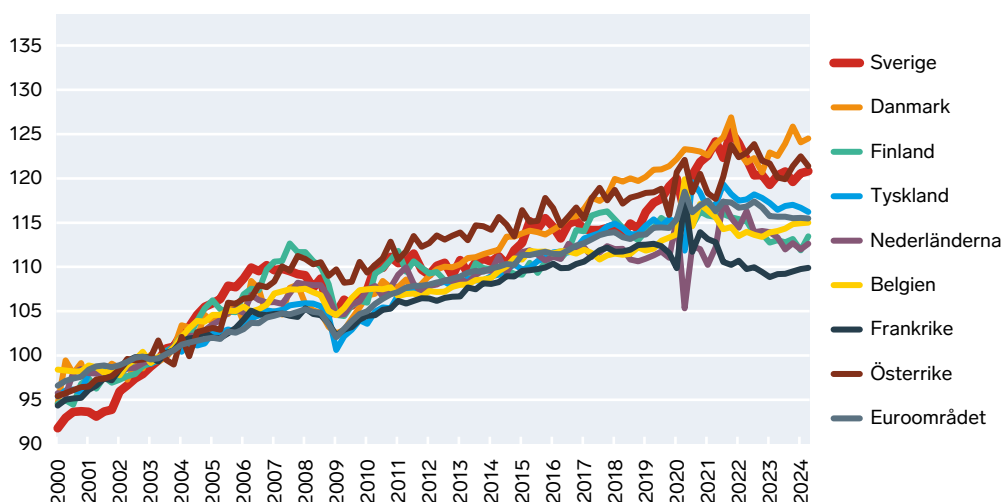
Handel och investeringar över gränser möjliggör arbetsdelning mellan länder, vilket leder till en mer produktiv ekonomi. Ett annat argument för euron – som dock inte framfördes av EMU-utredningen – var att euron genom ett ökat omvandlingstryck skulle ge en mer produktiv ekonomi (se Eklund, 2003). Resonemanget bygger på tanken på att en rörlig växelkurs kan sänka omvandlingstrycket i en ekonomi genom att fungera som en stötdämpare för den exporterande sektorn. Detta minskar dels företagets drivkrafter ”att omvandlas, utveckla nytt och investera” (se Eklund, 2003), dels blir det enklare för politiker att skjuta politiskt kostsamma men produktivitetshöjande strukturreformer på framtiden när en svagare valuta artificiellt höjer efterfrågan i ekonomin.

För drygt 30 år sedan drog produktivitetstuderingen slutsatsen att de upprepade devalveringarna under 1970- och 80-talen haft en sådan produktivitetdämpande effekt. Det sågs som en viktig anledning till att Sverige tappat sin tättposition i OECD:s välståndsliga (se SOU 1991:82). Som har redovisats ovan har den strukturella kronförsvagningen åter tagit fart sedan 2013 (se diagram 1). Har det likt på 70- och 80-talet inneburit en sämre produktivitetstillväxt i Sverige relativt andra?

För ekonomin sammantaget och sedan folkomröstningen är svaret på ovanstående fråga nej; produktivitetstillväxten i Sverige relativt euroområdet har tvärtom varit god de senaste två decennierna. Även om det till viss del berodde på att produktiviteten i Sverige växte snabbare innan finanskrisen än efteråt, så kommer Sverige ut som tredje bäst i klassen för perioden 2003–2023. Under pandemin ser Sverige ut att ha haft en särskilt gynnsam utveckling, vilken dock vänt neråt sedan mitten av 2022 (se diagram 4).

Diagram 4. Real produktivitet, hela ekonomin, 2003 = 100

Nivå



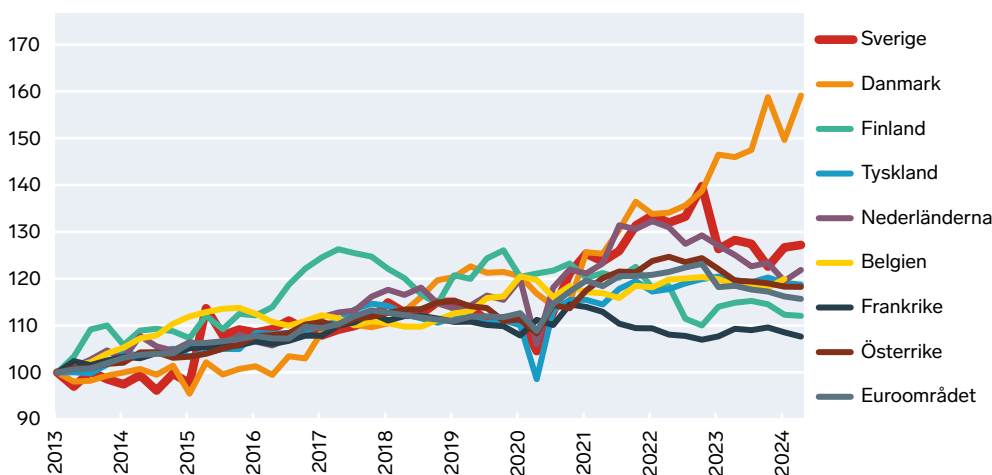
Källa: Eurostat.

Den tänkta mekanism som kopplar samman rörlig växelkurs med lägre produktivitetstillväxt går via en försvagande valuta. Då det är sedan 2013 som kronan trendmässigt har försvagats kan det vara motiverat att i stället ta det som basår för jämförelsen (se diagram 1). Effekterna på produktiviteten bör även (enligt ovanstående teori) vara särskilt märkbar i den sektor som är mest utsatt för internationell konkurrens, nämligen tillverkningsindustrin. Även här är det dock svårt att finna något stöd för den tesen. Svensk tillverkningsindustri hade ungefär en likvärdig produktivitetstillväxt med andra nordvästeuropeiska euroländer efter 2013 fram till och med 2019.¹⁰ Under pandemin bröts den trenden och 2020–2022 ökade produktiviteten i svensk tillverkningsindustri mycket snabbare än i jämförbara länder. Delvis speglade det troligtvis mindre omfattande pandemiåtgärderna i Sverige. För det talar det faktum att det svenska produktivetsförspånget avtagit snabbt sedan dess och vid slutet av 2023 hade den svenska industrins produktivetsförspång (räknat med basår 2013) minskat betydligt (se diagram 5).

¹⁰ Samt även Danmark, som inte har euron, men har fast växelkurs gentemot euron.

Diagram 5. Produktivitet i tillverkningsindustrin, 2013 = 100

Nivå



Källa: Eurostat.

Sammantaget har Sverige alltså inte haft en sämre produktivitetens utvecklingen än euroländerna. Möjligtvis kan däremot det avstannade reformtempot i Sverige de senaste 15 åren förstås ur detta perspektiv. Som Klas Eklund uttryckte det inför folkomröstningen 2003 minskar en deprecierande valuta ”trycket på politikerna att genomföra strukturreformer och modernisering av stela institutioner som drar upp kostnader och stelheter. I stället för att tvingas göra obehagliga prioriteringar ger en svagare valuta möjligheten att skjuta upp anpassningen, vältra över den på andra och dölja problemen med lite högre inflation”. Nittiotalskrisen ledde till ett kraftigt fall för Sverige i den internationella välståndsligan från femte till elfte plats. Efter krisen följde dock en intensiv reformperiod som pågick ungefär fram till 2010. Inflationsmålet och det finanspolitiska ramverket infördes, arbetsmarknaden liberaliserades, statliga monopol avreglerades och privatiserades och skattetrycket sänktes. En konsekvens av detta var att Sverige återtog ett antal av de förlorade platserna i välståndsligan.

De senaste 14 åren har dock reformtempot avtagit betydligt och Sverige har återigen tappat terräng. Till följd av detta hamnar Sverige 2023 på tolfte plats i välståndsligan.¹¹ Det kan jämföras med Danmark, som hamnar på plats sex, och som även haft en bättre produktivitetstillväxt än Sverige i tillverkningsindustrin (se diagram 4 och 5), även om det antagligen till stor del beror på läkemedelsbolagets Novo Nordisks explosiva tillväxt. Uttryckt i köpkraftsjusterad BNP per invånare är skillnaden kanske ännu mer slående: år 2022 var BNP per invånare 15 procent högre i Danmark än i Sverige.¹² Det betyder att med en historiskt normal tillväxt (för BNP per invånare) på 1,5 procent per år kommer det att dröja över tio år innan svenskarna är lika rika som danskarna var 2022.

¹¹ Se artikeln ”Sverige i välståndsligan” på Ekonomifakta.se.

¹² Jämförelse avser köpkraftsjusterad BNP till löpande priser, vilket är det mått som bäst lämpar sig för jämförelser av levnadsstandarden mellan länder. Använder man i stället på BNP till fasta priser, vilket är det mått som lämpar sig bäst för jämförelser över tid, är skillnaden mellan Sverige och Danmark mindre. I båda fallen har dock Danmark dragit ifrån Sverige det senaste decenniet.

Det finns naturligtvis många möjliga förklaringar till varför denna skillnad har uppstått.¹³ Men en möjlig bidragande faktor till att Danmarks ekonomiska utveckling varit så pass mycket mer lyckad än den svenska *kan* vara att den fasta växelkursen har skapat högre omvandlingstryck och starkare incitament att föra en tillväxtfrämjande politik än vad som varit fallet i Sverige.

Slutsats: Ett argument för euron var att en rörlig växelkurs sänker omvandlingstrycket i ekonomin genom att fungera som en stötdämpare för den internationellt konkurrensutsatta sektorn. Det förhindrar nödvändig strukturomvandling och nödvändiga strukturreformer med en mindre produktiv ekonomi som följd. Sverige har dock inte haft en sämre produktivitetstillväxt än euroområdet, vilket talar emot den tesen, även om vi har tappat mark gentemot Danmark. Det är dock slående att reformtempot i Sverige avtagit så tydligt under de senaste 10–15 åren. Sammantaget bedömer vi dock att detta argument varken har stärkts eller försvagats.

2.8 Summering av effektivitetsargumenten

I detta avsnitt har vi analyserat eurosamarbetets påverkan på samhällsekonomisk effektivitet och hur kunskapsläget om detta har förändrats sedan folkomröstningen 2003. Det är numera tydligt att den äldre forskningen underskattade de positiva effekterna av gemensam valuta för handel och investeringar. Vidare verkar volatiliteten för kronan har ökat med tiden, vilket bör ha ökat de negativa konsekvenserna av att stå utanför samarbetet. Den deprecierande kronan kan även ha bidragit till ett minskat reformtempo i Sverige, då behovet att tillväxtfrämjande reformer minskar när Sverige på kort sikt kan upprätthålla konkurrenskraften genom billigare svensk export, även om en sådan dynamik är svår att belägga.

Men det finns också argument för euron som har försvagats sedan folkomröstningen 2003. I början av 2000-talet fanns både 1990-talskrisen och åren med hög inflation färskt i minne. Då var det inte orimligt att se ett medlemskap i valutaunionen som en garanti för en ränta och inflation i linje med den europeiska normen. Erfarenheten sedan dess har dock visat att detta inte är något Sverige behöver ECB för att klara. På den tiden, då den inre marknaden fortfarande var relativt ny, fanns det även en rädsla för att stora växelkursrörelser skulle kunna utlösa protektionistiska åtgärder mellan medlemsstater. Detta framstår idag – när den inre marknaden har 30 år på nacken och EU-samarbetet stärkts betydligt – som ett väldigt osannolikt scenario (se tabell 2).

¹³ Delvis är det en *direkt* konsekvens av den svaga kronan, vilket undergrävt svenskarnas köpkraft och därmed sänkt köpkraftsjusterad BNP.

