



LUND UNIVERSITY

Kommer Sverige att få betala för euroländernas höga offentliga skuldsättning vid ett euromedlemskap?

Andersson, Fredrik N G; Jonung, Lars

Published in:
Dags för euron?

2025

Document Version:
Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Andersson, F. N. G., & Jonung, L. (2025). Kommer Sverige att få betala för euroländernas höga offentliga skuldsättning vid ett euromedlemskap? I *Dags för euron?* (s. 295-330). Stiftelsen Fritt Näringsliv.
<https://frittnaringsliv.se/dags-for-euron/>

Total number of authors:
2

General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00

Kommer Sverige att få betala för euroländernas höga offentliga skuldsättning vid ett euromedlemskap?

Fredrik N G Andersson och Lars Jonung

1 Inledning

Svaga offentliga finanser har varit ett bestående problem i euroområdet från starten 1999. Redan första året överskred den offentliga skuldsättningen det 60-procentiga gränsvärdet som anges i Maastrichtfördraget som en övre gräns för skuldsättningen i relation till BNP. Sedan dess har finanserna försämrats ytterligare och skuldkvoten har stigit med 20 procentenheter.¹ 2024 uppgick den till knappt 90 procent att jämföras med Sveriges skuldnivå på dryga 30 procent. Av dagens 20 euroländer har över hälften en skuld på mer än 60 procent. I fem av dessa är skuldkvoten över 100 procent.

Hög offentlig skuldsättning är förenad med betydande risker. Euroområdet har redan genomgått en större skuldkris 2010–15 då valutasamarbetet höll på att haverera. Detta var ingen unik händelse. I histo-

1 Siffran gäller för de ursprungliga tolv euroländerna. Av dessa införde elva länder euron i digital form 1999. Grekland tillkom som medlem 2001 och deltog vid införandet av de gemensamma sedlarna och mynten 2002.

rien finns flera exempel där bristande finanspolitisk disciplin har skapat djupa ekonomiska och politiska kriser.² Å andra sidan finns även exempel på länder som haft en betydligt högre skuldsättning än euroområdet och lyckats upprätthålla en väl fungerande ekonomi. Vidare har euroländerna sedan skuldkrisen aktivt arbetat med att ta fram nya verktyg för att motverka framtida skuldkriser (Andersson och Jonung 2023).

Stora budgetunderskott och redan hög offentlig skuldsättning i många euroländer i kombination med det akuta behovet av att stärka den militära kapaciteten (Europeiska kommissionen 2025) och de ambitiösa hållbarhetsmålen i den gröna given (Europeiska kommissionen 2024) väcker frågan: Kommer Sverige att få betala för euroländernas höga offentliga skuldsättning vid ett euromedlemskap? Eller är de reformer av det finanspolitiska ramverket som genomförts sedan eurokrisen tillräckligt effektiva för att motverka framtida kriser och se till att länder med välskötta offentliga finanser inte behöver betala för länder med en hög skuldsättningsgrad.

Syftet med detta kapitel är att besvara dessa frågor. Vi inleder därför med en genomgång av utvecklingen av de offentliga finanserna i euroområdet sedan euron etablerades 1999. Därefter granskas det finanspolitiska ramverket i euroområdet, trenden mot en gemensam finanspolitik inom EU samt de penningpolitiska krisåtgärderna som ECB använt. Med denna bakgrund riktar vi blicken mot framtiden för att diskutera om den politiska viljan är tillräcklig för att undvika en ny skuldkris. Här granskar vi hur faktorer som den växande populismen, investeringsbehoven inom försvar och klimat samt den åldrande befolkningen i Europa kommer att påverka den finanspolitiska disciplinen. Till sist ger vi vårt svar på frågan om de risker den offentliga skuldsättningen för med sig och hur en framtida eurokris och/eller *bail-outs* av högt skuldsatta länder (antingen direkt genom finansiella stöd eller indirekt genom kapitalförluster för ECB) kan tänkas påverka Sverige. Vi skiljer här mellan två scenarier: Sveriges som medlem i euroområdet och Sverige som ett land med en egen valuta och växelkurs.

