**Tjugo år efter omröstningen – har argumenten för euron förstärkts eller försvagats? Kommentar till Svenskt Näringslivs rapport**

Lars Calmfors

29/1-2025

Tack först för inbjudan att kommentera i ett ämne som jag tänkt en del på!

**Allmän bedömning av rapporten**

Allmänt tycker jag att det är en bra rapport som är reflekterande och prövande. Frågan om vad ett svenskt euromedlemskap skulle innebära är komplex och det speglar rapporten. Den problematiserar olika för- och nackdelar med ett svenskt inträde i valutaunionen på ett hederligt och allsidigt sätt.

Det är en stor kontrast till en del material som producerades av Svenskt Näringsliv och närstående organisationer inför folkomröstningen 2003 som var väldigt ensidigt och ibland helt i strid med forskningen. Men här har man verkligen försökt att bygga på forskningsunderlag och sedan komplettera med egna bedömningar när det inte räckt till.

Rapporten tar inte ställning till om för- eller nackdelarna med ett euromedlemskap överväger utan nöjer sig med att konstatera att argumenten *för* över tid verkar ha stärkts i förhållande till argumenten emot. Det är en bedömning som jag delar.

Fast en oklarhet i rapporten är vad man jämför med när man drar slutsatsen att argumenten för medlemskap stärkts. Ibland är jämförelsen med folkomröstningen 2003, ibland med EMU-utredningen från 1996 och läget inför valutaunionens start. Det gör viss skillnad. Enligt min mening har argumenten för medlemskap stärkts väldigt mycket jämfört med EMU-utredningen 1996, medan skillnaden är mindre mot folkomröstningen 2003.

Man kan ha olika uppfattningar om lämplig jämförelse. Jag tycker förstås att det är mest relevant att jämföra med min EMU-utredning, men de flesta vill nog hellre jämföra med folkomröstningen eftersom det var då man var tvungen att ta ställning.

**Sven-Olov Daunfeldts förord**

Den här oklarheten om vad man ska jämföra med poppar upp redan i Sven-Olovs Daunfeldts förord där det står:

*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”.*

Det kan vara bra att börja med att räta ut historieskrivningen. Nej-sidans argument inför folkomröstningen var inte att vi skulle ”vänta och se” för att kanske gå med senare utan att euroområdet inte var något optimalt valutaområde varken då eller senare.

”Vänta och se” var heller aldrig EMU-utredningens rekommendation, utan var något som kom från den brittiska diskussionen. Vår slutsats i utredningen kan bäst karakteriseras som ”vänta och gör”, alltså att Sverige i mitten av 1990-talet på grund av svaga statsfinanser och hög arbetslöshet ännu inte var redo att gå in i valutaunionen, men att vi skulle se till att bli det genom att föra en lämplig ekonomisk politik.

Så till analysen i rapporten. Den skiljer – som man bör – mellan *samhällsekonomiska effektivitetseffekter* och *stabiliseringspolitiska effekter*.

**Samhällsekonomiska effektivitetseffekter**

De *samhällsekonomiska effektivitetseffekterna* handlar i första hand om *handeln*. Där summerar rapporten förtjänstfullt forskningen idag som tyder på att ett euromedlemskap sannolikt ökar handeln i betydande grad, kanske runt 10 procent, därför att osäkerhet om valutakurser helt elimineras mellan euroländerna.

Den här forskningen fanns inte när vi gjorde EMU-utredningen, så vi underskattade helt klart handelseffekterna. Däremot är det inte lika uppenbart att handelseffekterna var underskattade vid folkomröstningen.

Då var en studie av Andrew Rose mycket uppmärksammad både i Sverige och internationellt. Den undersökte handelseffekterna av tidigare arrangemang med gemensam valuta och fann jätteeffekter: handeln var tre gånger större mellan länder/områden med samma valuta än mellan länder/områden med olika valutor.

Studien fick stort genomslag i det internationella forskarsamhället men också mycket kritik: antalet observationer med gemensamma valutor var litet, bara någon procent av alla observationer. De var också mycket speciella: små länder i valutaunion med ett stort (som San Marino– Italien) eller en liten koloni och stort moderland (Pitcairn med ett 60-tal invånare, ättlingar från myteriet på Bounty, och Storbritannien)

Och mycket riktigt så har ju effekterna befunnits mycket mindre – men ändå betydande – när man kunnat studera euroområdet.

