

# EURON - EN FRÅGA OM SVENSK SÄKERHET

AV STEFAN FÖLSTER

## Innehåll

• Sammanfattning	2
• Ett helt nytt läge	3
• Nödvändig EU-utvidgning kräver starkt ECB	3
• Finanspolitiska risker och bankunionen	4
• Sveriges makropolitik är inte så bra	6
• Kriser kan vara nödvändiga för reformer	8
• Fler nya insikter om svensk euroanslutning	9
• Öppna frågor om risker med utanförskapet	10
• Omvärdera euroanslutning utifrån långsiktiga scenarier	11
• Slutsatser	12
• Referenser	13



**Stefan Fölster** är chef för tanke-smedjan Better Future Economics och senior fellow vid Frivärld. Han har tidigare varit chefekonom på Svenskt Näringsliv och adj. professor i nationalekonomi vid KTH. Författare till många artiklar och böcker, till exempel "The Public Wealth of Nations" (vilken blev Best Book of the Year 2015, Financial Times och The Economist).

### Sammanfattning

För Sveriges och Europas säkerhet talar starka skäl för en betydande utvidgning av EU under de kommande tio åren. Åtminstone åtta länder, bland dessa Ukraina, riskerar annars att hamna i en rysk intressesfär ifall de inte ser en framkomlig väg mot medlemskap. Samtidigt har alla dessa, och flera nuvarande medlemmar, en svajig makroekonomisk politik och problem med korruption och rättsstatlighet. Hittills har endast de starka maktmedlen som ECB fått sedan 2012 kunnat förmå länder att genomföra de reformer som krävs för att bli draghjälp till EU:s utveckling och säkerhet i stället för att vara en belastning.

Därför är en stark europeisk centralbank ett viktigt europeiskt och svenskt säkerhetsintresse. Därmed är det naturligtvis också en fördel om Sverige kan påverka hur den styrs. Mot den bakgrunden sammanfattas här flera insikter om en svensk euroanslutning som tidigare utredningar missat, som framkommit i forskningen först på senare tid eller som blivit mer relevanta när verkligheten har förändrats. Sammantaget har argumenten för Sverige att delta i Eurosamarbetet stärkts väsentligt.

Den första insikten framfördes redan efter EMU-utredningen (SOU 1996:158, den så kallade Calmforsrapporten) på 1990-talet. Assar Lindbeck och John Hassler sågade utredningens slutsats att Sverige utsattes för återkommande konjunktursvängningar som inte var i fas med andra EU-länder och därför behövde kunna parera med egen penningpolitik. Lindbeck och Hassler visade nämligen övertygande att de avvikande konjunktursvängningarna hade orsakats av den egna svenska, och ofta feltänkta, makropolitiken.

Detta mönster har fortsatt i nutid. Sverige har näst lägst tillväxt i EU och en inflation över euroländernas. Till det tycks Riksbankens penningpolitik ha bidragit, som både på längre sikt varit mer expansiv än ECB:s, men också i närtid kostat på sig grova felprognoser och fortsatta köp av värdepapper, så sent som våren 2022. Om Sverige hade varit med i euroområdet hade de svenska konjunkturerna inte avvikit särskilt mycket från Euroländernas – och på köpet skulle Sveriges penningpolitik ha kantats av färre misstag.

Den andra insikten är att synen på den sortens konjunkturkris som euroskeptiker befarar, behöver ändras radikalt. I EMU-utredningen och ofta i debatten därefter, framställs sådana som långvariga sänken för länders tillväxt. En nyare forskningslitteratur visar emellertid att konjunkturkriser i demokratier (men inte nödvändigtvis i autokratier) ofta leder till en våg av tillväxtreformer, vilket gör att dessa långsiktigt knappt förlorar på krisen.

Utifrån denna forskning ställs också tolkningen av ett vanligt påstående om Sveriges bättre tillväxt än euroländernas på huvudet. Poängen är att Sverige har haft snabbare tillväxt till följd av krisen i början av 1990-talet. Den utlöstes av att Sverige utan nödvändiga reformer försökte hålla fast växelkurs. I enlighet med forskningslitteraturen möjliggjorde krisen dock en våg av omfattande tillväxtreformer som därefter lett till 25 år av bättre tillväxt.

Många länder som med för lite reformer i bagaget fick gå med, som Spanien, Portugal eller Grekland, fick över en natt oförtjänt låga räntor. Dessa länder hamnade så småningom i en kris, lik den svenska 1990-talskrisen, och åtskilliga år av låg tillväxt, vilket också förklarar euroländernas lägre genomsnittliga tillväxt. Men länderna reformerade också kraftigt under krisen och har nu en mycket bättre utveckling än de hade innan de införde euron. Grekland, Spanien och Portugal tillhör just nu de EU-länder som har bäst tillväxt, och även Italien växer. Det visar hur euron kan förlösa reformer, ibland genom en lågkonjunktur, som i längden visar sig vara helt nödvändiga.

En tredje insikt är att risken för finanspolitiska åtaganden som följer med euron har överdrivits. Konkurer bland euroländers banker betalas i första hand av aktieägarna.<sup>1</sup> Sedan finns en resolutionsfond. Först om den inte räcker skulle Sverige behöva låna ut mer till fonden. För att värdera risken ska man notera tre saker: För det första har den typen av statlig utlåning under kriser oftast inte gått med förlust, utan pengarna har betalats tillbaka.

För det andra så kan också svenska banker drabbas av problem eller flytta ut för att bli del av bankunionen, som Nordea gjorde.

1 Därtill utvecklas stegvis bankunionens gemensamma insättningsgaranti. Den har kringgårdats av så många livremmar att nettoeffekten mycket väl kan vara att minska risken för svenska skattebetalare.

För det tredje så är svensk penningpolitik inte heller gratis, vilket Riksbankens nya begäran om ett tillskott på 80 miljarder kronor visar.

En fjärde insikt är att arbetsmarknaden har blivit mycket mer europeisk och flexibel. EMU-utredningen missade att det skulle uppstå en betydande rörlighet av arbetskraft från nya EU-länder till dem där det för tillfället finns efterfrågan. Det har dämpat svängningar i sysselsättning och löneglidning i Sverige. Utredningen trodde inte heller att det skulle gå att genomföra lönesänkningar i ett krisläge, vilket har visat sig vara fel då flera länder kunnat göra det.