2 Se Bordo och Jonung (2003) samt Jonung (2011).

2 De offentliga finanserna i euroområdet 1999–2023

2.1 Maastrichtfördraget och Stabilitets- och tillväxtpakten

Inom euroområdet ligger ansvaret för finans- och penningpolitiken på två skilda politiska nivåer. Finanspolitiken är en nationell kompetens där varje medlemsland utformar politiken inom de gemensamma ramar som euroländerna satt upp för finanspolitiken. Penningpolitiken däremot är gemensam och styrs av den politiskt oberoende Europeiska centralbanken (ECB) utifrån vad som är bäst för euroområdet som helhet. ECB får inte ta nationella hänsyn utan ska se till valutaunionens bästa. I praktiken betyder detta att stora ekonomier får ett större inflytande på den gemensamma penningpolitiken än små ekonomier.

Denna uppdelning på olika nivåer skapar en incitamentsstruktur som tenderar att driva på den offentliga skuldsättningen. I ett land med en nationell valuta disciplineras finanspolitiken av de finansiella marknaderna. En expansiv finanspolitik leder till stigande räntor, högre inflation och depreciering/devalvering av den nationella valutan. Innan euron infördes, präglades Europa av återkommande valutakriser när länder med svaga offentliga finanser och hög inflation tvingades att skriva ner värdet av sina valutor gentemot starkare valutor, som regel den tyska D-marken.

När ett land går in i en valutaunion, som euroområdet, urholkas detta signalsystem. Det finns inte längre någon nationell växelkurs som betygsätter den inhemska finanspolitiken. Finansmarknaderna kan dock fortfarande bedöma politiken genom räntesättningen på statsobligationer. Under eurons första år försvagades dock även denna signal och de långa räntorna konvergerade till mer eller mindre samma nivå oavsett den offentliga skuldnivån. Efter skuldskrisen har räntorna åter divergerat.

Eftersom svaga offentliga finanser i ett medlemsland kan skapa ekonomiska problem för hela valutaunionen, uppstår en förväntan att högt skuldsatta länder vid behov ska få en *bail-out* av den gemensamma centralbanken eller av övriga medlemsländer. Den finanspolitiska dis-

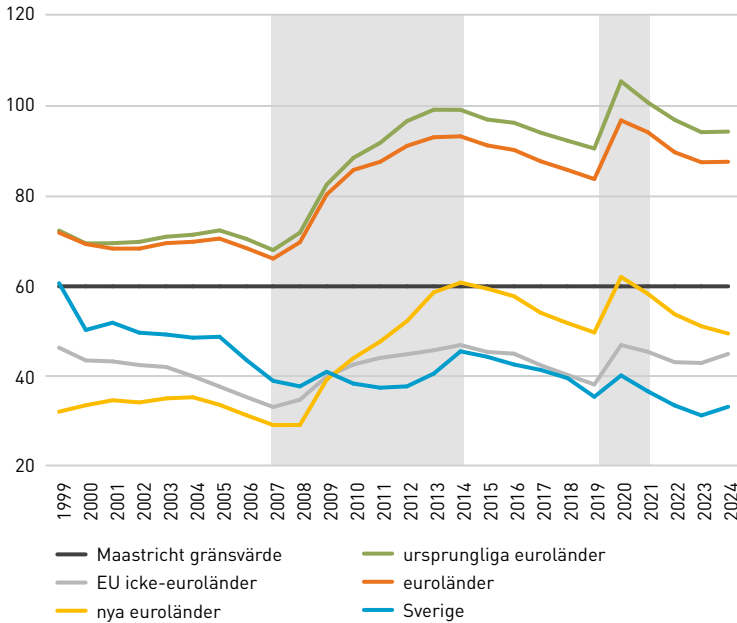
ciplin urholkas när ett enskilt medlemsland lättare kan bedriva en alltför expansiv finanspolitik utan att direkt och omedelbart bestraffas av finansmarknaderna med en fallande växelkurs. Med andra ord gör en valutaunion det möjligt för en enskild medlem att vara en fripassagerare, vilket driver upp skuldsättningen.

Denna risk var en av anledningarna till att den tyska regeringen under det tidiga 1990-talet – när valutaunionen utformades – drev igenom gemensamma regler om begränsningar av den offentliga skulden och det offentliga budgetunderskottet. Detta resulterade i Maastrichtfördragets gränsvärden för den offentliga skulden på 60 procent och för budgetunderskottet på 3 procent i relation till BNP. Stabilitets- och tillväxtpakten (STP) från 1997 gick ett steg längre med förtydligandet att det inte var fråga om riktvärden utan om övre gränser som medlemsländerna ska ligga under. När samhällsekonomin är i balans bör de offentliga finanserna också vara i balans eller till och med uppvisa ett litet överskott. STP stipulerade även att länder som bröt mot reglerna kunde bötfällas. Det finns dock exceptionella händelser då länder får avvika från Maastrichtreglerna, till exempel vid en större ekonomisk kris eller en pandemi. Finanspolitiken ska dock stramas åt så fort krisen är över.