Rapporten visar också att det finn stöd för att euron ökat *de utländska direktinvesteringarna,* även om det är svagare än för ökad handel.

**Samhällsekonomiska effektivitetseffekter forts.**

Det vi vet minst om angående de samhällsekonomiska effektivitetseffekterna är vad mer handel och utländska direktinvesteringar betyder för inkomsterna i samhället. Vi ska förstås vänta oss att de höjs därför att våra resurser används mer effektivt när det handelshinder som olika valutor innebär tas bort. Men här finns mycket mindre forskning än om handels- och investeringseffekterna.

Rapporten bedömer att ett euromedlemskap på lång sikt kan höja svensk BNP per capita med 1,5 procent. Men då utgår man från att effekten är en *engångshöjning av BNP-nivån* som i *neoklassisk tillväxtteori* där den långsiktiga tillväxttakten bestäms av exogent teknologiskt framåtskridande.

Men det är också möjligt att ett euromedlemskap påverkar den långsiktiga *tilllväxttakten* i linje med teorin om *endogen tillväxt*. Då kan BNP-effekterna över tid kumulera till mycket mer, även om skillnaden i årlig tillväxttakt är liten. I så fall kan mycket väl rapportens uppskattningar av de långsiktiga effekterna på inkomsterna i samhället vara kraftiga underskattningar.

Jag uppskattar att rapporten inte hävdar att de här effektivitetsvinsterna via högre BNP skulle skapa fler jobb. Det var en central del av Svenskt Näringslivs argumentation 2003 men helt utan grund. Effektivitetsvinsterna innebär att vi får ut mer av de resurser, inklusive arbetskraft, som används i produktionen, inte att det tillförs mer resurser genom högre sysselsättning eller högre kapacitetsutnyttjande.

Bra också att rapporten tar upp det argument som var väldigt vanligt särskilt på 1990-talet, att vi måste gå med i valutaunionen för att få ner inflation och statsskuldräntor. Det argumentet har ju visat sig helt fel: Sverige var kapabelt att både införa en självständig Riksbank och kraftigt reducera statsskulden, vilket fått ner både inflation och statsskuldräntor.

När EMU-utredningen hävdade att det var möjligt blev vi närmast hånade av borgerliga politiker och av näringslivsföreträdare. Men det var alltså möjligt – däremot har vi fått leva med en kraftig försvagning av kronan under det senaste decenniet, som är svår att förklara. Fast det har alltså inte lett till att vi tappat kontrollen över inflationen.

**Stabiliseringspolitiska aspekter**

Därmed har jag kommit till den andra delen av rapporten, som behandlar de *stabiliseringspolitiska aspekterna* utifrån *teorin om optimala valutaområden*.

Problemet är att Sverige kan få en konjunkturutveckling som avviker från den i dagens euroländer, alltså utsättas för en *asymmetrisk* eller en *landspecifik makrostörning*. En sådan behöver inte innebära att konjunkturen går i motsatt riktning än på andra håll utan det kanlika gärna vara fråga om en gemensam störning som slår väldigt olika i Sverige mot i andra länder.

Då är det värdefullt med en egen penningpolitik. Med en egen valuta kan också växelkursrörelser bidra till att stabilisera ekonomin.

Rapporten diskuterar hur väl *synkroniserade* konjunkturerna är mellan olika EU-länder samt mellan Sverige och euroländerna. Slutsatsen är att konjunkturerna tycks ha blivit mer synkroniserade över tid. Det baseras på en metastudie samtidigt som det redogörs för att resultaten varierar mellan olika studier.

Jag kan inte bedöma kvaliteten i olika studier, men det räcker att titta på vårt grannland Finland för att inse att asymmetriska störningar verkligen *kan* uppkomma. Efter den globala finanskrisen fick man en väldigt svag konjunkturveckling när Nokia, stålindustrin och massaindustrin fick problem samtidigt som handeln med Ryssland minskade.