Sammantaget finns nu mycket goda säkerhetsskäl att främja en stark europeisk centralbank som Sverige helst också ska ha inflytande i. De ekonomiska argumenten för ett svenskt deltagande har också stärkts väsentligt. Redan EMU-kommittén förutskickade att man skulle se mycket mer positivt på ett svenskt medlemskap, om statsskulden var mindre och sysselsättningen högre. Där är vi nu. Dessutom har kommitténs farhågor om svenska konjunkturkriser visat sig vara felaktig redan då, och dessutom mindre relevant i ljuset av senare års forskning.

### Ett helt nytt läge

Sverige följde inte med övergången till euron när den europeiska valutaunionen bildades år 1999. Utanförskapet cementerades sedan av folkomröstningen på hösten 2003, där en majoritet av svenskarna röstade för att behålla kronan. Det kan ses mot bakgrund av att svenskarna även var mycket skeptiska mot EU-medlemskapet, som bara med viss marginal fick majoritet i folkomröstningen 1994. Redan två år senare, 1996, hade opinionen svängt tillbaka igen med endast 29 procent för och 52 procent emot. År 2023 däremot är fler än 60 procent för och färre än 14 procent emot.

De flesta stora utmaningar som Sverige brottas med har i dag en tydlig fördel av ett gemensamt europeiskt agerande, som EU dessutom skött relativt väl, såsom när det gäller klimatomställning, brottslighet och pandemin. Det är därför inte förvånande att den svenska opinionen avseende EU har blivit mycket mer positiv.

Nu är det återigen ett helt nytt läge. Kriget i Ukraina och den ryska aggressionen har snabbt fått opinionen att svänga

om Nato. Först nu börjar emellertid många ana att svensk och europeisk säkerhet kräver ytterligare en stor omvandling, för vilken en stark europeisk centralbank är avgörande.

### Nödvändig EU-utvidgning kräver starkt ECB

Svenskar är, mer än invånarna i andra europeiska länder, angelägna om att försvara Ukraina, att skydda Sverige mot rysk aggression och att åstadkomma klimatomställning och bekämpa den internationella brottsligheten. För dessa fyra ändamål är ett starkt EU helt nödvändigt. För de första tre är det också nödvändigt att skynda på en utvidgning av EU, till fler östländer som annars riskerar att dras in i rysk intressesfär eller rentav invaderas.

Under oktober 2023 träffades EU-statschefer i Granada för att diskutera utvidgningen av EU med upp till nio länder, vilka inkluderar Ukraina, Moldavien, Serbien, Albanien, Nordmakedonien, Bosnien Herzegovina och eventuellt Georgien. Målet är 2030. Även statschefer som Emmanuel Macron, tidigare skeptiker till utvidgning, är nu angelägna.

Att det har blivit bråttom beror på att Ryssland, Kina och Turkiet har ströslat investeringar och favörer i området, med risk för att den demokratiska världen krymper ytterligare. Hur mycket svårare hade det inte varit att hjälpa Ukraina om inte de fyra länder som gränsar till krigszonen hade inlemrats i EU?

Men det finns en hake. Kandidatländerna är inte särskilt välregerade. De lider av brister i demokratin, korruption, en svag rättsstat och ofta en svajig makroekonomisk styrning, inte sällan med svaga statsfinanser.

Innan en eventuell ökning av antalet medlemmar sker kommer därför EU försöka att på olika sätt öka sin "absorptionskapacitet". Strävan är dels att krympa utrymmet för enskilda länder att lägga in veto och på det sättet utpressa övriga EU. Tvärtom måste EU få fler instrument för att beivra korruption, brister i rättsstatlighet och demokratiska institutioner.

Detta räcker dock inte på långa vägar. Erfarenheter från krisen under åren 2010–2015 visar övertygande att enbart ECB har haft en tillräckligt stark hävstång för krishanteringen, vilken kunnat tvinga enskilda länder till



långtgående reformer och samtidigt avvärja bankkriser, som riskerar att spridas även till ekonomiskt friska länder.

Medlen för detta utvecklade ECB efter 2012. Det viktigaste är att ECB vägrade köpa statsobligationer från länder som inte reformerade tillräckligt. I själva verket får ECB, enligt ett utslag från EU-domstolen, inte låna ut utan att ställa sådana krav. Detta fick räntor i Italien och Grekland att rusa omedelbart och tvingade såväl vänsterpopulistiska Syriza i Grekland, som högerpopulister i Italien, att rätta in sig i ledet. För vänsterdebattörer som argumenterar mot euron är just detta maktmedel huvudargumentet emot.<sup>2</sup> Men, med detta maktmedel i ryggen kunde ECB samtidigt proklamera sin förmåga att ”do whatever it takes” år 2012, vilket är en helt nödvändig förmåga för en centralbank för att kunna avvärja att förtroendekriser sprider sig även till friska banker i friska ekonomier.

I själva verket har ECB också en betydande makt över länder utanför euron. Både Ungern och Polen, som inte är medlemmar, löper till exempel stora budgetunderskott. ECB har skapat lånefaciliteter för Polen och Ungern för att förhindra att finansiella kriser där spiller över till andra länder. Dessa är dock inte ovillkorliga. Ungern undvek till exempel enbart med liten marginal en finansiell kris, innan överenskommelsen med EU i december 2022 kom på plats.

Tack vare ECB:s maktmedel vid rätt tidpunkt, behölls Grekland och Italien inte bara i euroområdet, utan anammade en konstruktiv roll inom EU, skärpte sin makroekonomiska politik och sina politiska institutioner, och har även ställt sig helt bakom EU:s stöd till Ukraina. Om de inte hade varit en del av euroområdet så hade åtminstone Grekland, men kanske även Italien, ramlat ur såväl euron som den europeiska intressesfären. Grekland är trots allt ett Balkanland, och även Italien har tidvis flirtat med såväl Ryssland som Kina.

För de flesta svenskar som vill se ett starkt och säkert EU samt stort stöd till Ukraina, måste det därför vara mycket angeläget att euron också omfattar de nya kandidatländerna och att ECB står stark. Men innebär detta att Sverige själv borde anamma euron?

En del svenskar skulle säkert svara ja för den goda sakens och Europas skull. Men med en utvidgning av euron till flera länder med något osäkra institutioner blir det extra angeläget att Sverige får vara med och utforma det penningpolitiska ramverket för euron, inte minst hur bankunionen är utformad och hur ECB kan behålla sin starka roll som garant för reformer i länder på populistiskt glid. Efter Brexit är Sverige som icke-euroland tydligare utanför. Alla tyngre EU-länder är med och resten kommer att stå i väntrummet. Nejsidans argument var tidigare att Storbritannien visar att det visst går bra att vara med i EU, men inte i euron. Det har dock visat sig vara en instabil mellanposition, delvis på grund av det begränsade inflytandet.