2.2 Utvecklingen av de offentliga finanserna 1999–2023

Trots tydligt definierade gränsvärden översteg den sammanlagda skuldkvoten i euroområdet 60 procent redan vid starten 1999 (se figur 1). I Belgien och Italien var skulden över 100 procent av BNP. Trots detta fick länderna lov att gå med i valutasamarbetet. Grekland, som också hade en för hög skuldkvot fick däremot stå utanför tills 2001, lagom till införandet av fysiska sedlar och mynt 1 januari 2002.

Figur 1 Offentlig skuldsättning inom EU, 1999–2024, procent av BNP

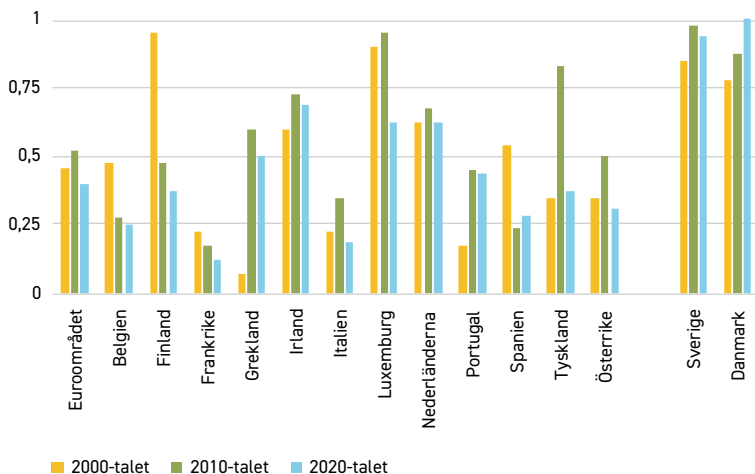


Anm.: Skuldkvoten för euroländerna samt de ursprungliga euroländerna beräknas som ett vägt genomsnitt, där varje lands vikt motsvarar dess andel av total BNP. För nya euroländer och icke-euroländer används i stället ett enkelt (ovägt) genomsnitt, då officiella vikter saknas för delar av perioden.

Källa: Eurostat.

Det finns tre huvudsakliga förklaringar till att skuldkvoten ökat efter eurons introduktion. Den första orsaken är att medlemsländerna helt enkelt inte följt reglerna. Detta framgår av figur 2, som illustrerar följsamheten hos de ursprungliga euromedlemmarna under tre perioder: 2000-talet, 2010-talet samt åren 2020–2023. Figur 2 återger ett index där värdet 1 betyder fullständig följsamhet och värdet 0 att landet bryter mot samtliga gemensamma finanspolitiska regler. Som framgår av figuren är skillnaden mellan länderna betydande. Belgien, Frankrike, och Italien uppvisar särskilt låg följsamhet.

Figur 2 Den faktiska följsamheten till reglerna i Stabilitets- och tillväxtpakten för de ursprungliga euroländerna samt Danmark och Sverige, 2000–23



Anm.: 1 = full efterlevnad, 0 = bryter mot samtliga finanspolitiska regler.

Källa: European Fiscal Board samt Larch med flera (2023).

Som en jämförelse omfattar figur 2 även Danmark och Sverige, som står utanför euroområdet. De har rekordhög följsamhet till STP. Detta kan jämföras med ett annat nordiskt land, eurolandet Finland, där följsamheten gått från hög under 2000-talet till låg därefter. EU-länder som inte deltar i eurosamarbetet har i regel en lägre offentlig skuldsättning än euroländerna (se figur 1). I den förra gruppen finns ingen tydlig trend uppåt i skuldsättningen. Om detta beror på att finansmarknadernas signaler och disciplinering fungerar mer effektivt kan vi enbart spekulera om. Det är dock tydligt att ett medlemskap i eurosamarbetet inte verkar öka regelefterlevnaden. Motsatsen tycks snarare gälla.