**Andra anpassningsmekanismer**

Rapporten diskuterar *andra anpassningsmekanismer* än egen penningpolitik och växelkursrörelser. *Arbetskraftsrörlighet* är en sådan mekanism men den är låg inom EU även om den ökat något över tid.

Det bidrag den kan ge, tror jag, är främst i branscher som byggsektorn där det finns mycket lättrörlig utländsk arbetskraft som kan fungera som en buffert vid konjunkturstörningar. I övrigt kan man nog inte vänta sig några större bidrag.

De enda exempel jag känner till inom EU är Lettland och Litauen under och efter den globala finanskrisen – då de ännu inte hade euron men väl fasta växelkurser mot den – med befolkningsminskningar på 10–15 procent. Men det var en speciell situation med mycket lägre per-capita-inkomst än i de gamla EU-länderna.

Så stor migration verkar otänkbar i Sverige – och vore inte heller önskvärd.

Den andra anpassningmekanismen som diskuteras är *finanspolitiska transfereringar* mellan euroländerna. Enligt Maastrichtfördragets icke-undsättningsklausul skulle ju sådana inte ske; andra medlemsländer och EU-institutioner skulle ju inte få ta ansvar för andra medlemsländers finansiella förpliktelser.

Men det skedde ändå, genom de räddningsfonder som etablerades under eurokrisen och genom ECB:s obligationsköp. Sedan har vi den gemensamma upplåningen både för stöd till korttidsarbete under pandemin och återhämtningsfonden.

Rapportens slutsats är att de här mekanismerna, arbetskrafsrörlighet och finanspolitiska transfereringar, innebär att ”argumenten för ett medlemskap (i valutaunionen) stärkts något” därför att de skulle kunna bidra till konjunkturstabilisering i Sverige i en kris.

**Mycket viktigare med större möjligheter använda finanspolitiken**

Det kan jag hålla med om, men på punkten om andra anpassningsmekanismer har rapporten ändå hamnat snett. Visst kan högre arbetskraftsrörlighet och finanspolitiska transfereringar hjälpa oss i ett läge med avvikande konjunkturutveckling. Men detta är *peanuts* i sammanhanget.

**Maastrichtskuld**

Den stora förändringen i förhållande till tidigare är de mycket starkare offentliga finanserna. Sverige har idag bland EU:s lägsta offentliga skuldkvoter. Det innebär helt andra möjligheter att ersätta en expansiv penningpolitik med en expansiv finanspolitik än tidigare om det skulle behövas.

Det hade inte varit möjligt vid EMU-starten då finanspolitiken efter 1990-talskrisen var helt inriktad på att sanera de offentliga finanserna och därför inte tillgänglig som stabiliseringspolitiskt medel i en lågkonjunktur. Vid folkomröstningen 2003 såg det bättre ut, men idag är möjligheterna ännu större.

**Fallande offentlig skuldkvot i Sverige**

Vi har idag inte bara en *absolut* sett lägre offentlig skuldkvot än tidigare, den är även *relativt* sett lägre eftersom vår skuldkvot minskat när andras ökat. Det innebär att *finansmarknadernas tolerans* med en given skuldkvot sannolikt är mycket större än tidigare. De knappa 75 procent av BNP som vi kom upp i under 1990-talskrisen – som då sågs som farligt höga – framstår idag som närmst måttfulla vid en internationell jämförelse.

Så rapporten glömmer bort den absolut viktigaste förändringen när det gäller de stabiliseringspolitiska konsekvenserna: att förlorad penningpolitisk autonomi idag är mycket mindre problematisk än tidigare, därför att den nationella finanspolitiken är mycket mer tillgänglig som ersättning för penningpolitiken än tidigare.

**Interndevalvering**

Det finns också anledning att diskutera en annan alternativ anpassningsmekanism, *interndevalvering*, alltså att sänka relativkostnaderna i förhållande till andra länder genom låga lönekostnadsökningar eller rentav lönekostnadssänkningar, som ett substitut för en valutadepreciering.

Det här skulle kunna bli aktuellt om en tidigare överhettning inneburit högre lönekostnadsökningar än i andra länder, och därmed en real appreciering och bytesbalansunderskott. En interndevalvering är inget perfekt substitut till en extern depreciering därför att den tar längre tid att genomföra.