Tabell 2. Effektivitetsargument för euron

Argument	Har argumentet stärkts jämfört med 2003?
Medlemskap i euron ger minskade växelkurssvägningar	Stärkts
Medlemskap i euron ger ökad handel	Stärkts
Medlemskap i euron ger ökade utländska direktinvesteringar	Stärkts
Medlemskap i euron ger lägre ränta och inflation	Försvagats
Medlemskap i euron förbättrar konkurrensen på den inre marknaden	Försvagats
Medlemskap i euron minskar transaktionskostnader	Varken stärkts eller försvagats
Medlemskap i euron ökar omvandlingstrycket i ekonomin	Varken stärkts eller försvagats

Så hur ska man väga dessa argument emot varandra? Vad gäller risken för att Sverige utan ECB skulle riskera att få högre räntor och högre inflation var det argumentet nog mer relevant 1996 när EMU-utredningen publicerades än när folkomröstningen genomfördes 2003. Vid den senare tidpunkten var Sverige redan ute ur 1990-talskrisen. Ett finanspolitiskt ramverk, en självständig Riksbank med ett inflationsmål och industriavtalet mellan parterna hade då etablerats. Så jämfört med läget 2003 har inte argumenten för euron ur denna synpunkt blivit särskilt mycket sämre. Detsamma gäller risken för att konkurrensen på den inre marknaden skulle undermineras om Sverige stod utanför EMU. Det kan ha verkat troligt 1996 när den inre marknaden bara hade tre år på nacken, men redan 2003 bör det ha framstått som ett mindre trovärdigt scenario.

Däremot har kunskapsläget om eurons betydelse för både utrikeshandel och utländska direktinvesteringar förändrats radikalt sedan 2003. Forskningen tyder på att ett euromedlemskap mycket väl skulle kunna leda till en ökning av såväl utrikeshandel som utländska direktinvesteringar. Dessutom kvarstår betydande transaktionskostnader (växlingskostnader och valutasäkringskostnader) av att stå utanför euron. Sammantaget pekar det på att de samhällsekonomiska argumenten för ett medlemskap i valutaunion har stärkts sedan folkomröstningen om euron 2003.

Hur stora skulle då dessa samhällsekonomiska vinster vara? Det är svårt att säga exakt och beror bland annat på vilka studier och antaganden som beräkningarna utgår ifrån. Baserat på Felbermayr och Steiningers (2019) kan effekten på svensk ekonomi av ökad handel vid ett EMU-medlemskap "guesstimeras" till 0,9 procent av BNP.¹⁴ Därutöver kommer effekten av minskade transaktionskostnader, vilken tidigare har uppskattats till mellan 0,2 och 0,5 procent av BNP för 30 år sedan. Detta framstår fortfarande som en rimlig bedömning.

¹⁴ Denna siffra är helt enkelt ett genomsnitt av de uppskattade effekterna för medelstora nordvästeuropeiska euroländer (Finland, Irland, Belgien, Nederländerna och Österrike) i Felbermayr och Steiningers (2019). Dessa länder är valda för att de antagligen är dem som i termer av handelsmönster och näringslivsstruktur mest liknar Sverige. Ett alternativ hade varit att ta (det ovägda) genomsnittet för samtliga euroländer. Även för denna större grupp blir dock den genomsnittliga effekten 0,9 procent av BNP.

Till de ovanstående effekterna ska adderas den positiva BNP-effekten av utländska direktinvesteringar. Denna beräkning är mer spekulativ då relevanta uppskattningar i forskningslitteraturen saknas.¹⁵ En grov beräkning är dock möjlig om man är villig att göra vissa antaganden. Utifrån litteraturen verkar det rimligt att anta FDI på sikt skulle öka med 20 procent vid ett inträde i euroområdet. Det hade inneburit en ökning av utländska direktinvesteringar från cirka 8 procent av BNP år 2022 till 9,6 procent. Om vi antar att detta leder till en ökning av kapitalstocken med motsvarande 1,6 procent av BNP betyder det att BNP på lång sikt ökar med ca 0,2 procent. Detta givet den faktiska kapitalavkastningen år 2022 på cirka 15 procent.¹⁶

Sammantaget tyder dessa grova och partiella beräkningar på att ett svenskt euroinförande borde ge ett tillskott till bruttonationalproduktens nivå på ca 1,5 procent på lång sikt. Det motsvarar drygt ett års normal tillväxt i BNP per capita, vilket varken är någon obetydlig eller jättelik effekt. Osäkerhetsmarginalen för dessa beräkningar är dock stor och den verkliga effekten kan vara både större och mindre. Vidare måste denna vinst av ett medlemskap i form av högre ekonomisk effektivitet vägas mot de kostnader på kort sikt som kan vara förknippade med att som land inte kunna föra en egen penning- och valutapolitik, något som kan medföra längre och djupare lågkonjunkturer. I nästa kapitel tittar vi därför närmare på de stabiliseringspolitiska aspekterna av EMU och vad vi lärt oss om dem under de senaste 20 åren.

¹⁵ Vi har i alla fall inte hittat några sådana uppskattningar.

¹⁶ Med kapitalavkastningen i ekonomin avses här den så kallade bruttokapitalavkastningen, det vill säga avkastningen före avskrivningar. Den låg 2022 på 14,5 procent enligt beräkningar från Konjunkturinstitutet. Eftersom BNP något förenklat summerar till *arbetsinkomster + kapitalinkomster + kapitalavskrivningar* så kan BNP-effekten beräknas som *kapitaltillskott × bruttokapitalavkastning*, det vill säga $1,6 \times 0,145 \approx 0,2$. Notera dock att vi då antar att ökningen i kapitalstock inte har någon effekt på arbetsinkomster. I praktiken bör dock även arbetsinkomsterna öka när kapitaltätheten i ekonomin stiger, vilket i sådant fall skulle ge ett ytterligare tillskott till BNP, på upp till 0,3 procent av BNP (givet den existerande kvoten mellan arbetsinkomster och kapitalstock på ca 20 procent). Å andra sidan är det inte säkert att nettokapitaltillskottet skulle bli 1,6 procent vid en ökning av FDI med cirka 20 procent. Det är exempelvis möjligt att en del av det extra kapitalet skulle "läcka" ut ur landet genom att även svensk FDI riktat mot utlandet ökade på bekostnad av inhemska investeringar.

3. De stabiliseringspolitiska aspekterna av ett euromedlemskap

Med stabiliseringspolitik menas ekonomisk-politiska åtgärder som syftar till att dämpa konjunktursvängningarna i ekonomin och långsiktigt hålla inflation och arbetslöshet på en låg nivå. Stabiliseringspolitiken brukar delas upp i dels penningpolitik, dels finanspolitik. Eftersom ett euromedlemskap innebär en radikal förändring av förutsättningarna för båda dessa två, riktar vi i detta kapitel in oss på att analysera om de stabiliseringspolitiska argumentet för ett medlemskap i valutaunionen har stärkts eller försvagats.

Inledningsvis diskuteras eurosamarbetet utifrån teorin om optimala valutaområden, vilken beskriver de förhållanden som krävs för att en valutaunion ska vara lämplig ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv. Har euroområdet sedan 2003 blivit ett mer optimalt valutaområde? Därefter avhandlas hur de statsfinansiella riskerna av ett euromedlemskap har utvecklats sedan 2003 samt i vilken mån Riksbankens penningpolitik verkligen är självständig gentemot ECB. Kapitlet avslutas med en sammanfattande diskussion.

3.1 Teorin om optimala valutaområden

När ett land med rörlig växelkurs drabbas av en ekonomisk chock, som en konjunkturförsvagning eller inflationsuppgång, finns det två stabiliseringspolitiska verktyg att tillgå: finanspolitiken (statsbudgeten) och penningpolitiken (ränte-/valutapolitiken). Genom att sänka eller höja räntan kan ekonomin stimuleras eller kylas av. Genom penningpolitiken kan även växelkursen påverkas. En rörlig växelkurs fungerar ofta som en ekonomisk stötdämpare i lågkonjunktur, där en försvagad valuta ger en ökad exportefterfrågan, vilket hjälper det drabbade landet att exportera sig ur krisen (en så kallad *extern devalvering*). Efter övergången till rörlig växelkurs 1992 bidrog exempelvis den kraftiga kronförsvagningen till återhämtningen från 1990-talskrisen till att förbättra Sveriges konkurrenskraft (se Jonung, 1999).

Men om ett land är en del av en valutaunion finns inte samma anpassningsmöjligheter eftersom penning- och valutapolitiken då styrs på övernationell nivå. Det betyder att styrräntan inte nödvändigtvis kommer att sättas på den nivå som är optimal för det enskilda medlemslandet. Vidare ger man med en gemensam valuta upp möjligheten att genom en så kallad *extern devalvering* (en valutaförsvagning) återställa konkurrenskraften. I stället måste en eventuell anpassning av kostnadsläget ske genom *intern devalvering*, det vill säga genom att löner och priser i det drabbade landet minskar relativt andra delar av valutaunionen.

En intern devalvering innebär ofta nedskärningar i offentliga utgifter, lönefrysningar eller sänkningar, samt andra åtgärder för att minska kostnaderna i ekonomin. Detta behöver fortgå tills dess att produktionskostnaderna har minskat relativt omvärlden i sådan omfattning att den nationella konkurrenskraften är återställd. Denna process är oftast smärtsam, långdragen och förknippad med ökande arbetslöshet, vilket inte minst händelseförloppet i Grekland efter eurokrisen utgör ett (extremt) exempel av.

Avsaknaden av en nationell penningpolitik behöver dock inte vara något stort problem om valutaunionens ekonomier är väl integrerade med varandra, så att de olika ekonomierna för det mesta följer samma konjunkturella mönster och där konjunkturella skillnader om de väl uppstår utjämnas genom flöden av arbetskraft och kapital över nationsgränserna. En välfungerande valutaunion kännetecknas även av att det finns gemensamma mekanismer för att hantera konjunkturella skillnader, som gemensam finanspolitisk utjämning eller finanspolitiska regler som säkerställer att medlemsländerna har så pass sunda statsfinanser att de kan hantera en land-specifika ekonomisk chock.

Om ovanstående är fallet utgör valutaområdet ett så kallat *optimalt valutaområde*.¹⁷ Ett av nej-sidans starkaste argument under folkomröstningen var att euroområdet inte utgör ett optimalt valutaområde. Tvärtom pekade många motståndare på att risken var stor att Sverige skulle drabbas av en landspecifik ekonomisk kris (såsom under 1990-talet) och att euroområdet saknade gemensamma konjunkturutjämnande mekanismer.

I detta kapitel analyseras om euroområdet har blivit ett mer optimalt valutaområde sedan folkomröstningen 2003. Det finns ingen allmänt vedertagen definition för vilka kriterier som exakt gäller för att en valutaunion ska utgöra ett optimalt valutaområde.¹⁸ Vi följer dock Dreyer och Schmid (2020) och utgår från följande tre kriterier:

1. Medlemsländerna har **synkroniserade konjunkturcykler**, vilket minimerar riskerna med att inte kunna för en självständig nationell penning- och valutapolitik, genom att större landspecifika ekonomiska chocker sällan inträffar.
2. Valutaområdet präglas av en hög grad av **rörlighet för produktionsfaktorerna arbete och kapital**, så att landspecifika ekonomiska chocker när de väl uppstår kan motverkas genom att arbetskraften strömmar från länder med hög arbetslöshet till länder med låg arbetslöshet och investeringar från länder med högre sparande till länder med tillfälligt nedtryckt sparande.
3. Valutaområdet har mekanismer för **finanspolitisk utjämning** mellan länder. Därutöver analyserar vi även förekomsten av **andra åtgärder och mekanismer för krishantering**.

¹⁷ Teorin om optimala valutaområden bidrog till att dess upphovsman Robert Mundell fick Riksbankens pris i ekonomisk vetenskap till minne av Alfred Nobels minne 1999. Teorin om optimala valutaområde utgår från den forskning som först presenterades av Mundell (1961), McKinnon (1963) och Kenen (1969).