Den andra förklaringen till den stigande skuldkvoten är de starka ekonomiska störningar som inträffade under 2000-talet: den globala finanskrisen 2008–09 och den efterföljande skuldkrisen 2010–15 samt pandemin 2020–22, markerade som grå fält i figur 1. Skuldkvotens utveckling belyser en form av *ratchet*-effekt. Varje kris har bidragit till en skulduppgång. Efter krisen har skuldkvoten pressats ner något,

men inte till nivån före krisen och långt ifrån gränsvärdet på 60 procent. Kriserna är dock en ofullständig förklaring till de stigande skulderna. Såväl finanskrisen som pandemin var globala kriser som slog mot både euro- och icke-euroländer. I de flesta länder utanför valutaunionen har skuldkvoten förblivit trendmässigt stabil med enbart tillfälliga fluktuationer i samband med kriserna. I dessa länder har finanspolitiken fungerat som det var tänkt, det vill säga som en kortsiktig stabilisator av den ekonomiska aktiviteten.

Den tredje förklaringen till stigande skuldkvoter är svag ekonomisk tillväxt. Länder med en hög skuldsättning har haft relativt låg tillväxt. Enligt data från OECD (2024) var den totala tillväxten i BNP per capita mellan 1999 och 2023 enbart 23 procent i de ursprungliga euroländerna. I Italien var tillväxten nästan obefintlig, låga 9 procent. Denna siffra kan jämföras med en tillväxt på 36 procent i Sverige och 38 procent i USA under samma period.

Låg tillväxt påverkar skuldsättningen på flera sätt. Skatteintäkterna blir lägre och utgifter för arbetslöshet och andra sociala utgifter tenderar att stiga. Svag tillväxt betyder även att det inte går att "växa" ut ur en hög skuldkvot. Sedan 1999 har skuldkvoten i Sverige halverats i relation till BNP samtidigt som skulden har ökat räknat i kronor och ören. Utan ekonomisk tillväxt hade Sverige haft en mycket högre skuldkvot än idag.

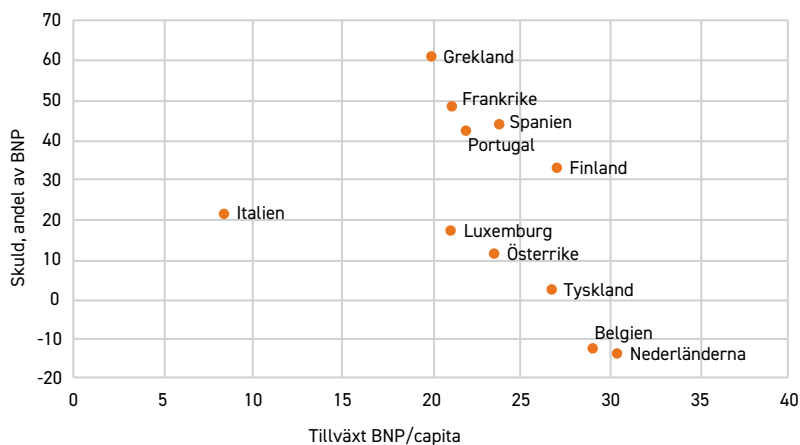
Hur tillväxten påverkar skuldkvoten illustreras i figur 3 för de ursprungliga euroländerna. Som framgår av figuren har länder med en högre tillväxt haft en lägre skulduppbyggnad och vice versa. Italien skiljer sig från mönstret genom en något lägre skuldökning än väntat baserat på dess låga tillväxt. Den redan höga statsskulden vid införandet av euron 1999 har i praktiken begränsat Italiens möjligheter till ytterligare skuldsättning.

Figur 3 visar på två grupper av euroländer: en där skulduppbyggnaden varit särskilt stor och en där skulduppbyggnaden varit mer begränsad eller där skulderna till och med minskat. I den förstnämnda gruppen ingår länder som drabbades relativt hårt av 2000-talets ekonomiska kriser, bland annat Grekland, Portugal och Spanien. Här återfinns även Finland som har genomgått en djup strukturomvandling sedan finanskrisen 2008–09. En central orsak var nedgången för Nokia, vars kris

fick breda negativa effekter på produktivitet och tillväxt i den finländska ekonomin genom spridningseffekter i leverantörsledet (OECD 2023). I den andra gruppen ingår länder där kriseffekten varit mer begränsad, till exempel Belgien, Nederländerna, Tyskland och Österrike.