### Finanspolitiska risker och bankunionen

ECB:s nya styrka sedan 2012 minskade avsevärt behovet av finanspolitiska krispaket eller transfereringar från EU till krisländer, vilket var en gåva, eftersom det finanspolitiska ramverket ”Stabilitets- och tillväxtpakten” inte har fungerat särskilt väl.<sup>3</sup> Det reviderades två gånger, 2005 och 2011–12, men har blivit mycket komplicerat utan att bli mer effektivt. Oenigheten om hur det bör reformeras är stor, vilket också för med sig att den politiska enigheten saknas, för att beivra avvikelser från ramverket.

Ett tillfälligt maktmedel fick EU dock i form av pandemipaketet, en fond på 800 miljarder euro, som hjälper länderna med klimatomställning och digitalisering. Sverige har betalat in 150 miljarder kronor och förväntas få tillbaka 34 miljarder i bidrag. Många har kritiserat att EU för första gången själv fick låna pengar för denna fond. En del ser denna fond som början på ett mer federalt EU, med egna skatteintäkter och lånemöjligheter.<sup>4</sup>

Mest sannolikt är dock att återhämtningsfonden förblir ett undantag, som många länder gick med på för att EU skulle få ett kraftfullt verktyg, med vilket Budapest och Warszawa kunde tvingas att återinföra rättsstatliga principer som man övergett. Enligt fondens regler är det upp till Kommissionen att bedöma om medlemsländerna uppfyller målen, inklusive de som avser anti-korruption och redovis-

2 Se till exempel Suhonen och Jerneck (2023).

3 Se t.ex. Wyplosz (2022).

4 Exempelvis Mario Draghi (2023) argumenterar mer för en finanspolitisk union, med hänvisning inte minst till att det är så USA fungerar.

ning. Först därefter godkänns stegvisa utbetalningar i en process som pågår fram till 2026. Detta ger Kommissionen mer kraft än de redan existerande verktygen för att upprätthålla rättsstatlighet som ofta kräver godkännande från Ministerrådet eller konsensus från medlemsregeringarna.

Det kan naturligtvis hända saker som gör att en liknande uppgörelse bedöms fördelaktig igen, längre fram. Däremot är det knappast sannolikt att detta blir en vanlig modell för EU-finansiering. När det gäller EU:s nya budget kräver till exempel många länder att ökade räntekostnader och andra åtaganden finansieras genom omprioritering. Ett undantag är möjligen Ukrainafinansieringen. För just detta ändamål finns emellertid också förhållandevis goda möjligheter för EU-länder att skapa en finansiering vid sidan om EU, ifall den fullständiga enigheten fallerar.

Slutsatsen är ändå att det finanspolitiska ramverket har visat sig vara ett svagt verktyg för att styra in länder som är på glid, med undantag just för reglerna kring återhämtningsfonden som är starkare, men tillfälliga och snarare har undantagskaraktär. Detta innebär att ECB förblir sheriffen i stan.

Under senare år har också bankunionen utformats som en del av penningpolitiken, vilket en del hävdar skulle kunna föra med sig en finanspolitisk belastning i ett europeiskt krisläge. En stor poäng med bankunionen är dock att minska risken för framtida finanskriser som Sverige riskerar att drabbas av, oavsett om vi är med i euroområdet eller inte. Därtill finns goda skäl att försöka åstadkomma en mer europeisk finansmarknad med bättre konkurrens och bättre riskspridning.

Bankunionen består av den gemensamma tillsynsmekanismen och den gemensamma resolutionsmekanismen, inklusive den gemensamma resolutionsfonden, och en stegvis mer gemensam insättningsgaranti.

Denna insättningsgaranti har drivits fram i små steg, bromsat av Tyskland och andra länder som befarat dels att den gemensamma fond som skapas i praktiken, ökar risken för en överföring mellan länder, och dels att enskilda länders incitament att säkerställa sunda banker kan minska. Under tiden har dock en gemensam policy för tillsyn utvecklats,

och alla länder har byggt upp egna insättningsgarantifonder. Europeiska banker har därför blivit mycket mer robusta. Ett viktigt inslag i utformningen av garantifonden är att avgifterna blir riskbaserade, vilket kraftigt stärker incitamenten att dämpa risktagande i banker. Nettoeffekten av detta kan mycket väl bli att minska risken för svenska skattebetalare om Sverige är med.<sup>5</sup>

Inom bankunionen kan en konkursmässig bank antingen likvideras eller förses med nytt kapital. Om banken ska leva vidare är en av utgångspunkterna att skattepengar enbart får skjutas till när aktieägarna har förlorat en betydande del av sitt ägande och en betydande del av det egna kapitalet använts. Aktieägare och långgivare till banken ska i huvudsak stå för kapitaltillskott. För Sveriges del skulle Finansinspektionen fortfarande fatta tillsynsbeslut avseende de svenska bankerna, men besluten ska baseras på instruktioner från ECB:s tillsynsnämnd. Sannolikt blir kvaliteten på tillsynen bättre eftersom det finns stordriftsfördelar i banktillsyn, inte minst till exempel avseende de härvor av internationell penningtvätt som flera svenska banker har ertapats med.

Stockholm skulle bli en mer attraktiv och konkurrenskraftig lokaliseringsort för finansiell verksamhet som medlem i bankunionen, då en bank som lokaliserar verksamheten hit får samma tillsynsmyndighet som den har inom andra länder som är med i bankunionen. Sverige som finansiellt centrum fick sig en rejäl törn när Nordea 2018 flyttade sitt huvudkontor till Helsingfors, med hänvisning till att man ville ingå i bankunionen. Banken kunde då lyda under samma regelverk som andra europeiska banker och konkurrera på samma villkor. Flytten hade troligen inte skett om Sverige varit del av bankunionen.

Den svenska synen på resolution har av en händelse fått ett ovanligt stort inflytande på utformningen av bankunionen, genom Gunnar Hökmarks ledande roll som parlamentets huvudförhandlare i lagstiftningen om bankkrishantering och gemensamma kapitaltäckningskrav. Ett sådant inflytande kan i framtiden bara garanteras genom anslutning till euron, som skulle göra Sverige representerat

5 Se till exempel Fernández-Aguado m.fl. (2022).

i ECB:s tillsynsnämnd, och i ECB-rådet, dit ärenden kan överklagas.