¹⁸ Ofta talar man om en hög grad av produktdiversifiering och öppenhet för handel som kriterier för ett optimalt valutaområde (se Kenen 1969 samt McKinnon, 1963). Dessa betraktar vi dock som underordnade kriteriet om synkroniserade konjunkturcykler då handel och en diversifierad produktion är en förutsättning för att medlemsländernas konjunkturcykler ska vara synkroniserade.

Men samtidigt som mekanismer för finanspolitisk utjämning kan underlätta hanteringen av ekonomiska kriser i enskilda medlemsländer, så innebär sådana mekanismer även en kostnad för länder som Sverige vilka har starka statsfinanser. Vi analyserar därför vidare frågan:

4. Har de statsfinansiella riskerna av ett medlemskap ökat?

Under 2000-talet har det varit relativt liten skillnad mellan den räntepolitik som ECB och Riksbanken har fört, vilket kan vara ett tecken på att värdet av att ha en oberoende centralbank har minskat för ett litet land i en alltmer globaliserad värld. Slutligen analyserar vi därför:

5. Har Riksbankens förmåga att bedriva en självständig penningpolitik gentemot ECB minskat, så att värdet av en oberoende centralbank i dag är mindre än tidigare?

Kapitlet avslutas med en sammanfattande diskussion där utvecklingen sedan 2003 summeras. Har argumentet för medlemskap i valutaunionen stärks eller försvagats ur stabiliseringspolitisk synpunkt?

3.2 Har euroområdets konjunkturcykel blivit mer eller mindre synkroniserad?

Genom att studera hur synkroniserade medlemsländernas konjunkturcykler är med varandra kan vi analysera om länderna kan hantera chocker på ett bättre sätt nu än för 20 år sedan. Många forskare har undersökt frågan med varierande ansatser och de tenderar att komma fram till olika svar. Den ansats som har dominerat forskningsområdet är att beräkna hur chocker slår och absorberas av de olika ekonomierna inom valutaområdet. Denna metod innebär att vi kan definiera vilka länder som utgör kärnan (det vill säga de länder som påverkas på samma sätt) respektive periferin (det vill säga de länder som påverkas på ett annorlunda sätt än andra).

I en tidig analys av Bayoumi och Eichengreen (1993) studerade de hur ekonomiska chocker påverkar ländernas utbud och efterfrågan. De fann att euroområdet hade en kärna som bestod av Tyskland, Frankrike, Belgien, Nederländerna och Danmark.¹⁹ De fann inga evidens för att några andra länder hade konvergerat mot varandra under perioden 1963–1988.

Campos och Macchiarelli (2016) uppdaterade Bayoumi och Eichengreen (1993) med data för samma länder under åren 1989–2015. Deras resultat indikerade att införandet av EMU på ett signifikant sätt hade försvagat kärna-periferi-mönstret inom EU och att den ursprungliga periferin hade krympt till att endast omfatta Grekland, Irland, Spanien och Portugal. Deras resultat tyder på att euroområdets konjunkturcykel över tid har blivit mer synkroniserad.

¹⁹ Genom sin strukturella vektor autoregressionsanalys kunde de se att när alla 11 länder fick en utbudschock påverkades kärnländerna lika men övriga EU-länder påverkades i lägre utsträckning och de följde inte heller samma mönster som kärnan. När de, i stället, gav området en efterfrågechock påverkades kärnländerna ännu mer likt varandra än vid utbudschocken. Övriga länder i utkanten drabbades mer av chocken och på olika sätt.

I en senare studie analyserar även Bayoumi och Eichengreen (2017) samma euroländer som i studien från 1993, men med data från 1990 till 2014. Deras slutsatser skiljer sig till viss del från Campos och Machiarelli (2016). De finner att korrelationen mellan länderna hade minskat och att det var svårare att urskilja grupperingar bland länderna. Kärnan bestod nu av Tyskland, Portugal, Irland, Italien, Spanien och Grekland. Detta kan tyckas märkligt eftersom Tyskland borde vara starkare korrelerat med sina norra grannar enligt konventionella kriterier. Författarna förklarar detta med att den höga ekonomiska tillväxten i Tyskland efter de stora strukturreformerna i början av 2000-talet resulterade i stigande tillgångspriser och stora bytesbalansöverskott, vilket skapade förutsättningar för ökad utlåning till dessa länder och en lånedriven tillväxt. Det innebär att de andra länderna befann sig i en liknande finansiell cykel som Tyskland. Det ska dock inte tolkas som en verklig ekonomisk konvergens mellan dessa länder, utan snarare som en indikation på en procyklisk och destabiliserande finanssektor.

När Bayoumi och Eichengreen (2017) utökade antalet länder för att inkludera länder som stod utanför euron fann de att Sverige korrelerade negativt med Tyskland, det land som kärnan definieras i relation till, medan det fanns en positiv korrelation med Storbritannien. Sammanfattningsvis indikerar deras resultat att ett antal länder verkar ha konvergerat till följd av att deras finansiella cykel blev harmoniserad, men att detta samtidigt gjorde att den gamla kärnan splittrades. De finner således inte någon evidens för att valutaområdet har blivit mer synkroniserat under perioden 1990–2014.

I en senare rapport av Campos och Macchiarelli (2021) används en metod som fokuserar mer på att finna dynamiska förändringar över tid. De undersöker data från åren 1987 till 2015 och finner att över tid har allt fler länder kommit att inkluderas i kärngruppen, det vill säga konjunkturcykeln i Europa har blivit mer synkroniserad. Däremot verkar den svenska konjunkturcykeln ha blivit mindre synkroniserad med kärnan över tid. Resultaten i studien indikerar att euromedlemskap i sig kan leda till en mer synkroniserad konjunkturcykel (exempelvis till följd av ökad handel mellan medlemsländerna), något som kallas för teorin om endogena optimala valutaområden (se Frankel och Rose, 1998). Att den europeiska periferin till ungefär hälften består av icke-euro-länder talar för ett sådant samband.

Även Arestis och Phelps (2016) finner i en analys av data för 1994 till 2013 att EMU-medlemskap verkar leda till att valutaområdet blir mer optimalt genom att medlemsländernas konjunkturcykel blir mer synkroniserad, bland annat till följd av ökad handel. Detsamma gäller Bergman och Jonung (2011) vilka fann indirekt stöd för teorin om endogena optimala valutaområden genom att analyserade de nordiska ländernas konjunkturcykler. De kunde visa att dessa var klart mer synkroniserade under den skandinaviska myntunionen 1873–1913 än efter myntunionens sammanbrott.

Den metod som används i Bayoumi och Eichengreen (1993) och de ovan tre diskuterade uppföljande studierna bygger på strukturella VAR-modeller, det vill säga statistiska modeller som används för att förstå sambanden mellan flera ekonomiska variabler över tid. Det som gör dessa strukturella är att det (utifrån ekonomisk teori) görs antaganden om vilket samband som råder mellan variablerna, vilket gör det möjligt att identifiera orsaksförhållanden. Men det finns även ett stort antal rent empiriska studier, vilka

med mer eller mindre avancerade metoder undersöker konjunkturell synkronisering genom att analysera förändringar i hur olika makroekonomiska tidsserier korrelerar mellan länder.²⁰

Dreyer och Schmid (2020) analyserar hur den konjunkturella komponenten i BNP har förändrats och fann att konjunkturcykeln i euroområdet blev mer synkroniserad fram till eurokrisen för att därefter divergera åter. Detsamma gäller Guerini m fl (2023), som finner en ökad synkronisering av industriproduktionen fram tills finanskrisen, men därefter bildandet av ett nordligt och ett sydligt kluster utan något tecken på återhämtning. Detta skiljer sig dock både från Camacho m fl (2019), som finner att den konjunkturella synkroniseringen minskade under finans- och eurokrisen men därefter har återhämtat sig, samt från Bandrés m fl (2017) som finner att konjunkturcyklerna i euroområdet blev mer synkroniserade både innan och efter finanskrisen.

Att resultaten spretar åt olika håll är dock inte särskilt förvånande, då forskningslitteraturen med åren har blivit väldigt omfattande, med ett stort antal studier som använder en uppsjö av metoder och data. Campos, Fidrmuc, och Korhonen (2019) tog därför ett helhetsgrepp kring litteraturen genom en metastudie, alltså en studie av studier, där de analyserade nästan 3 000 resultat från 62 forskningsstudier. De fann att forskningslitteraturen sammantaget pekade på att Europa blivit ett mer optimalt valutaområde sedan eurons införande. Enligt deras resultat hade synkroniseringen av konjunkturcykeln i Europa ökat från 0,4 innan eurons införande till 0,6 efter. Ökningen gällde både i euro- och icke-euroländer, men var störst i euroländerna. Detta är förenligt med hypotesen att euromedlemskap i sig leder till ökad synkronisering.

För svensk del fann de en kraftig ökning av konjunkturcykelns synkronisering, från 0,38 innan eurons införande till 0,81 efter. Det senare var ett av de absolut högsta värdena i deras studie – marginellt högre än för Tyskland – och pekar således på en hög grad av samstämmighet mellan konjunkturcykeln i Sverige och övriga Europa.

Slutsats synkroniserade konjunkturcykler: Forskningen pekar sammantaget på att konjunkturcykeln i euroområdet har blivit mer synkroniserad sedan början av 2000-talet. Detta verkar gälla både euro och icke-euro-länder. Det finns studier som visar på minskad samvariation mellan svensk och europeisk konjunktur, men en metastudie av den samlade litteraturen pekar på en ökad och hög grad av samvariation mellan svensk och europeisk konjunktur. Vidare verkar det som att euromedlemskap i sig kan leda till en mer synkroniserad konjunkturcykel. Sammantaget indikerar det att argumentet för ett euromedlemskap ur detta perspektiv har stärkts.

²⁰ Ofta genom att först använda ett filter (en algoritm) för att jämna ut tidsserier, vilket i ett andra steg gör det att möjligt att dela upp tidsserierna i en trendserie (den utjämnade tidsserien) och en cyklisk serie (differensen mellan den utjämnade och den ursprungliga tidsserien). Därefter kan korrelationen mellan länder i den cykliska komponenten analyseras.

3.3 Har arbetskraftsrörligheten inom euroområdet ökat?

Så länge konjunkturcykeln i olika länder inte är helt synkroniserad kommer länder att drabbas av landspecifika ekonomiska kriser av olika slag. Om arbetskraften är rörlig över gränser behöver detta dock inte vara något stort problem. Arbetskraft kommer i sådant fall att strömma från länder med hög arbetslöshet till länder med låg arbetslöshet tills dess att konjunkturläget (definierad som arbetslöshet) har utjämnats. Ett starkt argument från nej-sidan inför euroomröstningen 2003 var att arbetskraftens rörlighet var mycket låg inom EU. Frågan är om den har ökat efter 2003 och därigenom minskat de negativa konsekvenserna av landspecifika chocker inom valutaområdet?

Rojas-Romagosa och Bollen (2018) visar att arbetstagare i högre utsträckning har rört sig från de yngre medlemsländerna till de äldre medlemsländerna, medan arbetskraftsrörligheten mellan de nya medlemsstaterna inte verkar ha förändrats. Deras resultat visar inga tecken på att negativa chocker har lett till att arbetskraften har flyttat, utan snarare är det lönerna som har jämnats ut.

Arpaia m fl (2014) finner däremot att arbetskraft i EU (EU-28) har flyttat till följd av negativa chocker. Studien indikerar att inom ett år lyckades arbetskraftsrörligheten mellan länderna att absorbera 25 procent av chocken och efter 10 år hade upp emot 60 procent av chocken absorberats tack vare arbetskraftsmobilitet. De finner också att absorptionsförmågan har ökat efter introduktionen av EMU.