Tillsammans belyser dessa två grupper den ökade betydelse finanspolitiken får vid djupare kriser, i synnerhet när nationell penningpolitik inte längre står till förfogande för att stabilisera ekonomin. I ett sådant läge är det värdefullt med ett finanspolitiskt handlingsutrymme som möjliggör en aktiv finanspolitik. I praktiken betyder det att den offentliga skulden före krisen måste ligga långt under Maastrichtfördragets gränsvärde på 60 procent. Skulle skuldnivån ligga nära 60 procent före krisen, finns en hög sannolikhet att skulden efter krisen tydligt överstiger gränsvärdet. Detta tvingar landet att snabbt slå om till en stram finanspolitik för att stabilisera de offentliga finanserna, vilket kan hämma den ekonomiska återhämtningen. Utvecklingen visar även att länder kan drabbas olika hårt vid globala kriser. Ett land kan behöva en mer expansiv stabiliseringspolitik än vad valutaunionen som helhet kräver.

Figur 3 Tillväxt och offentlig skuld i de ursprungliga euroländerna, 1999–2023, procent



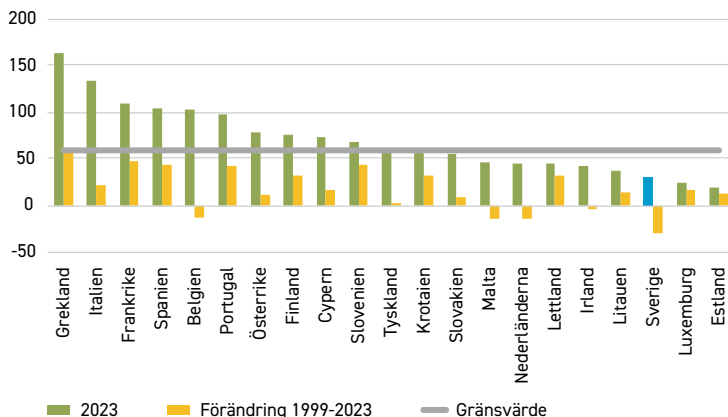
Källor: Eurostat (skuld) och OECD (tillväxt).

Så här långt har vi fokuserat på de generella trenderna. Låt oss nu studera de enskilda euroländernas offentliga skulder. Dessa återges i figur 4 tillsammans med den svenska skulden som en jämförelse. Det finns stora skillnader inom valutaunionen. Euroländerna i västra och södra Europa har haft särskilt svårt att stabilisera sin skuldsättning. I enbart fyra länder har skuldkvoten minskat sedan 1999: Belgien, Irland, Malta och Nederländerna. Även om nytillkomna euroländer i Central- och Östeuropa tenderat att ha en lägre skuldkvot, uppvisar även dessa en relativt omfattande skulduppbyggnad efter 1999, främst i samband med den globala finanskrisen 2008–09.

I högt skuldsatta euroländer blir räntekostnaden omfattande. I Italien och Grekland, länderna med högst skuldkvot, översteg denna utgift 3 procent av BNP 2023 att jämföras med den svenska räntekostnaden på 0,7 procent av BNP. Räntekostnaden sjönk under åren då ECB köpte statsobligationer (se avsnitt 5), men har sedan dess åter stigit. Den offentliga sektorn måste således ha relativt stora primära budgetöverskott för att finansiera räntekostnaden, vilket är en politisk utmaning.³ I många länder är skulderna idag redan så höga att det är svårt att ytterligare öka belåningen. Detta har bidragit till en utveckling där EU-kommissionen tar upp gemensamma lån som sedan lånas vidare till högt skuldsatta medlemsländer. På så sätt kan de låna till en lägre ränta än vad som annars hade varit möjligt. Övriga EU-länder agerar som borgenärer för lånen. Vi återkommer till detta i avsnitt 6.

3 Det primära underskottet är skillnaden mellan statens intäkter och utgifter exklusive räntebetalningar och kapitalinkomster.

Figur 4 Offentlig skuldsättning 2023 samt förändring 1999–2023, procent av BNP



Källa: Eurostat.

3 Det finanspolitiska ramverket i euroområdet – ett ramverk i förändring

Maastrichtfördragets gränsvärden och hotet om sanktioner mot länder som bryter mot de finanspolitiska reglerna har inte varit tillräckliga för att motverka skulduppbyggnaden. Olika reformer har därför genomförts för att stärka ramverket och förbättra efterlevnaden. Tabell 1 sammanfattar de viktigaste reformerna från Maastrichtfördraget 1993 till de senaste reformerna 2024.