Sverige har byggt upp en resolutionsreserv på ett konto i staten. Den kan användas för att rädda banker vid en framtida kris. Vid ett deltagande i bankunionen skulle den flyttas till en fond inom den europeiska resolutionsmyndigheten. Fonden ska också kunna förstärkas med medel från ESM, EU:s räddningsfond för stater. Detta ger en större försäkring än Sveriges resolutionsfond kan uppbåda på egen hand. Om inte ESM heller räcker, måste länderna låna ut pengar till resolutionsfonden. Där finns en exponering för svenska skattebetalare som inte kan uteslutas. Dock finns fyra skäl att betrakta risken som begränsad.

För det första kan Sverige behöva delta i någon ad hoc-lösning även om vi inte är med i bankunionen. Sverige lånade, frivilligt, ut till den irländska staten under eurokrisen. Det kan ligga i Sveriges intresse att göra så igen.<sup>6</sup>

För det andra har resolutionsfonder under kriser normalt inte gått med förlust. Pengar har ofta skjutits till för att rädda banker eller andra företag i gengäld för aktieägandet. Aktiepriser har hämtat sig efter kriser och bankerna har då kunnat avyttras. Så var det i Sverige efter 1990-talskrisen, och likaså i de stora amerikanska resolutionspaketen som kom till under finanskrisen.

För det tredje har riskprofilen ändrats. I flera europeiska länder har risken för bankkriser avtagit, trots att statsskulden är stor. I någon mån kompenseras risken för bankkris av stor statsskuld, av att utlåning till privat sektor i många länder är betydligt mindre än i Sverige. I Sverige har däremot risken ökat jämfört med för några år sedan, trots låg statsskuld. Många fastighetsbolag har problem, vilket numera exponerar de svenska bankerna för betydligt större risker.

För det fjärde är en självständig svensk penningpolitik inte gratis. Mest akut förefaller läget vara för Riksbanken själv, som behöver 80 miljarder kronor från staten för att täcka sina förluster. Bakgrunden är att värdet på Riksbankens stora stödköpsportfölj har rasat, i takt med att räntorna stigit. Dessutom flaggar riksbankschefen Erik Thedén för att Riksbanken kan behöva nya sätt att tjäna pengar på, i

praktiken en skatt. Han pekar bland annat på Bank of England, som skissar på en avgift på finanssektorn.

### Sveriges makropolitik är inte så bra

Riksbankens plötsliga stora kapitalbehov reser en förbisedd, men helt avgörande fråga. I EMU-utredningen såväl som i mycket av eurodebatten därefter, antogs implicit att den svenska stabiliseringspolitiken är klokt utformad, vilket är en förutsättning för att den leder till ett bättre utfall än vad som hade varit fallet om Sverige hade anammat euron. Nära kopplat till detta gjordes ett annat antagande i EMU-utredningen, nämligen att svenska konjunktursvängningar är orsakade av chocker, snarare än av misstag i den egna stabiliseringspolitiken.

Båda antagandena kritiserades hårt av Assar Lindbeck och John Hassler (1996) i en artikel "Fel argument mot EMU" där de hävdade att Calmforsutredningen kraftigt överdrev betydelsen av externa chocker. Deras analys visade i stället att huvudorsaken till de svenska chockerna var Sveriges egen stabiliseringspolitik. Konjunkturen i Sverige hade visserligen vid flera tillfällen avvikit från Västeuropa som helhet. Men för att dra slutsatser om varför det är lämpligt för Sverige att gå med i EMU, måste man veta vad som orsakat denna skillnad. Utan att svara på den frågan är det nämligen omöjligt att bedöma om "den svenska asymmetrin" kan väntas bestå efter en eventuell anslutning till EMU.

Ett exempel är episoden 1971–72 då Sverige, till skillnad från Europa som helhet, upplevde en konjunkturavmattning. Orsaken var en kraftig finanspolitisk åtstramning, som sattes in efter 1969–70 års högkonjunktur. Sverige bedrev sedan, till skillnad från Västeuropa som helhet, en expansiv ekonomisk politik under åren 1974 och 1975, den så kallade överbryggningspolitiken. Sverige lyckades hålla produktionen uppe, till priset av en kraftig inflation av lönekostnaderna och därmed försämrade internationell konkurrenskraft. Det ledde i sin tur till en konjunkturedgång 1976–78, utan motsvarighet i Västeuropa som helhet.

Därefter följde de aggressiva devalveringarna 1981 och 1982, och senare en slarvigt genomförd avreglering av

6 Enligt t.ex. Wissén (2019).



kreditmarknaden. Allt detta blev asymmetrier i konjunkturförloppet, som skapats av Sveriges egen stabiliseringspolitik. Om Sverige skulle ha ingått i en europeisk valutaunion under den studerade perioden, hade asymmetrin varit väsentligt mindre.

Lindbeck och Hassler drar slutsatsen att detta inte självklart skulle ha varit något negativt. Stabiliseringspolitiken förefaller på det hela taget inte ha lyckats stabilisera konjunkturen, utan endast förskjuta den och därigenom skapa ett asymmetriskt förlopp över tiden. Den självständiga penningpolitiken som ”försäkring” mot asymmetriska störningar, var i stället ”en medicin med starka biverkningar, som ofta tagits i överdos - och inte sällan vid fel tidpunkt”.

Har misstagen då blivit mindre sedan dess? Kronan har fortsatt att falla och bidragit till makroekonomiska obalanser, en svängning som hade uteblivit om Sverige hade haft euron. Nu har Sverige fått både depreciering, höga räntor och låg tillväxt, medan många euroländer i vart fall just nu har lägre inflation och bättre tillväxt.

Under 2000-talet, och särskilt åren efter finanskrisen, ställdes Riksbankens uppdrag att hejda inflation på huvudet. Då försökte centralbankerna i stället få fart på konsumentprisinflationen, genom låga räntor och kvantitativa lättnader, som drev på tillgångs- och bostadspriserna. Denna politik drevs särskilt långt i Sverige.

Som nationalekonomerna Lars Jonung och Fredrik N G Andersson (2023) visar, är det främst senare års penningpolitiska expansion, mitt i en högkonjunktur, som har sänkt kronan. I Sverige följde Riksbanken först efter ECB, trots en starkare svensk ekonomi, ingen inhemsk bankkris och urstarka offentliga finanser. Riksbanken införde dessutom negativ ränta och köpte statsobligationer för hundratals miljarder kronor under åren 2015–19.

Som en följd började svenska löner och priser åter stiga snabbare än löner och priser i omvärlden. Skillnaderna var relativt små sett på årsbasis, men summan av många små avvikelser blir med tiden relativt stor. Jonung och Anderssons beräkningar tyder på att en euro bör kosta mellan

10,50 och 11 kronor i dag, för att svenska företag ska vara konkurrenskraftiga, inte 9,25 kronor, som var fallet före finanskrisen 2008/09.