Beyer och Smets (2015) jämför arbetskraftsrörlighetens betydelse för EU och USA vid lands- respektive delstatsspecifika ekonomiska chocker. De finner som förväntat att rörlighet över gränser spelar en betydligt mindre roll i Europa än i USA, till följd av de bestående skillnaderna mellan europeiska länder i språk, kultur och institutioner. Men deras resultat pekar ändå på att arbetskraftsrörlighetens betydelse för att hantera negativa ekonomiska chocker har ökat över tid.

Men även om rörligheten till viss del kan absorbera landspecifika chocker inom valutaområdet så är den fortsatt låg. Endast 2,8 procent av personerna i arbetsför ålder i EU-28 kom från ett annat EU-land 2010. Denna andel har ökat marginellt till 3,8 procent 2022 enligt EU-kommissionens årliga studie av rörligheten inom EU.²¹ Under samma tidsperiod har arbete över en gräns ökat från 0,6 till 0,9 procent (se Europeiska Kommissionen, 2024). Detta kan jämföras med USA, där knappt 30 procent av befolkningen i arbetsför ålder kommer från en annan delstat.

Enligt Zimmermann (2009) leder arbetskraftsrörlighet till betydande ekonomiska vinster, men trots detta är arbetskraften ofta ovillig att röra på sig över gränser. Människor tycker om att stanna på de platser där de har sociala nätverk och sammanhang. Äldre personer tenderar att undvika att flytta och hushåll med två förvärvsarbetare har svårare att flytta eftersom båda behöver hitta nya jobb. Kulturella skillnader och språkbarriärer har även stor betydelse. Det finns med

²¹ Det finns inte någon aggregerade data för EU innan dess och arbetsför ålder definieras som 20–64 år.

andra ord en hel del hinder för att få arbetskraften att bli mobil inom euroområdet. Samtidigt verkar engelskan ha blivit ett mer accepterat arbetsspråk under de senaste 10 åren inom olika branscher. Detta talar för att språkbarriärerna blir allt lägre över tid. Det ökade distansarbetet kan även på sikt innebära en betydande ökning i andelen personer som bor i ett land och arbetar i ett annat. Sammantaget talar det för att arbetskraftsrörligheten i EU och euroområdet kommer att fortsätta att öka.²²

Slutsats arbetskraftsrörlighet: Arbetskraftsrörligheten inom euroområdet är fortfarande låg, men den har ökat något. Detta innebär att arbetskraftsrörligheten inom valutaområdet på ett bättre sätt kan absorbera landspecifika chocker idag jämfört med för 20 år sedan. Denna utveckling väntas fortgå. Detta innebär att argumentet för att gå med i euron har stärkts en aning.

3.4 Har kapitalets rörlighet ökat?

Vid sidan av arbetskraftsrörlighet utgör en hög grad av kapitalrörlighet en viktig anpassningsmekanism när en valutaunion drabbas av asymmetriska ekonomiska chocker. En hög grad av kapitalrörlighet innebär nämligen att investeringar kan flöda till de länder där de bästa avkastningarna finns, vilket bidrar till att jämna ut ekonomiska obalanser och hålla uppe investeringsnivån. Men om kapitalrörligheten är låg beror den inhemska investeringsnivån endast på det inhemska sparandet. Vid en konjunkturell svacka kan sparandet minska, exempelvis på grund av att kraftigt ökande levnadsomkostnader gröper ur reallönerna, vilket förvärrar konjunktur- nedgången genom att även sänka investeringsnivån (se Dreyer och Schmid, 2023).

En hög grad av kapitalrörlighet är således en förutsättning för ett välfungerande valutaunion. Fria kapitalrörelser är även en av de fyra friheter som tillsammans med fri rörlighet för varor, tjänster och personer utgör grunden för den gemensamma marknaden. Men att kapitalrörelser är fria innebär inte nödvändigtvis att kapitalrörelserna är omfattande. En låg grad av finansiell integration eller stora skillnader i regelverket kan i praktiken bidra till att begränsa omfattningen på utländska direktinvesteringar.

Det finns en relativt omfattande litteratur som mäter finansiell integration för olika marknadssegment i euroområdet. Forskare vid ECB tog dock 2019 fram en mer hel- täckande hur den finansiella integrationen har utvecklats bild genom två ”komposit- indikatorer” över finansiell integration (det vill säga indikatorer som består av ett flertal underliggande indikatorer), en för prisbaserade och en för volymbaserade indikatorer. De visar att integrationen ökade redan innan introduktionen av euron och fortsatte att öka fram till finanskrisen.²³

²² Det finns dock en problematisk sida av denna utveckling. Vissa regioner förlorar välutbildad och driftig arbetskraft. Detta beskrivs ingående av Italiens tidigare premiärminister Enrico Letta i en rapport till Europeiska rådet (se Letta, 2024).

²³ Detta var förväntat då införandet av euron innebar att valutarisken på kapitalmarknaden försvann.

Finanskrisen splittrade finansmarknaden och det var först när man beslutade sig för att skapa en bankunion och ECB började köpa krisande länders statspapper som integreringen började utvecklas i en positiv riktning igen. Dessvärre finner de att fram till 2024 har man ännu inte återskapat den integration som rådde innan finanskrisen. Däremot finner de en högre grad av finansiell integration än vad som var fallet vid euron införande 1999 (se Hoffmann m fl, 2019 samt ECB, 2024).

Framöver är det troligt att den finansiella integrationen kommer att fördjupas ytterligare. Kapitalmarknadsunionen är ett EU-initiativ från 2014 som syftar till att skapa en enhetlig och integrerad kapitalmarknad inom EU, inte minst för att främja investeringar. Detta inkluderar harmonisering av regler, minskade hinder för investeringar och skapandet av fler finansieringsalternativ, särskilt för små och medelstora företag. Arbetet med kapitalmarknadsunionen har dock gått relativt långsamt.

Ett alternativ till att analysera hur den finansiella integrationen har utvecklats är att titta direkt på hur euron påverkat de utländska direktinvesteringarna. Detta gjordes ovan, i avsnitt 2.3 Direkta utlandsinvesteringar, genom i en litteraturoversikt som visade att huvuddelen av forskningen pekade på att euron haft positiva effekter för de utländska direktinvesteringarna inom euroområdet. Även denna litteratur indikerar således att euron bidragit till ökad rörlighet för kapital inom euroområdet.

Slutsats kapitalrörlighet: Införandet av euron verkar ha bidragit både till fördjupad finansiell integration och ökade direktinvesteringar i euroområdet, även om den finansiella integrationen fick ett avbräck i samband med finanskrisen vilket ännu inte har återhämtats. Framöver borde arbetet med kapitalmarknadsunionen bidra till ytterligare ökad finansiell integration och därmed förenklade investeringar över nationsgränser. Sammantaget bedöms därmed argumentet för ett euromedlemskap ha stärkts något ur detta perspektiv.

3.5 Har mekanismer för att hantera landspecifika chocker stärkts?

Om en landspecifik negativ ekonomisk chock inträffar och arbetskraftsrörligheten är låg kan det vara nödvändigt med finanspolitiska transfereringar från övriga medlemsländer för att stimulera ekonomin i det krisdrabbade medlemslandet. Detta gäller särskilt om landet saknar de finanspolitiska musklerna som krävs för att själva stimulera ekonomin, exempelvis till följd av en hög skuldsättning och höga upplåningskostnader. Om ingen mekanism för finanspolitisk utjämning finns är alternativet en period av ”intern devalvering”, där landets konkurrenskraft gradvis återställs genom en period av lägre- kostnad och prisökningar än i omvärlden, något som i normalfallet är en utdragen och smärtsam process förknippad med hög arbetslöshet.

Ett argument för nej-sidan är att euroområdet historiskt har saknat en sådan mekanism för finanspolitisk utjämning. Tvärtom har EU:s så kallade icke-undsättningsklausulen angett att medlemsländer och EU-institutioner *inte* får ta ansvar för andra medlemsländers finansiella förpliktelser. Syftet har varit att förhindra att länder betar sig

finansiellt oansvarigt under förväntan om att de ändå kommer att bli räddade av de andra medlemsländerna eller av ECB (så kallad ”moral hazard”).

I stället har tanken varit att genom finanspolitisk disciplin bibehålla de finanspolitiska muskler som krävs för att hantera normal konjunkturell variation. Enligt stabilitets- och tillväxtpakten fick medlemsländernas skulder inte överskrida 60 procent av BNP medan budgetunderskottet begränsades till 3 procent av BNP.²⁴ Om länder bröt mot paktens regler kunde det delas ut böter. Calmfors och Wren-Lewis (2011), som har studerat stabilitets- och tillväxtpaktens efterlevnad mellan 1999 och 2008, fann att överträdelser ofta har förekommit men att det inte har utfärdats en enda bot. Så har det fortsatt att se ut därefter (se fördjupningsruta om konvergenskriterierna nedan).

Bristen på finanspolitisk disciplin har skapat risker i form av höga skulder och begränsat manöverutrymme för finanspolitiken. Under eurokrisen tvingades ECB genomföra stora stödköp av flera krisdrabbade euroländers statsobligationer genom den europeiska stabilitetsmekanismen ESM, vilket var ett tydligt avsteg från icke-undsättningsklausulens principer. ECB har sedan dess fortsatt att införa olika mekanismer för att hantera ekonomiska och förebygga chocker. Calmfors (2017) menar att mekanismerna eller åtgärderna kan delas upp i tre områden: (i) finanspolitiska regler, (ii) finansiell tillsyn och (iii) övervakning av makroekonomiska obalanser (se tabell 3).

Tabell 3. Åtgärder för att hantera chocker både preventivt och i ett skarpt krisläge

Finanspolitiska regler och krishantering	Finansiell tillsyn och krishantering	Övervakning av makroekonomiska obalanser
Stabilitets och tillväxtpakten (1999) Denna inkluderar förfarandet vid alltför stora underskott.	Den gemensamma resolutionsfonden (byggdes upp under 2016–2023 gäller endast länder som är med i Bankunionen)	Europeiska systemrisknämnden (2010)
Europeiska planeringsterminen (2011)	Bankunionen (startades 2012)	Förfarandet om makroekonomiska obalanser (2011)
Sexpaket (2011)	Gemensam tillsynsmekanism (2014), ECB:s ansvar	
Europluspakten (2011)	Gemensamt insättningsgarantisystem (ännu inte klart)	
Europeiska finansiella stabilitetsfaciliteten (2010) och blev sedermera europeiska stabilitetsmekanismen, ESM (2012)	Kapitalmarknadsunion (startades 2015)	
Tvåpaket (2013)		
Reformerat finanspolitiskt ramverk (2023)		
Pandemirelaterade åtgärder		
Aterhämtningsfonden, RRF (2020)		
Stöd för korttidsarbete, SURE (2020)		

Källa: Indelning efter Calmfors (2017).

²⁴ Stabilitets- och tillväxtpakten skapades 1997 men trädde i kraft först 1999 då euron infördes.

I samband med pandemins utbrott 2020 stod det klart att vissa medlemsländer riskerade att få problem att finansiera de omfattande stöd som nedstängningarna krävde. EU-kommissionen föreslog då ett system med bidrag och lån garanterade av EU:s budget – det vill säga även av icke-euroländer. Tyskland, Sverige och Nederländerna var först emot och menade att länder som behöver hjälp borde vända sig ESM, men Sverige godkände slutligen kommissionens förslag för både ett stöd för korttidsarbete och för den stora återhämtningsfonden (Recovery and Resilience Facility, RRF). En uppenbar fördel för svensk del med att använda ESM hade dock varit att icke-euroländerna hade sluppit vara med och dela på kostnaderna.

Utvecklingen under pandemin innebar ett steg närmare en finanspolitisk union (Leonhard, 2021). Samtidigt var det ett styrketecken att EU höll ihop väl under pandemin och efter Rysslands invasion av Ukraina. Det visar på vilken stark politisk vilja det finns att hålla ihop eurosamarbetet, även om den solidariteten har kostat i termer av ökade skulder på EU-nivå.