Ramverkets förändring kan ses som en pendelrörelse mellan hårdare och mjukare regler, driven av en inbyggd politisk konflikt mellan valutaunionens intresse av stabila offentliga finanser och medlemsstaternas önskan att kunna bedriva en mer expansiv finanspolitik. Ibland har pendeln slagit över till förmån för unionens disciplin, ibland till förmån för det nationella handlingsutrymmet. En stabil balans mellan dessa motstridiga intressen har ännu inte uppnåtts.

Tabell 1 Utvecklingen av de finanspolitiska reglerna inom EU, 1993–2024

Reform	Sammanfattning
1993 Maastrichtfördraget – gränsvärden införs.	Fördraget bestämmer gränsvärdet för den offentliga skulden mätt som andel av BNP (60 procent) och det offentliga budgetunderskottet mätt som andel av BNP (3 procent). Dessa gränsvärden gäller fortfarande.
1997 Stabilitets och tillväxtpakten (STP) – förtydliganden och övervakning.	Förtydligade att gränsvärdena utgör en övre gräns med målet att uppnå balans eller överskott i de offentliga finanserna på medellång sikt. Nya regler för samordning, övervakning och sanktioner vid regelbrott. Nationella stabilitetsprogram införs för att underlätta övervakningen av finanspolitiken och stärka samordningen mellan euroländerna.
2005 Lättnader av budgetreglerna och medelfristiga budgetplaner.	En aktiv konjunkturpolitik underlättas med att kravet på balans ersätts med landspecifika medelfristiga budgetmål som tar hänsyn till strukturella faktorer. Nya regler för hur snabbt länder med för stora underskott måste konsolidera sina finanser.
2011 Sexpaket – stärkt övervakning.	Förbättrad samordning och övervakning av finanspolitiken genom den europeiska terminen. Lättare att införa sanktioner mot länder som bryter mot reglerna. Tydligare regler för hur snabbt de offentliga finanserna måste konsolideras. Nytt riktmärke som begränsar tillväxten i de offentliga utgifterna till potentiell BNP tillväxt.
2012 Fördraget om stabilitet, samordning och styrning (<i>European Fiscal Compact</i>) – stärkt legal grund för reformerna av de finanspolitiska reglerna.	Ett nytt mellanstatligt avtal stärker den legala grunden för STP-reformen, med alla medlemsländer utom Storbritannien och Tjeckien som deltagare. Sverige, som står utanför euron, är inte förpliktigat att följa alla delar, inklusive att skriva in reglerna i grundlagen. Euroländer måste ha en lagstadgad mekanism som korregerar finanspolitiken vid brott mot de medelfristiga budgetmålen.
2013 Tvåpaket – stärkt övervakning och förbättrad koordination.	EU-kommissionen roll stärks. Varje land måste årligen i oktober skicka in en budgetplan för granskning och godkännande, för att säkerställa efterlevnad av STP:s regler.
2024 Reformerad STP – nationella finans- och strukturpolitiska planer.	Medelfristiga finans- och strukturpolitiska planer lanseras. Planerna ska underlätta strukturreformer samtidigt som de offentliga finanserna konsolideras. Nytt mål för de nominella offentliga nettoutgifterna införs. Stokastisk skuldanalys ges en central roll för hur snabbt de offentliga finanserna måste konsolideras.

Under årens lopp har kritik mot de finanspolitiska reglerna framförts. Den kan sammanfattas i följande punkter:

- (i) Det finanspolitiska ramverket har inte uppfyllt sitt mål att begränsa den offentliga skuldsättningen till 60 procent av BNP. Kritiker av regelverket betonar bland annat att reglerna lett till en procyklisk, snarare än kontracyklisk, finanspolitik och därmed bidragit till makroekonomisk instabilitet.⁴
- (ii) Reglerna har varit för rigida och förhindrat att finanspolitiken stöttat ekonomin under perioder av strukturella tillväxtreformer och/eller stora ekonomiska kriser.
- (iii) Reglerna har varit baserade på svårsmätta variabler, såsom potentiell BNP och strukturellt budgetunderskott,⁵ vilket gjort det besvärligt att i realtid utforma och övervaka finanspolitiken.
- (iv) Ramverket har i praktiken stoppat ekonomiska sanktioner mot länder som brutit mot reglerna.
- (v) Ramverket har förhindrat hänsyn till nationella politiska och ekonomiska förhållanden samt saknat förankring i den nationella politiska debatten.
- (vi) Ramverket har inte vilat på fullgod statistik i realtid över finanspolitiken hos enskilda medlemsländer.