Riksbankens extrema stimulanser fick svenska priser och löner att stiga snabbare än i euroområdet. Den redan expansiva penningpolitiken blev ännu mer expansiv under pandemin, då Riksbanken utökade sina köp av värdepapper med ytterligare ett par hundra miljarder kronor. Vid slutet av 2021 hade köpen 2015–21 uppgått till totalt 900 miljarder kronor. Detta bidrog till en ohållbar utveckling på fastighetsmarknaden där fastighetspriser tappade markkontakten och hushållens skulder nådde ständigt nya rekordnivåer. Svenska hushåll har i dag dubbelt så höga skulder som amerikanska och tyska hushåll, i relation till inkomsten.

Man kan diskutera hur stort misstaget från Riksbanken var. Världen upplevde en allmän nedgång i den så kallade ”natural rate” (räntan där penningpolitiken är neutral) och vill gärna hävda att man inte kunde avvika så mycket från den.<sup>7</sup> I en utvärdering som var avgränsad till Riksbankens agerande under 2022 uttrycks dock en hel del kritik mot Riksbankens prognoser och senfärdigheten i att börja höja räntan och avveckla stödköpen av värdepapper.<sup>8</sup> De omfattande värdepappersköpen 2015–22 bedöms initialt ha varit rätt medicin, men man skriver att: ”de kan dock få andra negativa konsekvenser vars kostnader är svåra att uppskatta... Här tänker vi särskilt på att marknadens funktionssätt kan påverkas om förväntningar byggs upp att Riksbanken kommer att vilja styra riskpremierna också när det inte finns en överhängande risk för en finansiell kollaps.” Med andra ord uttrycks inlindat att Riksbanken blåst upp en tillgångsbubbla.

Det hävdas ibland att en självständig Riksbank bättre kan undvika fastighetsbubblor. Ett exempel som anförs är krisen i Spanien, där man i frånvaron av egen penningpolitik inte bromsade en fastighetsbubbla som så småningom sprack.<sup>9</sup> Men som diskussionen ovan visar så kunde eller ville Riksbanken inte använda sin självständighet för att

7 Apel och Jansson (2023). Det finns också en diskussion om huruvida Riksbankens mer expansiva penningpolitik jämfört med ECB kan ha sin grund i skillnader i sättet att mäta inflationen, Hansson (2023).

8 Hassler, Krusell och Seim (2023).

9 Till exempel Nils Gottfries i <https://esvd.svd.se/shared/article/sverige-lever-val-med-kronan/VSkc3XaR>

bromsa en fastighetsbubbla heller, utan uppgiften fick, så gott det gick, övertas av Finansinspektionen och amorteringskravet. Dessa verktyg står naturligtvis också till buds om Sverige skulle ansluta sig till euron. Oavsett om Riksbanken hade kunnat agera mycket klokare, så har Sverige hamnat i en ogynnsam utveckling 2015–23 jämfört med om vi hade varit i euroområdet.

Den långa serie av misslyckade eller märkliga penningpolitiska beslut kan avläsas i att kronan enbart under de senaste 30 åren har fallit med 40 procent mot dollarn och 30 mot euron. Schweizerfrancen, varumärket för ett annat litet land med stora företag, stod för 50 år sedan nästan i paritet med den svenska kronan. I dag kostar den över tolv kronor. Att finansmarknaderna inte har förtroende för kronan utan pressar den ytterligare under den nuvarande krisen, är då knappast förvånande. Varför skulle de ha förtroende för svensk penningpolitik framöver?

Effekten av den sortens förtroendegap och tillfälligt krontapp leder dessutom till att Riksbanken börjar jaga sin egen svans. Dels ökar inflationen till följd av att kronan faller onödigt mycket. Det ”onödiga” kronfallet sedan början av 2022 kan ha ökat inflationen med cirka 1 procentenhet, möjligt mer.<sup>10</sup> Denna extra inflation har sedan tvingat Riksbanken att höja räntan mer än vad som annars hade varit nödvändigt. Dessutom sätter denna extra räntehöjning i sin tur sina spår i företagens lånekostnader, vilket spår på inflationen än mer, och som hänsyn inte tas till, i Riksbankens inflationsmätt KPIF, som endast renser för räntehöjningars direkta effekt för hushållen.

Sammantaget har således återkommande misstag i svensk penningpolitik skapat onödiga, asymmetriska konjunktursvängningar som Sverige hade sluppit som del i euroområdet.

### Kriser kan vara nödvändiga för reformer

Lindbeck och Hassler kritiserade också EMU-utredningens narrativ, för att den försummade det ekonomisk-politiska, eller om man så vill, ekonomisk-historiska perspektivet. Ingenstans är det mer uppenbart än i det faktum att den

svenska reformvägen i början av 1990-talet förbigicks med tystnad. Detta trots att det var så tydligt att den hade utlösts av det utsiktslösa försöket att hålla fast växelkurs efter decenniernas försummelser när det gäller ekonomisk-politiska reformer. Först den djupa lågkonjunktur som följde, gjorde det politiskt möjligt att genomföra reformerna.

EMU-utredningen var i stället helt fokuserad på den omvända mekanismen. En exogen chock kunde med rörlig växelkurs pareras med lägre ränta och fallande kronkurs. Därmed skulle långvarigt negativa följd effekter av en lågkonjunktur undvikas – sådant som att arbetslösheten bet sig fast och att finanspolitikens utrymme krympte. Det senare, menade kommittén, skulle också försämra möjligheter att genomföra reformer på arbetsmarknaden eftersom dessa inte kunde sockras med mer generösa förmåner.

Det misslyckade kronförsvaret och kronfallet i november 1992, skapade alltså en ny asymmetri i den svenska konjunkturen i förhållande till andra EU-länder, helt självförvållat. Denna gång följdes den dock av 25 år av hög tillväxt. Hur var det möjligt? Detta skedde trots att den svagare valutans gick ut både över omvandlingstrycket och möjligheterna för svenska företag att köpa verksamheter utomlands, ofta lika viktigt för den med liten hemmamarknad som för själva exporten.