Det finanspolitiska regelverket har nyligen reformerats och sedan 2024 tillåts mer flexibilitet för länder som genomför strukturreformer vilka tillfälligt leder till underskott, men som i det långa loppet kommer att gynna landets ekonomi. De nya reglerna ska även öka det nationella ansvaret genom att länderna instiftar nationella organ som utvärderar och kontrollerar finanspolitiken.²⁵

Calmfors (2023) är dock föga optimistisk och menar att huvudproblemet är att trovärdigheten för icke-undsättningsklausulen har brustit under först eurokrisen och därefter pandemin. Därmed har enskilda länder inte fått ta konsekvenserna av en allt för stor skulduppbyggnad, vilket skapat dåliga incitament för att bedriva en mer ansvarsfull politik. Så länge som länder kan förvänta sig finansiellt bistånd kommer det finanspolitiska ramverket i EU inte att efterföljas, något som bäddar för fortsatta finansiella problem inom eurosamarbetet. Men samtidigt visar lärdomarna från pandemin att icke-medlemskap inte utgör någon garanti för att slippa solidariskt ansvar för ekonomiska svårigheter i euroområdet.

Slutsats gällande mekanismer för att hantera landspecifika chocker: Hur väl länderna inom valutaområdet kan stå emot chocker idag jämfört med 2003 beror dels på hur bra statsfinanser de har, dels på hur EU:s krishanteringsinstitutioner fungerar. Sedan 2003 har EU:s krishanteringsförmåga utvecklats betydligt och genom ESM och återhämtningsfonden RRF har steg i riktning mot en finanspolitisk transfereringsunion tagits. Euroländernas har även rent allmänt visat prov på stor solidaritet och politisk vilja att hålla ihop valutaunionen. Men samtidigt har efterlevnaden av EU:s finanspolitiska regler brustit vilket inneburit försämrad förmåga att hantera konjunkturella svängningar. Den höga skuldsättningen i de största EU-ekonomierna utgör är utmaning om vi ställs inför ytterligare kriser i närtid. Sammantaget bedömer vi dock att argumenten för ett medlemskap har stärkts något.

²⁵ Sverige har dock sedan länge funktioner som säkerställer finanspolitisk disciplin, såsom Finanspolitiska rådet, Ekonomistyrningsverket och det finanspolitiska ramverket i bred bemärkelse.

Konvergenskriterierna och euroländerna

Vid instiftandet av EMU var man medveten om vikten för valutaunionen av en likartad ekonomisk utveckling i medlemsländerna för att den gemensamma penningpolitiken ska fungera väl. Man ställde där upp fyra konvergenskriterier (också kallade Maastrichtkriterierna) för de stater som vill gå med i valutaunionen:²⁶

1. Den årliga **inflationen** får som mest vara 1,5 procent högre än genomsnittet av de tre länderna med lägst inflation.
2. **Budgetunderskottet** får inte vara större än 3 procent av BNP.
3. **Statsskuden** får som mest vara 60 procent av BNP
4. De **långa räntorna** får inte vara mer än 2 procent över genomsnittet av de tre medlemsländerna med lägst inflation.

Syftet med konvergenskriterierna var att hålla ihop valutasamarbetet genom att säkerställa ”att landet är redo att införa euroområdets penningpolitik”.²⁷ Kravet på ordning och reda i statsfinanserna, punkt 2 och 3, gäller dessutom även (via Stabilitets- och tillväxtpakten) de befintliga medlemmarna i valutasamarbetet.

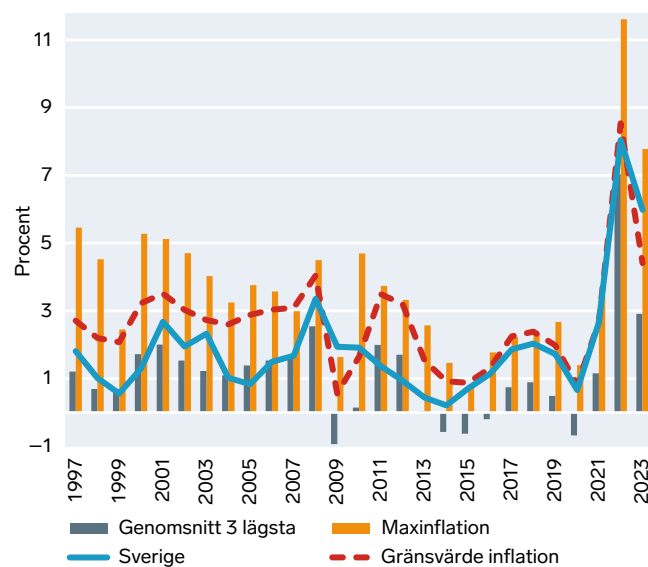
Så hur har det då gått för Sverige och för euroområdet sett till dessa kriterier? Enligt konvergenskriterierna får den årliga inflationen som mest vara 1,5 procent högre än genomsnittet av de tre länder med lägst inflation men de flesta år har minst ett land haft högre inflation än så (se diagram 6). Under perioden januari 2003 fram till finanskrisen utbrott i september 2008 var spannet mellan den lägsta och högsta inflationen i genomsnitt 2,8 procentenheter. Det innebär att ECB exempelvis fick handskas med Finland som hade en negativ inflation om -0,2 procent i januari 2005 och Grekland som hade en inflation på 4,2 procent samma månad. Mellan finanskrisen och starten på 2022 (pandemin exkluderad) var spannet i genomsnitt 3 procentenheter. Efter dess har det varit stökigt och 2022 var skillnaden mellan Frankrike (5,9 procent) och Nederländerna (11,6 procent) nästan 6 procentenheter.

²⁶ Dessutom måste länderna ha varit anslutna till europeiska växelkursmekanismen under två år och ländernas lagstiftning måste följa de krav för att anta valutan som anges i fördragen, särskilt avseende centralbankernas roll och oberoende (se Europeiska Rådet, 2024).

²⁷ Se Europeiska Rådets hemsida, artikeln ”Villkor för att få gå med i euroområdet: konvergenskriterier”.

Diagram 6. Inflation i euroländerna och Sverige jämfört med konvergenskriterier

Årlig procentuell förändring



Anm. Gränsvärdet för inflation enligt konvergenskriterierna innebär att den årliga inflationen som mest vara 1,5 procent högre än genomsnittet av de tre länder med lägst inflation.

Källor: Eurostat och egna beräkningar.

Sveriges inflation har däremot med något undantag rört sig inom de tillåtna gränserna. Sammantaget kan man därför säga att Sverige har en inflation som är stabil och välintegrerad med euroområdets, även om den verkar ligga i det lägre spannet. Däremot har spridningen av inflationen i euroområdet varit större än vad som föreskrivs av konvergenskriterierna.²⁸

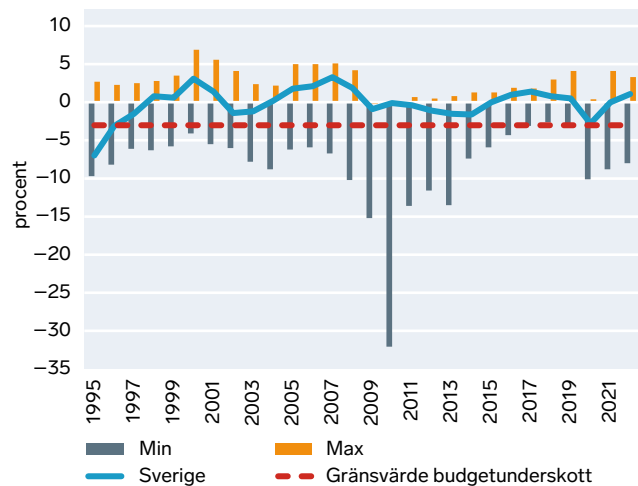
Sveriges **budgetunderskott** har sällan överstigit Stabilitets- och tillväxtpaktens gränsvärde om 3 procent av BNP. Sedan 1995 har det endast hänt 1995 och 1996, men då var Sverige precis på väg ur en djup kris och det går även att se att vi inte var ensamma om att ha stora underskott då. Desto sämre har det gått för euroområdet. Mellan 1995 och 2022 var det endast *ett år* då samtliga ursprungliga euroländerna följde konvergenskriteriernas regler om ett negativt budgetunderskott på max 3 procent av BNP.²⁹

²⁸ Notera dock att denna regel strikt sett endast gäller för länder som vill gå med i samarbetet. För medlemsländerna, vilka inte själva längre har någon kontroll över sin penningpolitik och därmed begränsad förmåga att styra inflationen, är det de två reglerna om sunda statsfinanser som är bindande.

²⁹ År 2017 låg underskottet på 3,1 procent av BNP, 2018 på 2,6 och 2019 på 3,1.

Diagram 7. Budgetsaldot i de ursprungliga euroländerna och Sverige

Procent av BNP



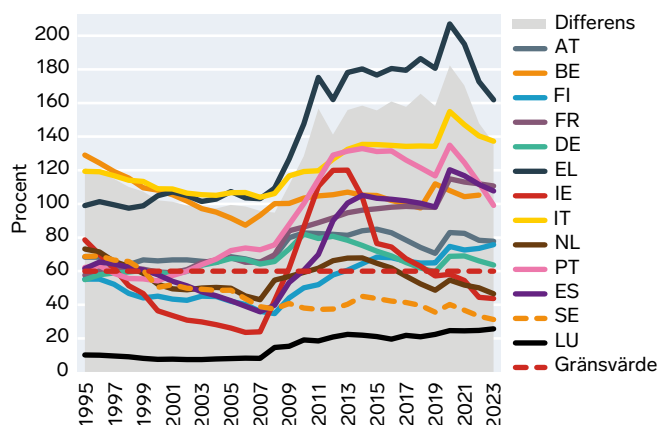
Anm. Gränsvärdet för budgetunderskott enligt konvergenzkriterierna innebär att budgetunderskottet inte får överstiga 3 procent av BNP.

Källor: Eurostat och egna beräkningar.

Som bekant uppfyller Sverige även det tredje kriteriet om att inte ha en **statsskuld** som överstiger 60 procent av BNP. Detsamma kan dock inte sägas om de flesta av de 12 ursprungliga euroländernas. År 2023 var det bra tre av dessa länder (Nederländerna, Irland och Luxemburg) som uppfyllde Stabilitets- och tillväxtpaktens krav avseende statsskuldens storlek (se diagram 8).

Diagram 8. Statsskulderna bland euroländerna samt differensen mellan de högsta och lägsta skulderna

Procent av BNP



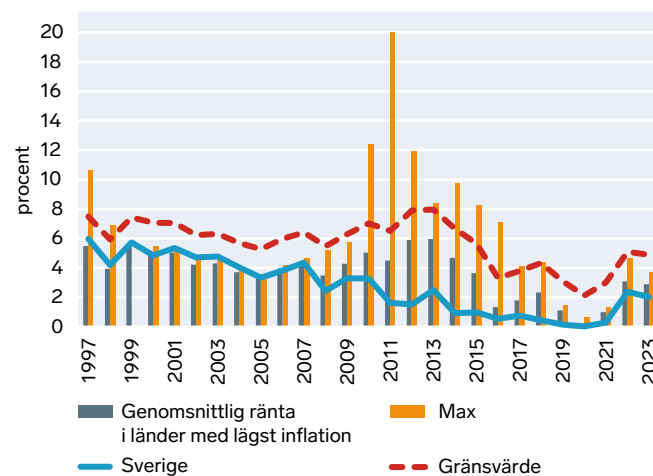
Anm. Gränsvärdet för statsskuden enligt konvergenzkriterierna innebär att statsskuden inte får överstiga 60 procent av BNP.

Källor: Eurostat och egna beräkningar.