Dessutom får man initialt en negativ effekt på efterfrågan därför att realräntan ökar om lägre löneökningar leder till lägre inflation innan ett förbättrat relativt kostnadsläge börjar dra upp ekonomin igen. Men en interndevalvering kan ändå vara ett användbart instrument. Det verkar ha fungerat i Finland där återhållsamma löneökningar efter 2010 hjälpte till att dra igång ekonomin igen.

För vår del borde möjligheterna till en interndevalvering vara betydligt större idag än på 1990-talet eftersom vi fått en betydligt mer ansvarsfull lönebildning sedan Industriavtalets tillkomst 1997. Acceptansen för stora reallönesänkningar 2022–23 är en tydlig indikation på det.

**Risken att Sverige får betala för höga skulder i andra euroländer**

Den största risken med en euroanslutning är enligt min mening att Sverige kan tvingas betala för räddningsinsatser för andra, högt skuldsatta euroländer. Det är också rapportens bedömning.

De här riskerna har ökat – inte minskat – över tid. Det beror på dels att skuldsättningen i euroområdet har ökat kraftigt, dels att icke-undsättningsklausulen satts ur spel genom olika krishanteringsinsatser. Fortfarande 2003 trodde nog de flesta av oss att de finanspolitiska reglerna skulle respekteras i mycket högre grad än som blivit fallet.

Reglerna har nu reformerats. EU-länderna måste utforma *finans- och strukturpolitiska planer*, som bättre ska kombinera finanspolitisk disciplin med tillväxtfrämjande strukturreformer och offentliga investeringar. Men jag är högst tveksam till om det kommer att fungera.

Man ska ta större hänsyn till länders individuella förhållanden men det finns en stor risk att sådana mer diskretionära överväganden innebär mer släpphänta regler. Det mest akuta problemet nu är Frankrike med en skuldkvot på 114 procent av BNP, budgetunderskott förra året på 6 procent av BNP och en politisk situation där det är svårt att se hur man ska få till budgetbeslut som förhindrar ytterligare skuldökningar. Sådana här farhågor för den franska utvecklingen återspeglas tydligt i statsskuldräntorna som stigit kraftigt.

Mot det här kan man ställa att vi kommer att beröras av statsskuldproblem i andra EU-länder vare sig vi är med i valutaunionen eller inte. Pandemistöden omfattade alla EU-länder trots att de främst var till för att hjälpa euroländerna Italien och Spanien. Och det kan mycket väl tänkas att behovet av mer stöd till Ukraina och egna försvarssatsningar innebär fler steg mot gemensam upplåning som involverar alla EU-länder.

**Sammanfattning**

Rapporten gör bra sammanställningar av hur bedömningarna av olika konsekvenser av ett euromedlemskap förändrats över tid, även om det ibland är oklart om man jämför med mitten av 1990-talet eller med folkomröstningen 2003. Möjligen kan man tycka att det blir så många aspekter – en del mer marginella – att man lätt förlorar sig.

Om jag ska välja ut de viktigaste, så är det de här:

* Större ökningar av handel och utländska direktinvesteringar, och därmed större samhällsekonomiska effektivitetsvinster
* Större möjligheter att använda finanspolitiska stimulanser som substitut för en egen penningpolitik, och därmed en mindre stabiliseringspolitisk nackdel.
* Större risker för att vi får vara med och betala för statsskuldproblem i andra EU-länder.

Magdalena Andersson gjorde vid något tillfälle ett kryptiskt uttalande om att både för- och nackdelar med euron har ökat. Min bedömning av hur de viktigaste ekonomiska konsekvenserna har förändrats är lite tydligare: *en* ökad fördel, *en* minskad nackdel och *en* ökad nackdel. Alltså 2 – 1 till euron i förbättrat *ekonomiskt* netto.

Men det är då inte någon slutkalkyl. I en sådan måste också *politiska* aspekter vägas in. Och det räcker inte med att titta på hur bedömningen förändrats över tid utan i slutändan är frågan om nettoeffekten av en anslutning till euron är positiv eller negativ. Tack, jag slutar där.