En rad studier har under åren kunnat visa att djupa ekonomiska kriser ofta sparkar i gång marknadsreformer, till exempel Pitlik och Wirth (2003).<sup>11</sup> I en annan studie visar Pitlik i en litteraturöversikt att kriser synliggör politiska misslyckanden samt bryter ner motstånd från intressegrupper och på så sätt ofta leder till omfattande liberalisering av ekonomier.<sup>12</sup>

Ett viktigt förbehåll i de studier som Pitlik går genom är dock att reformerna företrädesvis sker i demokratier som genomgår kriser, men inte i autokratier. Ibland kom reformvägen först efter ett val som följer en djup kris. Milton Friedman observerade detta tidigt: ”Enbart en kris – verklig eller inbillad – leder till riktig förändring. När denna kris inträffar, hänger reformaktiviteten på vilka idéer som ligger på bordet. Det tror jag är vår (ekonomers) funktion:

10 Vilket stämmer ungefär med glappet mellan den svenska inflationen och Eurozonens, enligt HICP, Eurostat.

11 Pitlik and Wirth (2003).

12 Pitlik (2008), se även OECD i Tompson (2009).



Att utveckla alternativ till dagens politik, hålla dem vid liv och tillgängliga tills det politiskt omöjliga blir det politiskt nödvändiga.”<sup>13</sup>

Men frågan är om reformerna räcker för att skapa långsiktig positiv effekt på tillväxten? En rad studier undersöker sambandet mellan volatilitet i BNP, och långsiktig tillväxt. En del som undersökt länder utan att skilja mellan demokratier och auktoritära stater, finner positiva samband, till exempel Kose m.fl. (2005) eller Andreou m.fl. (2008), men andra finner negativa samband.

En studie av Cavallo och Cavallo (2010) avgjorde sedan frågan. De fann att ekonomiska kriser visserligen vållar långsiktig skada i auktoritära stater men inte i demokratier, därför att kriserna där normalt utlöser tillväxtreformer, vars positiva effekter väger upp de negativa effekterna av själva krisen. Detta är oerhört viktiga resultat, eftersom de rycker undan mattan för hela EMU-kommitténs resonemang och mycket som har skrivits i eurofrågan därefter.

Därmed ändras också tolkningen av de studier som har gjorts av eurons betydelse för tillväxt, helt och hållet. Olsson (2019) hävdar till exempel att Sverige, som inte varit med i euroområdet, har haft snabbare tillväxt än de länder som gick med i euron. Han missar att Sverige har haft snabbare tillväxt till följd av försöket att hålla fast växelkurs, vilket sedan tvingat fram reformer och därefter lett till högre tillväxt.

Olsson uttrycker visserligen viss medvetenhet om att hans jämförelse bortser från reformeffekter, men gör sedan endast en partiell korrigering för det. Enligt honom korrigerar han för tillväxteffekter av reformer under perioden 2007–17. De krymper Sveriges försprång i BNP-tillväxt under 2003–17, mot det hypotetiska jämförelsealternativet att Sverige skulle ha anslutit sig till euron, med en dryg tredjedel. Den största invändningen mot denna korrigering är att Olsson helt bortser ifrån att de flesta struktur-reformer påverkar tillväxten under lång tid, och med stor

fördröjning. Det är därför mer än sannolikt att de massiva reformerna under perioden 1992–2006 hade en betydligt större påverkan på svensk tillväxt, än de mer begränsade reformerna 2007–17.<sup>14</sup> En riktig tolkning av Olssons resultat bör därför vara att analyser av eurons tillväxteffekter bör innehålla en riktig beskrivning av tillväxtreformers mönster, och att redan den väldigt partiella korrigeringen som Olsson gör slår ut en stor del av utanförskapets påstådda tillväxtfördel.

Denna tolkning får också övertygande stöd av de studier som visar att euron orsaksmässigt ökat inkomster<sup>15</sup> och produktivitet.<sup>16</sup> I det ljuset kan man också se utvecklingen av de euroländer som drabbades hårt av finanskrisen efter 2008. De flesta av dessa led av strukturella problem när de införde euron, som Spanien, Portugal eller Grekland, och fick ändå över en natt oförtjänt låga räntor. Möjligen hade många aktörer på finansmarknaden inte heller beaktat riskerna som fanns med att låna till oreformerade länder. Dessa länder hamnade i en kris efter 2008, inte olikt den svenska 1990-talskrisen, och åtskilliga år av låg tillväxt (vilket speglas i jämförelser av svensk och euroländers tillväxt). Men de reformerade också kraftigt och har nu en mycket bättre utveckling än de hade innan de införde euron. Portugal, Spanien och Grekland tillhör just nu de EU-länder med bäst tillväxt. Det illustrerar att de långvariga effekterna av euron, efter kriser och reformer, kan skilja sig radikalt från de initiala effekterna.

### Fler nya insikter om svensk euroanslutning

En rimlig utgångspunkt även för EMU-utredningen hade varit att väga för- och nackdelar utifrån ett resonemang om utvecklingen ett par decennier framåt. I stället lades tonvikten på läget då, utifrån synen att det alltid skulle vara lätt att gå med senare. I en av de få korta hänvisningarna till den långvariga utvecklingen, säger utredarna att deras bedömning skulle påverkas i kraftigt positiv riktning om

13 Friedman (2002).

14 Dessutom bygger Olsson skattningen av reformerna 2006–14 på regeringens egen kalkyl av långsiktiga effekter (Regeringens proposition 2013/14:1) som alltså delvis kan ha uppstått efter 2017. Medan kalkylen av reformeffekter 2015–17 bygger på en analys enbart av kortsiktiga multiplikatoreffekter av högre offentliga utgifter (Ekholm och Gerlach, 2017).

15 Till exempel Felbermayr och Steininger (2019).

16 Till exempel Zhuang m.fl. (2023).

arbetslösheten pressades tillbaka och den statsfinansiella situationen framstod som mer stabil. Där är Sverige nu.

I EMU-utredningen finns inga direkta funderingar kring att Sveriges finanspolitiska situation skulle förbättras avsevärt, tack vare det finanspolitiska ramverket som infördes efter 1990-talskrisen. I dag har Sverige en stor och växande nettoförmögenhet i de offentliga finanserna.<sup>17</sup> Sysselsättningsgraden är den högsta sedan slutet av 1980-talet, även om den sannolikt sjunker en aning i nuvarande konjunktursvacka, samt att det fortfarande finns en betydande strukturell arbetslöshet.

Flera andra förhållanden på arbetsmarknaden ter sig också betydligt mer gynnsam för införandet av euron. Produktionen i Europa har blivit alltmer sammanflätad vilket ytterligare minskar risken för avvikande konjunkturförlopp i Sverige.<sup>18</sup> EMU-utredningen bedömde också att i den amerikanska ekonomin spelar arbetskraftsströmmar en betydande roll för att utjämna skillnaderna i arbetslöshet mellan olika delstater. Man menade att något liknande inte skulle äga rum i Europa under lång tid framåt.