Det innebär en påtaglig försämring jämfört med 2003, då ungefär hälften av länderna höll sig inom regelverket. Sverige har däremot rört sig mot trenden. Vi har haft en kontinuerlig minskning av skuldkvoten medan resten av euroområdet har ökat sina skulder.

Hur det gått med kravet om att hålla den **långa räntan** max 2 procentenheter över de tre länderna med lägst inflation visas i diagram (9). Den visar att det framför allt var under eurokrisen som kriteriet inte uppfylldes; vid eurokrisens värsta tidpunkt låg Greklands statsskuld-ränta på drygt 31 procent. De senaste åren har däremot räntespreaden hållit sig inom konvergenzkriteriernas ramar. Som vi kan se har Sverige aldrig haft en ränta som översteg denna gräns och på så sätt har Sverige följt även detta kriterium.

Diagram 9. Räntespread mellan de länder med högst ränta och lägst ränta (räntan på 10-åriga statsobligationer i årligt genomsnitt)



Anm. Gränsvärdet för den långa räntan enligt konvergenzkriterierna innebär den långa räntan max får vara 2 procentenheter över de tre länder med lägst inflation.

Källor: Macrobond och egna beräkningar.

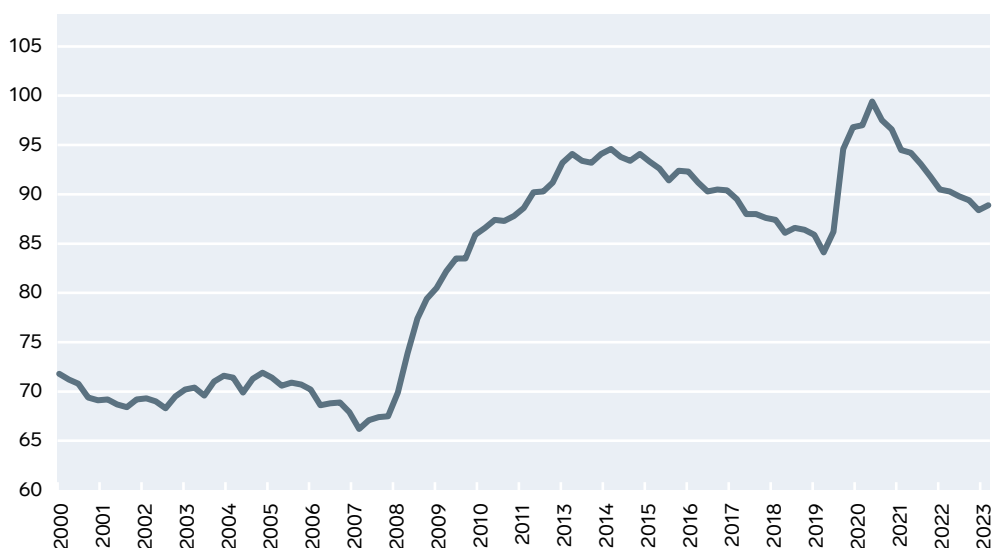
Sammanfattningsvis visar genomgången i denna ruta, att Sverige generellt håller sig inom ramen för de fyra konvergenzkriterierna. Detsamma gäller dock inte euroområdet som helhet. Särskilt vad gäller regeln om statsskuldens storlek så bryter den övervägande andelen av länder – inklusive samtliga större länder – mot regelverket.

3.6 Har de statsfinansiella riskerna med att ingå i valutaunionen ökat?

Sedan 2003 har euroområdet genomsnittliga statskuld stigit kontinuerligt och ligger idag på ca 90 procent av BNP. Skulderna är höga i flera av de största ekonomierna, men det är framför allt Italien som oroar (se diagram 9 samt diagram 10).³⁰ Uppgången är en följd av att ett flertal länder inte följt Stabilitets- och tillväxtpaktens regelverk om ordning och reda i statsfinanserna (se fördjupningsruta om konvergenskriterierna ovan). Som en konsekvens av detta saknar många medlemsländer idag de finanspolitiska muskler som krävs för att hantera landspecifika konjunkturella störningar. Det talar för att den utveckling mot en finanspolitisk transfereringsunion som bland annat räddningspaketen under pandemin utgjorde kommer att fortsätta framöver eller att det åtminstone kommer att uppstå ett ökat tryck för en sådan utveckling.

Diagram 10. Euroområdets statskuld som andel av BNP

Procent av BNP



Källa: Eurostat.

I en bemärkelse kan en sådan utveckling bidra till en mer välfungerande valutaunion – åtminstone så länge uppbyggnaden av gemensamma mekanismer för krishantering och riskdelning inte leder till försämrade budgetdisciplin på nationell nivå (se även avsnitt 3.5 ovan). Men även om gemensamma räddningsprogram under vissa omständigheter kan vara motiverade innebär de samtidigt en kostnad för de länder som faktiskt sköter sina statsfinanser. En risk med att gå med i euron är att Sverige

³⁰ Det oroande är inte bara skuldens storlek, utan också det faktum att ländernas banker äger en stor del av lånen. Då staten i normalfallet inte tillåter systemviktiga banker att gå omkull, har detta en tendens att skapa en ond cirkel, där försämrade statsfinanser undergräver bankernas finansiella position genom att värdet på lånen skrivs ner när riskpremien ökar. Detta leder dock till ytterligare försämring av statens finansiella position då det är staten som ytterst får ta smällen om bankerna går omkull, vilket ytterligare försämrar bankernas finansiella position, och så vidare. I värsta fall kulminerar denna process i kraftigt ökade finansieringskostnader för både staten och banksystemet och ytterst i finansiell härdsmälta (se Ekholm 2022 för mer information om detta fenomen som ofta kallas för *doom loop*).

vid en framtida skuldkris kan komma att bli direkt eller indirekt solidariskt medansvarig för skulderna i de medlemsländerna som inte följt Stabilitets- och tillväxtpaktens regelverk.

Vid ett införande av euron hade Sverige även behövt gå med i bankunionen. Det innebär att de största (systemviktiga) bankerna faller in under ECB:s gemensamma tillsyn och regler. Mindre banker övervakas av nationella tillsynsmyndigheter på uppdrag av ECB (där ECB kan ingripa vid behov). På detta sätt blir euroländerna gemensamt ansvariga för tillsynen av de största bankerna och alla faller under ECB:s regler. Upprättandet av den gemensamma resolutionsmekanismen med en fond som bankerna betalar in till, ska minimera risken att länders statsfinanser belastas av eventuella räddningar av systemviktiga banker.

Samtidigt visar EU:s räddningspaket under pandemin att icke-medlemskap i euroområdet inte utgör någon garanti för att Sverige undslipper ansvar för finansiella problem i euroområdet. Den upplåning som skedde då och som gick till lån och bidrag till enskilda medlemsländer garanterades nämligen av samtliga EU:s medlemsstater inklusive Sverige.³¹

Slutsats finanspolitiska risker: Den ökade skuldsättningen i enskilda medlemsländer bygger upp en statsfinansiell risk även för övriga medlemmar i valutaunionen. Denna risk har förstärkts i takt med att icke-undsättningsklausulen har urholkats. Detta gör att argumentet för ett medlemskap sammantaget har försvagats. En motverkande faktor är dock att Sverige kan komma att bli medansvariga för statsfinansiella svårigheter i euroområdet oavsett om vi är med i euron eller ej.

3.7 Har möjligheten för Sverige att föra en självständig penningpolitik minskat?

När ett land drabbas av en extern chock finns det två stabiliseringspolitiska verktyg att tillgå: finanspolitik och penningpolitik. Om landet ingår i en valutaunion är dock det penningpolitiska verktyget fixerat på övernationell nivå. Det innebär att den ränta som sätts inte nödvändigtvis är den som är optimal för ett enskilt medlemsland. I värsta fall, om Sverige hamnar i total konjunkturell otakt med Europa, kan vi hamna i en situation där inflationen är för låg och arbetslösheten för hög men där räntan trots detta ligger kvar på en hög nivå. En uppenbar fördel med att ej gå med i valutaunionen borde alltså vara att vi behåller friheten att driva en egen penningpolitik.

Men detta förutsätter att Riksbanken faktiskt kan föra en självständig politik gentemot ECB. Om detta inte är fallet så är den frihet som vi får av att stå utanför euron en chimär, som kommer på bekostnad av att vi är utestängda från inflytande i ECB. Mundell (1999) menade exempelvis att icke-medlemmarna kommer att bli föremål för gemensamma europeiska beslut över vilka de har ringa eller inget inflytande.

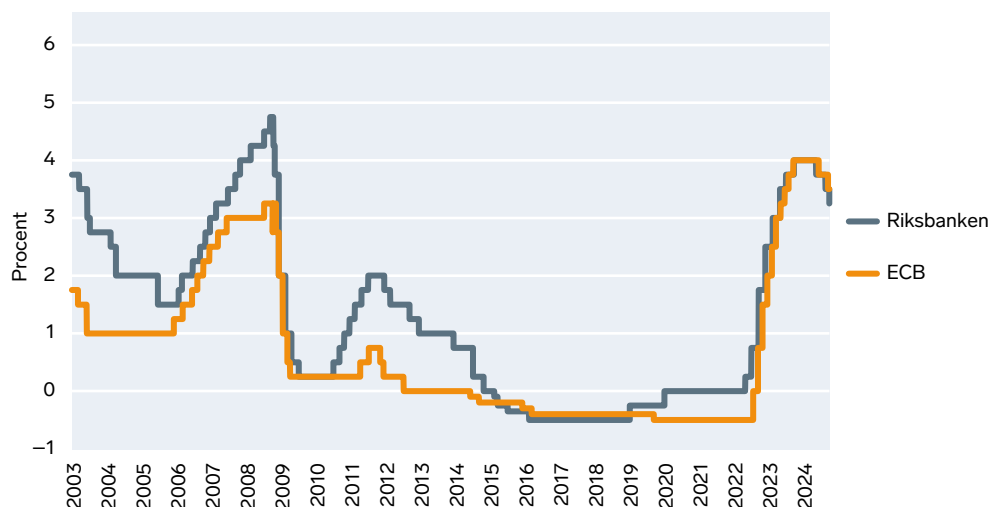
³¹ Sverige garanterar upplåningen för pandemiräddningsprogrammet RRF genom den gemensamma EU-budgeten som i första hand utgör säkerheten för upplåningen och sedan som garant ifall den säkerheten inte räcker.

Även förra riksbankschefen Stefan Ingves menade nyligen i en intervju att frihetsgraderna för svensk penningpolitik är mindre än vad många intalar sig, då vi har en ”stor finanssektor som är helt och hållet beroende av omvärlden” och ”importerar den allmänna räntenivån”.³²

Om man analyserar de senaste 20 årens utveckling verkar det onekligen som att Sveriges Riksbank till stor del har följt ECB:s penningpolitik. Från diagram 11 nedan kan man skönja att ECB började att strama åt knappt tre år innan finanskrisen varefter Riksbanken hakade på kort därefter. Vid finanskrisens utbrott genomförde både Riksbanken och ECB nästan simultana räntesänkningar i oktober 2008 och under första två åren efter finanskrisen förde Riksbanken och ECB en liknande penningpolitik. Med start 2010 genomförde dock Riksbanken ensidigt relativt kraftiga räntehöjningar. Detta kom dock att bestraffas genom en snabb kronförstärkning, allt för låga prisökningar och sämre ekonomisk utveckling i Sverige än vad som annars hade varit fallet.³³ Under 2012–2015 genomfördes därför tvärtom en serie räntesänkningar och sedan 2015 har Riksbankens räntepolitik i all väsentlighet varit identisk med den som ECB fört.

Diagram 11. Styrräntor i Sverige och euroområdet

Procent



Källa: Macrobond

Att Sverige och ECB fört en till stor del likartad politik under de senaste decennierna – och att det straffat sig när Riksbanken försökte föra en mer oberoende politik kring 2011 – ger visst stöd för tesen att svensk penningpolitik i praktiken är kraftigt begränsad av hur ECB agerar. Men att den förda politiken varit så likartad skulle även kunna bero på att Sverige inte har drabbats av någon landspecifik kris under denna period. Om Sverige drabbats av samma chocker som euroområdet är det inte konstigt att centralbankerna har agerat likartat.

³² Se Carl Johan von Seths intervju med Stefan Ingves i Dagens Nyheter 18 maj 2024.

³³ För en utvärdering av den svenska penningpolitiken 2010–2015 se Goodfriend och King (2015).

Men när man talar landspecifika eller asymmetriska ekonomiska chocker menas inte bara en för landet helt unik ekonomisk chock, såsom exempelvis den kris som uppstod i Finland runt 2010 då Nokia fick problem med att upprätthålla sin konkurrenskraft på mobiltelefonmarknaden. Asymmetrin kan även finnas i hur olika länder påverkas av samma chock³⁴, något som bland annat beror på landets institutioner, näringslivsstruktur och finanspolitiska muskler (se Acemoglu och Robinson, 2012). Peersman (2007) menar därför att det relevanta inte är att analysera hur landspecifik själva chocken är, utan vilka effekter chocken får. Om en gemensam chock får olika effekt i olika länder så kommer även den optimala penningpolitiska responsen att skilja sig mellan dessa.

Att Sverige inte har drabbats av någon helt unik ekonomisk chock under de senaste 25 åren kan således inte tas som intäkt för att det har saknats anledning för penningpolitiken att avvika från den som har förts i euroområdet. Särskilt under de senaste årens kraftiga inflationsuppgång går det att argumentera för att en avvikande svensk penningpolitik hade varit motiverad. Den höga andelen svenska hushåll med rörlig ränta innebär nämligen högre räntekänslighet än i euroområdet, där många stora ekonomier som Frankrike och Tyskland i princip endast har bolån med fast ränta och långa bindningstider. Det innebär att räntehöjningar från centralbanken påverkar hushållens ekonomi snabbare i Sverige än i euroområdets stora ekonomier.³⁵ Vidare levererade det svenska lönebildningssystemet klart lägre löneökningar än i euroområdet 2022 och 2023, vilket bör ha inneburit en svagare löneinflationsimpuls.³⁶ För en given inflationsdämpande effekt borde det därmed ha krävts en mindre räntehöjning i Sverige än i euroområdet. Trots detta har dock Riksbanken fram till dags dato fört en nästan identisk politik med ECB.

En möjlig förklaring till varför det förhållit sig på det viset beror på kopplingen mellan penningpolitiken och växelkursen. För en liten öppen ekonomi som Sverige har växelkursen stor betydelse för inflationsutvecklingen: om kronan försvagas stiger priset på importerade varor och vice versa om kronan stärks. Kronkursen påverkas vidare av räntedifferensen mot euron: är räntan lägre i Sverige än i euroområdet blir det mindre lönsamt att placera pengar i svenska räntebärande instrument. Kapitalströmmar då ut ur Sverige och kronan tenderar att försvagas vilket ökar inflationstrycket. Något paradoxalt kan alltså en situation där lägre inflationstryck motiverar lägre styrränta leda till ett ökat inflationstryck via en svagare krona. Särskilt i ett läge där kronan redan är rekordsvag kan detta ha bidragit till att skapa en situation där det i praktiken inte gick att avvika från ECB.

Det finns således visst stöd för hypotesen att Riksbankens penningpolitiska spelutrymme blivit mindre i dagens globaliserade värld med integrerade finansmarknader och stora finansiella flöden. Samtidigt bör man komma ihåg att även om styrräntan

³⁴ Exempelvis en oljeprischock, vilket får en motsatt effekt för oljeexporterande länder jämfört med oljeimporterande dito (se Peersman, 2007).

³⁵ Betydelsen av bindningstider för penningpolitiken bekräftas av en modellanalys av Corsetti, Buarte och Mann (2020), vilka visar att skillnader i villkor på euroländernas bolånemarknader kan förklara upp till en tredjedel av skillnaden i hur olika länders ekonomi påverkas vid en räntehöjning.

³⁶ Enligt Eurostats arbetskostnadsindex ökade arbetskostnaderna i euroområdet med 4,9 respektive 4,7 procent 2022 och 2023. Det kan jämföras med 3,2 och 4,1 procent i Sverige samma år.

är Riksbankens primära penningpolitiska verktyg har även den rörliga växelkursen stor betydelse som konjunkturrell stötdämpare. Historiskt har kronan tenderat att försvagas i lågkonjunkturer, något som genom ökad exportefterfrågan hjälpt den ekonomiska återhämtningen. Så skedde både under 1990-talskrisen och vid finanskrisens utbrott. Det är därmed inte bara möjligheten att föra en egen räntepolitik vi skulle behöva ge upp om vi gick med i valutaunionen, utan även denna viktiga stabiliseringspolitiska stötdämpare.

Slutsats penningpolitikens självständighet: Det finns visst stöd för hypotesen att Riksbankens penningpolitiska spelutrymme har blivit mindre i dagens globaliserade värld med integrerade finansmarknader och stora finansiella flöden, vilket indikerar att detta argument mot euron har försvagats något. Samtidigt bör man komma ihåg att ett medlemskap inte bara innebär ett uppgivande av en självständig räntepolitik utan även av den konjunkturrella stötdämpare som den rörliga växelkursen utgör.

3.8 Sammanfattande slutsatser om stabiliseringspolitiska argument

Att euroområdet inte utgör ett perfekt optimalt valutaområde är nog de flesta bedömare överens om. Däremot har euroområdet under de senaste två decennierna utvecklats mot att bli ett *mer* optimalt valutaområde. Medlemsländernas konjunkturcykler (inklusive Sveriges) har blivit något mer synkroniserad, rörligheten för produktionsfaktorerna arbete och kapital har ökat, mekanismer för att hantera chocker har utvecklats och medlemsländer har visat att det finns en stark politisk vilja att se euron överleva, även när det såg riktigt bistert ut.

De finanspolitiska riskerna av att ingå i samarbetet har däremot ökat. Euroområdet är högt skuldsatt och trovärdigheten för de finanspolitiska reglerna är svagt. Det har tillkommit en överenskommelse om ett nytt finanspolitiskt ramverk, men det kommer sannolikt inte hjälpa länderna att bli mer disciplinerade. När skulderna blir alltför stora kan medlemmar inte längre använda sin finanspolitik för att mildra konsekvenserna av negativa chocker. Risken är då att statsfinansiella problem i enskilda medlemsländer hanteras genom gemensam upplåning och solidariskt medansvar. I förlängningen kan det leda till en finanspolitisk union (transfereringsunion) med gemensam beskattning och en gemensam europeisk statsskuld.

Sverige har under 2000-talet lyckats med att bedriva en stabiliseringspolitik som levererat förhållandevis låg inflation, låga räntor och stabila statsfinanser. Det finns en kostnad förknippad med att inte kunna föra en självständig penningpolitik vid ett eurointräde, men det är svårt att uppskatta hur stor den är. Den senaste krisen har dock visat att även när det finns konjunkturpolitiska skäl som talar för det vore lämpligt kan det vara svårt att föra en penningpolitik som avviker allt för mycket från ECB.

När vi sammanfattar argumenten i tabell 4 så kan vi konstatera att **de stabiliseringspolitiska aspekterna för att gå med i euron över lag har stärkts sedan folkomröstningen 2003**. Euroområdet har utvecklats i riktning mot att bli ett mer optimalt valutaområde och medlemsländerna har visat på en stark vilja att göra vad som krävs för att hålla ihop samarbetet. Samtidigt måste det vägas emot de stora finanspolitiska riskerna av ett medlemskap. Dålig finanspolitisk disciplin och lågt reformtryck i ett antal medlemsländer har skapat dålig ekonomisk motståndskraft och risken är att övriga medlemsländer i slutändan får vara med och dela på notan.

Tabell 4. Stabiliseringspolitiska argument för euomedlemskap

Argument	Har argumentet för ett medlemskap stärkts jämfört med 2003?
Synkroniserad konjunktur	Stärkts
Arbetskraftens rörlighet	Stärkts något
Kapitalets rörlighet	Stärkts något
Mekanismer hantering av landspecifika chocker	Stärkts något
Statsfinansiella risker med att ingå i EMU	Försvagats
Möjligheten att föra självständig penningpolitik	Stärkts något

Anm. Notera att värdet i kolumn två syftar på om argumentet för ett medlemskap har stärkts. Det är inte nödvändigtvis samma sak som att påståendet i första kolumnen har bekräftats.

4. De ekonomiska argumenten för euron har sammantaget stärkts

Svenskt Näringsliv var vid omröstningen 2003 en stark förespråkare för att Sverige skulle införa euron. Många dock ansåg att det inte fanns någon anledning för Sverige att skynda in ett nytt och oprövat valutasamarbete, utan menade i stället att vi borde ”vänta-och-se” hur väl samarbetet fungerade i praktiken.

Mer än tjugo år har gått sedan dess och vi vet idag betydligt mer om hur euro-samarbetet har fungerat. Syftet med denna rapport har varit är att följa upp hur argumenten för respektive mot euron har förändrats sedan folkomröstningen 2003. Argumenten har delats upp i dels argument rörande samhällsekonomisk effektivitet, dels argument rörande stabiliseringspolitik.

Den övergripande bilden är att argumenten för ett medlemskap ur samhällsekonomisk effektivitetssynpunkt har stärkts. Euromedlemskap verkar ha haft mer positiv effekt på handel och utländska direktinvesteringar än vad forskningen indikerade 2003. Samtidigt har kronans volatilitet gentemot både euron och dollarn ökat vilket bör ha ökat kostnaderna av att stå utanför. Det är även möjligt, även om det är svårt att belägga, att kronförsvagningen har bidragit till lägre omvandlingstryck i ekonomin och lägre reformtempo i politiken än vad som hade varit fallet om vi hade haft en fast växelkurs.

Även ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv har argumenten för ett medlemskap sammantaget stärkts – även om bilden här är mer splittrad. En risk med att gå med i eurosamarbetet är att Riksbanken då inte längre kommer att kunna parera ekonomiska chocker genom förändringar i växelkursen eller styrräntan. Denna risk ökar om Sveriges ekonomi utvecklas i otakt med majoriteten i euroområdet, eftersom den penningpolitik som är lämplig för euroområdet då inte kommer att vara lämplig för svensk del och vice versa. Risken för en sådan utveckling har dock minskat de senaste 20 åren. Sedan euron infördes har euroländernas konjunkturcykler blivit alltmer synkroniserade med varandra och med Sverige. Samtidigt har rörligheten för arbetskraft och kapital ökat och gemensamma krishanteringsmekanismer har utvecklats, faktorer som bidrar till snabbare utjämning av konjunkturrella skillnader när de väl uppstår. Denna utveckling innebär att euroområdet har utvecklats i riktningen mot att bli ett alltmer optimalt valutaområde – även om det är lång väg kvar till målet, inte minst vad gäller arbetskraftens rörlighet mellan olika länder.

Även svensk konjunktur verkar sammantaget ha blivit alltmer synkroniserad med euroområdet över tid. Den penningpolitik som Riksbanken har fört har i huvudsak inte avvikit från ECB, vilket indikerar att fördelen av att kunna föra en självständig politik åtminstone under denna period har varit begränsad. Samtidigt har de statsfinansiella riskerna med ett medlemskap ökat betydligt för Sveriges del. Medan vi under 2000-talet har lyckats med att bedriva en stabiliseringspolitik som levererat goda statsfinanser och förhållandevis låga statsobligationsräntor har flera euroländer idag hög skuldsättning och höga upplåningskostnader. Risken är att notan för dessa problem i slutändan hamnar hos övriga medlemsländer, inklusive Sverige om vi går med i samarbetet. Samtidigt visar erfarenheterna från räddningspaketen under pandemin att icke-medlemskap inte behöver betyda att Sverige slipper ansvar för ekonomiska bekymmer i euroområdet.