Vad EMU-utredningen emellertid missade, var att det skulle uppstå en betydande arbetskraftsrörlighet från nya EU-länder med lägre löner, till gamla EU-länder med högre löner. Det gäller inte bara flöden av arbetskraftsinvandrare, som bosätter sig i andra länder där det finns jobb, beroende på konjunkturläge. I många fall avser dessa flöden mer tillfälliga jobb. Ett exempel är att byggsektorn i Europa nu betjänas av ett slags kringresande cirkussällskap med byggarbetare, ofta från Östeuropa, som åker dit där det för tillfället råder arbetskraftsbrist.<sup>19</sup> Det är sannolikt en viktig bidragande orsak till att Sverige under 2000-talet har upplevt mindre svängningar i arbetslösheten, men också mindre löneglidning i högkonjunkturer.

En annan överraskning för många arbetsmarknadsekonomer blev att det faktiskt gick att sänka nominella löner i krislägen, vilket EMU-utredningen ansåg osannolikt.

Exempelvis Tyskland genomförde en omfattande intern-devalvering, genom arbetsmarknadsreformer och lönesänkningar, under åren 2001–04. Under finanskrisen efter 2008 skedde detta också i åtskilliga europeiska länder.

Under åren som gått har den forskningslitteratur stärkts, som finner tydliga positiva effekter på handel för de länder som anslöt sig till euron.<sup>20</sup> Denna effekt tilltog kraftigt i styrka efter att nya östeuropeiska länder gick med från 2007, sannolikt eftersom det möjliggjorde internationella leveranskedjor i större skala. Enligt studier har denna process också gjort EU till mer av ett så kallat ”optimalt valutaområde”.

Men hur har det gått för produktivitetstakten? På ytan ser det ut som om USA har dragit ifrån ordentligt. Men justerat för priser och arbetstimmar, så har Europa och euroområdet utvecklats ungefär lika bra som USA.<sup>21</sup> USA är ju i och för sig också ett stort valutaområde. Mer intressant än denna jämförelse är därför den forskning som undersöker hur euroländernas produktivitetstakten orsaksmässigt påverkats av euron.<sup>22</sup> Resultaten tyder för det mesta på betydande produktivitetstakten, inte minst för länder som är mer lika Sverige, som Nederländerna, Irland, Belgien, Frankrike och Tyskland. Ökad produktivitet kan omvandlas till höjda reallöner, eller tas ut i form av kortare arbetstid. Om inte något av det sker kan det i stället leda till ökad sysselsättning. Dessa effekter bekräftas av studier som finner att euron ökat inkomsterna i deltagande länder.<sup>23</sup>

### Öppna frågor om risker med utanförskapet

En fråga är om valutaosäkerheten i sig riskerar att minska företagens investeringar i Sverige. Här ansåg EMU-utredningen att de empiriska studierna inte gav några tydliga besked och fäste därför ingen vikt vid detta. Inför folkomröstningen 2003 angav emellertid många företag att de skulle öka investeringarna i Sverige om Sverige gick med. Forsk-

17 En orsak är att Finansdepartementet under många år har underskattat värdetillväxten i AP-fonderna vid prognoserna och beräkningen av reformutrymmet.

18 Nordström, H. S. och H. Flam (2018).

19 I Sverige är 55 000 av 360 000 sysselsatta inom byggsektorn just arbetskraftsinvandrare.

20 Exempelvis Gunella m.fl. (2021), Esteve-Pérez m.fl. (2023).

21 Se till exempel Economist (2023) <https://www.economist.com/graphic-detail/2023/10/04/productivity-has-grown-faster-in-western-europe-than-in-america>

22 Till exempel Zhuang m.fl. (2023).

23 Till exempel Felbermayr och Steininger (2019).

ningsstödet är dock hittills mest indirekt, genom de studier som finner att euron främjat produktivitetstillväxten.

En annan öppen fråga är risken att svenska storföretag köps upp av utländska konkurrenter som kan ta över dem till vrakpris, till följd av den svaga kronkursen. Direktinvesteringar i Sverige ökade rejält under de senaste åren, till synes efter kronförsvagningen.<sup>24</sup>

Även efter 1990-talskrisen när kronan hade fallit rejält köptes billiga svenska storföretag av utländska ägare. Ett exempel var Astra, som just fått ett enormt genombrott med magsårsmedel, och tillverkade så gott som allt i Sverige och var noterat i kronor. Huvudkontoret och makten hamnade i London. Riskerna för mindre och medelstora bolag, som ofta har storbolagen som kunder, har dock inte varit föremål för mycket forskning. Potentiellt är ägarrisken en av de största utmaningarna med en svag eller svängig krona.

### Omvärdera euroanslutning utifrån långsiktiga scenarier

EMU-utredningen har varit referenspunkt för Sveriges eurodebatt. När man läser den i dag framstår det som ytterst märkligt att den nästan 500-sidiga texten i stora stycken saknar resonemang om hur euroländerna, Sverige och omvärlden, kunde tänkas utvecklas och förändras under kommande decennier. Det var alltså en analys av effekter av en svensk anslutning, utifrån det implicita antagandet att världen och Sverige skulle förbli som det var i mitten av 1990-talet. Det är också med det perspektivet som ekonomer har sagt sig ha ändrat åsikt om svensk anslutning, med motiveringen att omständigheterna har ändrats.

Historiens dom är dock tydlig: Valet att avstå från euron eller införa den, måste göras utifrån antagandet att lagda kort ligger under lång tid. Genomförandet av folkomröstningen gjorde det ännu tydligare att även att stå utanför blev ett utanförskap under decennier framåt.

När man försöker att blicka framåt i dag förefaller behovet av EU-utvidgning som den största utmaningen som behöver hanteras. För att klara den är ett starkt ECB helt avgörande. Det i sig ökar också skälen för Sverige att vara med och kunna påverka.

24 Enligt Business Sweden.

Därtill har flera omständigheter förbättrats för svensk del, såsom sysselsättningsgraden och statsskulden. Forskningen är tydligare nu om att Sveriges självständiga penningpolitik har varit kantad av misstag, och i själva verket orsakat de flesta konjunkturella asymmetrier gentemot euroområdet. Om det ändå skulle inträffa en asymmetrisk ekonomisk kris, så visar nyare forskning att den normalt möjliggör tidigare politiskt omöjliga tillväxtreformer, och därför i längden inte nödvändigtvis är skadlig. Euroanslutning har gett tydliga produktivitetsvinster i de länder som anslutit sig.

Det finns en riskprofil förknippad med att euroländernas statsskulder har ökat. Men kriserna har också fått de länder som har höga statsskulder att reformera, så att deras långsiktiga utsikter är betydligt bättre nu än innan finanskrisen. Jämfört med Sverige har de flesta euroländer också mindre skulder i den privata sektorn. Därför är risken för bankkris nu inte obefintlig i Sverige heller. Den gemensamma resolutionsmekanismen är klokt utformad, med goda utsikter att resolutionsfonden inte behöver förlora pengar, även om det skulle bli en bankkris.