Sammantaget gör vi därför bedömningen att de ekonomiska argumenten för ett medlemskap har stärkts. Men det är viktigt att poängtera att det både finns för och nackdelar med ett medlemskap, där inte minst de finanspolitiska riskerna utgör en stor nackdel. Att vi drar slutsatsen att de ekonomiska argumenten för ett medlemskap har stärkts betyder alltså inte att argumenten för ett medlemskap nödvändigtvis väger tyngre än argumenten mot.

Om Sverige bör gå med i euron är en viktig frågeställning – men en frågeställning som ligger utanför denna rapports ramar. Det är även en frågeställning som inte kan besvaras utifrån endast rent ekonomiska argument. Därutöver kommer de politiska aspekterna av ett medlemskap och av eurons betydelse för det europeiska projektet i stort, något som inte minst aktualiserats av det ryska invasionskriget i Ukraina och de tilltagande globala handelskonflikterna. Denna större fråga lämnas därför till läsaren själv att besvara.

Tabell 5. Ekonomiska argument för ett medlemskap

Argument	Har argumentet för ett medlemskap stärkts jämfört med 2003?
Argument rörande samhällsekonomisk effektivitet	
Medlemskap i euron ger minskade växelkurssvägningar	Stärkts
Medlemskap i euron ger ökad handel	Stärkts
Medlemskap i euron ger ökade utländska direktinvesteringar	Stärkts
Medlemskap i euron ger lägre ränta och inflation	Försvagats
Medlemskap i euron förbättrar konkurrensen på den inre marknaden	Försvagats
Medlemskap i euron minskar transaktionskostnader	Varken stärkts eller försvagats
Medlemskap i euron ökar omvandlingstrycket i ekonomin	Varken stärkts eller försvagats
Argument rörande stabiliseringspolitiska aspekter	
Synkroniserad konjunktur	Stärkts
Arbetskraftens rörlighet	Stärkts något
Kapitalets rörlighet	Stärkts något
Hantering av landspecifika chocker	Stärkts något
Statsfinansiella risker med att ingå i EMU	Försvagats
Möjligheten att föra självständig penningpolitik	Stärkts något

Anm. Notera att värdet i kolumn två syftar på om argumentet för ett medlemskap har stärkts. Det är inte nödvändigtvis samma sak som att påståendet i första kolumnen har bekräftats.

Referenser

- Acemoglu, D. och J. A. Robinson (2012), *Why Nations Fail*, Crown Business, US.
- Arapia, A., A. Kiss, B. Palvolgyi och A. Turrini (2014), "Labour mobility and labour market adjustment in the EU", *European Commission Economic Papers*, Nr. 539.
- Arestis, P. och P. Phelps (2016), "Endogeneity analysis of output synchronization in the current and prospective EMU", *Common Market Stud.*, 54 (3) (2016)-
- Jonung, L., och U. M. Bergman (2011), "Business Cycle Synchronization In Europe: Evidence From The Scandinavian Currency Union", *Manchester School*, 79(2).
- Baldwin, R. och C. Wyplosz, (2020), *The economics of European integration*, McGraw-Hill Education, London.
- Bandrés, E., M. D. Gadea-Rivas och A. Gómez-Loscos (2017), "Regional Business Cycles across Europe", *Banco de España Documentos Ocasionales*, Nr. 1702.
- Bayoumi, T. och B. Eichengreen, (1993), "One Money of Many? On Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World", *Center for International and Development Economics Research Working Paper*, Nr. C93-030, University of California at Berkeley.
- Bayoumi, T. och B. Eichengreen (2017), "Aftershocks of Monetary Unification: Hysteresis with a Financial Twist", *IMF Working Paper*, Nr. 17/55.
- Beyer, R. och F. Smets (2015), "Labour Market Adjustments in Europe and the US: How Different?", *ECB Working Paper No. 1767*.
- Calmfors, L., och S. Wren-Lewis, (2011), "What should fiscal councils do?", *Economic Policy*, Vol. 26, Nr. 68.
- Calmfors, L., (2017), *Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen*, Sieps rapport, Nr. 2017:1.
- Calmfors, L., (2023), "EU-länderna är djupt skuldsatta – nya budgetregler får svårt att ändra på det", *Dagens Nyheter*, 20/3 2023.
- Campos, N. F. och C. Macchiarelli (2016), "Core and Periphery in the European Monetary Union: Bayoumi and Eichengreen 25 Years Later," *Economics Letters* 147, pp. 127–130.
- Campos, N. F., J. Fidrmuc och I. Korhonen (2019), "Business cycle synchronisation and currency unions: A review of the econometric evidence using meta-analysis," *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, vol. 61(C).

Campos, N. F. och C. Macchiarelli (2021), "The dynamics of core and periphery in the European monetary union: A new approach", *Journal of International Money and Finance*.

Carril-Caccia, F. och E. Pavlova (2018), "Foreign direct investment and its drivers: a global and EU perspective", *ECB Economic Bulletin*, (4):60–78.

Chen, N. och D. Novy (2018), "Currency Unions, Trade, and Heterogeneity," 2018 Meeting Papers 324, Society for Economic Dynamics.

Camarero, M., S. Moliner and C. Tamarit (2024), "A Fresh Assessment of the Depth of the "Euro Effect" on US FDI", *Single Market Economics Papers*.

Camarero, M., E. Gómez-Herrera och C. Tamarit (2018), "New Evidence on Trade and FDI: how. Large is the Euro Effect?", *Open Economies Review*, 29(2).

Corsetti, G., J.B. Duarte och S. Mann (2020), "One Money, Many Markets: Monetary Transmission and Housing Finance in the Euro Area", *IMF Working Paper*, Nr. 20/108.

Dreyer, J. K. och P. A. Schmid (2021), *Optimal Currency Areas and the Euro, Volume I: Business Cycles Synchronization*, Palgrave Pivot Cham.

Ekholm, K., (2022), "A Monetary Union for All EU Members", *Sieps European Policy Analysis*, Nr. 2022:14.

Eklund, K. (2003), "Euro bättre än rörlig krona", kapitel i *Därför euron – tio ekonomer om den gemensamma valutan*. Stockholm: Ekerlids Förlag.

Esteve-Pérez, S., S. Gil-Pareja., R. Llorca-Vivero och J. A. Martínez-Serrano (2020), "EMU and trade: A PPML re-assessment with intra-national trade flows," *The World Economy*, Wiley Blackwell, vol. 43(10).

Europeiska Kommissionen, (2023), "Annual report on intra-EU labour mobility 2023", Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion.

Europeiska Kommissionen, (2023), *Annual report on intra-EU labour mobility*.

Europeiska Rådet (2024), "Villkor för att få gå med i euroområdet: konvergenzkriterier", www.consilium.europa.eu/sv/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/, hämtad 2024-03-06.

ECB (2024), *Financial integration and structure in the Euro Area: Statistical Annex*, April 2024.

Felbermayr, G. och M. Steininger (2019), "Revisiting the euro's trade cost and welfare effects", *Kiel Working Paper*, No. 2121, Kiel Institute for the World Economy (IfW), Kiel.

Frankel, J. och A. Rose (1998), "The endogeneity of the optimum currency area criteria", *Econ. J.* 108 (449), 1009–1025.

- Flam, H. och H. Nordström (2007), Euron och utrikeshandeln: Hur mycket handel förlorar Sverige årligen?. *Ekonomisk Debatt*, 35(5), 16–30
- Flam, H., och H. Nordström (2008), "The Euro Impact on FDI Revisited and Revised", IIES, Stockholms universitet.
- Flam H., (2009), "The Impact of the Euro on International Trade and Investment: A Survey of Theoretical and Empirical Evidence", Sieps-rapport, Nr. 8.
- Gunnella, V., Lebastard, L., Lopez-Garcia, P., Serafini, R. och Mattioli, A. Z., (2021) The Impact of the Euro on Trade: Two Decades into Monetary Union, ECB Occasional Paper No. 2021/283.
- Goodfriend, M. och M. King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Riksdagstryckeriet: Stockholm.
- Gottfries, N., "Ränta och växelkurs i och utanför EMU", i *Ekonomisk Debatt* nr. 4/200.
- Guerini, M., D. T. Luu och M. Napoletano (2023), "Synchronization patterns in the European Union," *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 55(18).
- Hoffmann, P., M. Kremer och S. Zaharia, (2019), "Financial integration in Europe through the lense of composite indicators", ECB Working Paper Series, Nr. 2319.
- Jakobsson, U. (2003), *Därför euron – tio ekonomer om den gemensamma valutan*. Stockholm: Ekerlids Förlag.
- Jonung, L. (1999), "Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess", Ds 1999:9.
- Kenen, P. B., (1969), "The Theory of Optimal Currency Areas: An Eclectic View", *Monetary Problems of the International Economy*, ed. R. Mundell och A Swoboda, University of Chicago Press.
- Larch, M., Schmeißer, A. och Wanner, J. (2019), "A Tale of (almost) 1001 coefficients: deep and heterogeneous effects of the EU-Turkey customs union", CESifo Working Paper Series, No 7498.
- Leonhard, A., (2021), "EU ökar upplåningen på finansmarknaden", Sieps Ekonomisk politisk analys, Nr. 2021:3.
- Letta, E. (2024), *Much more than a market*, april 2024.
- McKinnon, R. L., (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 53.
- Mika, A. och Zymek, R. (2018), "Friends without benefits? New EMU members and the 'Euro Effect' on trade", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 83, pp. 75–92.
- Mundell, R., (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Vol. 51, Nr. 4.

Mundell, R., (1999), "The Euro and the Stability of the International Monetary System", Uppsats presenterad på en konferens som sponsrades av Luxemburgs institut för europeiska och internationella studier samt Pierre Werner stiftelsen i Luxemburg, 3–4 december 1998.

Peersman, G. (2007), "The Relative Importance of Symmetric and Asymmetric Shocks: the Case of United Kingdom and Euro Area", Working Paper, No. 136, Österreichische Nationalbank, Wien.

Polák, P. (2019), "The euro's trade effect: a meta-analysis". *Journal of Economic Surveys*, 33(1):101–124.

Rojas-Romagos, H. och J. Bollen, (2018), "Estimating migration changes from the EU's free movement of people principle", CPB Discussion Paper, Nr, 385, Netherland Bureau for Economic Policy Analysis.

Rose, A. (2016), "Why do Estimates of the EMU Effect on Trade Vary so Much?," *Open Economies Review*, Springer, vol. 28(1), pages 1–18.

Rose, A. (2017), "Comments on 'The Euro's Trade Effect: A Meta-Analysis' by Petr Polak".

Sondermann, D. och Vansteenkiste, I. (2019), "Did the Euro Change the Nature of FDI Flows Among Member States?," *European Central Bank, Working Paper Series*, 2275.

Stojkov, A. och Warin, T. (2018), "EU Membership and FDI: Is There an Exogenous Credibility Effect", *Journal of East-West Business*, 24(3):144–169.

von Seth, C. J. (2024), Stefan Ingves: Sveriges EU-medlemskap blev olyckligt från början, *Dagens Nyheter*, 05/18 2024.

Schück, J. (2003), "Ja till euron ger lägre räntor", *Dagens Nyheter*, 04/05 2003.

SOU 1991:82, Drivkrafter för produktivitet och välbefinnande, huvudbetänkande från Produktivitetsdelegationen.

SOU 1996:158, Sverige och EMU, betänkande av EMU-utredningen.

Zimmermann, K. F. (2009) "Labor Mobility and the Integration of European Labor Markets", *Discussion Papers of DIW, Berlin*, No 862

www.svensktnaringsliv.se

Storgatan 19, 114 82 Stockholm
Telefon 08-553 430 00

Tryck: Arkitektkopia AB, Bromma, 2024