I Sverige sker större reformer ofta först när det är kris. En svensk euroanslutning skulle alltså kunna ske i samband med en bankkris. Mer sannolikt är kanske att fortsatta perioder av svängig och svag krona, och opålitlig penningpolitik skulle kunna få Riksdagen att besluta om anslutning. I så fall är en dansk lösning, med bibehållen krona med fast kurs mot euron osannolik, givet Sveriges erfarenheter av hur svårt det kan vara att upprätthålla en fast kurs på egen hand. Sannolikt skulle inte heller euroländerna vara särskilt intresserade av en sådan lösning.

Inget av dessa anslutningsscenarier är optimalt. Det bästa vore därför om Sverige inledde en ordnad anslutning nu, för att just undvika en oordnad 20 minuter över tolv. En sådan svensk anslutningsprocess bör ske stegvis genom en anslutning till ERM, och andra nödvändiga formella steg. Det skulle ändå innebära en flera år lång process för Sverige att gå med. Med dagens utgångspunkt skulle anslutningskursen då ligga på 10,50–11 kronor, men det kan naturligtvis ändras, om Riksbanken fortsätter att föra en mer expansiv penningpolitik än ECB.





### Slutsatser

- Det finns starka skäl för en betydande utvidgning av EU de närmaste tio åren, inte minst för att undvika att länder som står utanför eurosamarbetet hamnar i en rysk intressesfär.
- En stark europeisk centralbank är viktig, ur både europeiskt och svenskt säkerhetsintresse.
- Tidigare utredningar om svensk euroanslutning har både förbisett och underskattat flera aspekter som blivit allt tydligare med tiden, däribland den svenska makropolitikens betydelse för konjunktursvängningar samt hur arbetsmarknaden utvecklas.
- I flera länder har införandet av euron visat sig skynda på nödvändiga reformer.
- Riskerna förenade med de finanspolitiska åtaganden som följer med euron, har överdrivits.

## Referenser

- Andersson, F. och L. Jonung (2023) Varför är den svenska kronan så svag mot euron? *Ekonomisk Debatt* nr. 5, årgång 51, s. 12–23.
- Apel, M. och P. Jansson (2023) Penningpolitik i forskningen och den allmänna debatten. *Ekonomisk Debatt*, nr. 7, årgång 51, s. 65–69.
- Andreou E., A. Pelloni och M. Sensier (2008) Is volatility good for growth? Evidence from the G7, wp.comunita 0041, Department of Communication, University of Teramo.
- Cavallo, A. och E. Cavallo (2010) Are crises good for long-term growth? The role of political institutions, *Journal of Macroeconomics*, Volume 32, Issue 3, 2010, s. 838–857.  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0164070410000200>
- Duval, R. och J. Elmeskov (2005) The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets. OECD Economics Department Working Papers, No. 438, OECD, Paris.
- Draghi, M. (2023) Mario Draghi on the path to fiscal union in the euro zone. *Economist*, 6 september 2023.
- Economist* (2023) Productivity has grown faster in western Europe than in America. <https://www.economist.com/graphic-detail/2023/10/04/productivity-has-grown-faster-in-western-europe-than-in-america>
- 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*. 2020; 43. s.74–2599. <https://doi.org/10.1111/twec.12960>
- Felbermayr, G. och M. Steininger (2019) Revisiting the Euro's trade cost and welfare effects. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, vol. 239, 5–6, 2019, s. 917–956.  
<https://doi.org/10.1515/jbnst-2019-0015>
- Fernández-Aguado, P.G, E. Trigo Martínez, R. Moreno Ruíz, A. Partal Ureña (2022) Evaluation of European Deposit Insurance Scheme funding based on risk analysis. *International Review of Economics and Finance*, 78, mars 2022, s. 234–247.
- Gunnella, V., L. Lebastard, P. Lopez-Garcia, R. Serafini och A. Zona Mattioli (2021) The impact of the euro on trade: two decades into monetary union. *ECB Occasional Paper* nr. 283, oktober 2021.
- Hansson, J. (2023) Vilket mål för penningpolitiken förordar Andersson och Jonung? *Ekonomisk Debatt*, nr. 7, årgång 51, s. 70–72.
- Hassler, J., P. Krusell och A. Seim (2023) Utvärdering av penningpolitiken 2022, Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5, Stockholm.
- Hassler, J. och A. Lindbeck (1996) Fel argument mot EMU. *Dagens Nyheter Debatt*, 1996-11-27.
- Kose M.A., E.S. Prasad och M.E. Terrones (2005) Growth and Volatility in an Era of Globalization, *IMF Staff Papers*, 52, Special Issue, s. 31–63.
- Nordström, H. S. och H. Flam (2018) Production Integration in the European Union. Robert Schuman Centre for Advanced Studies Research Paper RSCAS 2018/23, <https://ssrn.com/abstract=3195745> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3195745>
- Olsson, B. (2019) Sverige med euron – rikare eller fattigare? En empirisk analys av ett svenskt euroinförandes effekt på ekonomin. *Ekonomisk Debatt* nr. 7, årgång 47, s. 29–39.
- Pitlik, H. och S. Wirth (2003) Do crises promote the extent of economic liberalization? An empirical test. *European Journal of Political Economy* 19.3, s. 565–581.
- Pitlik, H. (2008) The Impact of Growth Performance and Political Regime Type on Economic Policy Liberalization, 6.2, s. 258–278.
- SOU (1996) Calmforsrapporten. SOU 1996:158.
- SOU (2019) Sverige och bankunionen, SOU 2019:52.
- Suhonen, D. och M. Jerneck (2023) Att införa euron skulle bakbinda Sverige i en kris. *DN Debatt* 23-09-15. <https://www.dn.se/debatt/att-införa-euron-skulle-bakbinda-sverige-i-en-kris/>
- Wissén, P. (2019) Den svenska finanssektorn i bankunionen. Underlagsrapport till Utredningen om ett eventuellt svenskt deltagande i bankunionen.
- Wyplosz, C. (2023) The euro is fragile; that's OK. *European Policy analysis* June 2022:13epa, SIEPS, Stockholm.
- Zhuang, H., M.G. Wang, I. Ersoy och M. Eren (2023) Does joining the European monetary union improve labor productivity? A synthetic control approach, *Journal of Productivity Analysis*, Springer, vol. 59(3), s. 287–306.