De senaste reformerna av ramverket från 2024 utgör delvis ett svar på denna kritik genom att öka flexibiliteten så att medlemsländer lättare kan använda finanspolitiken under lågkonjunktur, samtidigt som det ska vara enklare att övervaka och utvärdera finanspolitiken samt utkräva sanktioner mot länder som systematiskt bryter mot ramverket. De viktigaste förändringarna är de följande:

- (i) Mål för det strukturella budgetunderskottet avskaffas eftersom det är svårt att i realtid mäta potentiell BNP.

4 Se till exempel Fischer med flera (2008), Larch med flera (2010), Wyplosz (2022), Blanchard med flera (2021), Calmfors (2023) och Menguy (2024).

5 Potentiell BNP avser den långsiktiga nivån på produktionen i ekonomin vid full resursanvändning utan inflationstryck. Det strukturella budgetunderskottet är det offentliga underskottet justerat för konjunkteffekter och engångsposter

- (ii) Ett nytt budgetmål för de nominella offentliga nettoutgifterna införs.⁶ I nettoutgifterna ingår *inte* utgifter för räntor på den offentliga skulden, naturkatastrofer, pandemier med mera.
- (iii) De tidigare stabilitetsprogrammen ersätts av medelfristiga finans- och strukturpolitiska planer (*national medium-term fiscal-structural plans*). Nettoutgiftsbanan fastställs i planen så att både centrala strukturreformer och investeringar kan genomföras och den offentliga skulden minskar om den överstiger 60 procent av BNP. Planerna löper över 4–7 år. Länder med större reformbehov kan få en längre anpassningsperiod.
- (iv) Nettoutgiftsbanan beräknas genom en så kallad stokastisk skuldanalys (*stochastic debt analysis*, DSA) där utgiftsbanan med 70 procents sannolikhet ska få skulden att röra sig mot gränsvärdet på 60 procent av BNP om skulden är för hög.
- (v) Syftet med DSA är att förankra utgiftsbanorna i respektive lands ekonomiska kontext i stället för att förlita sig på mer strikta regler som fallet var med tidigare reformer. Länder med för stort offentligt budgetunderskott eller för hög offentlig skuld måste ändå reducera dessa enligt vissa minimikrav. Länder med en skuld över 90 procent måste minska denna med minst en procentenhet per år och länder mellan 90 och 60 procent med minst 0,5 procentenheter per år. Länder med ett strukturellt underskott på mer än 1,5 procent måste reducera underskottet med minst 0,4 procentenheter per år under en fyraårsperiod eller med 0,2 procentenheter under en sjuårsperiod. Även om reglerna flyttar fokus till den nominella nettoutgiftsbanan, spelar således det strukturella underskottet fortfarande en roll.
- (vi) Länder kan initiera en process där finans- och strukturpolitiska planerna förhandlas om vid behov.
- (vii) Storleken på de ekonomiska sanktionerna som Kommissionen kan föreslå för länder som bryter mot reglerna reduceras för att öka sannolikheten att sanktionerna inte stoppas.

6 Nettoutgifterna utgörs av offentliga utgifter (exklusive räntebetalningar, EU-finansierade utgifter och cykliska arbetslöshetsrelaterade utgifter) minus diskretionära intäkter.

Förhoppningen är att DSA ska förankra finanspolitiken i behovet av nationella reformer och investeringar och därigenom öka sannolikheten att de enskilda euroländerna följer reglerna. Skiftet från fokus på det strukturella budgetunderskottet till nominella utgiftsbanor ska göra det lättare att planera och i realtid övervaka den årliga utformningen av finanspolitiken. Potentiell BNP, en variabel som är svår att mäta och som därför ofta blivit föremål för politisk diskussion och förhandling, spelar en mindre central roll både i den nationella budgetprocessen och i kommissionens uppföljning av de offentliga finanserna. Samtidigt omfattar inte utgiftsbanorna alla utgifter, vilket kan försvåra en budgetkonsolidering.

Det är för tidigt att avgöra hur 2024 års reformer kommer att påverka finanspolitikens inriktning i framtiden. Det finns dock anledning att vara skeptisk. För de högst skuldsatta länderna innebär de framtagna nettoutgiftsbanorna en realekonomisk åtstramning som kommer att vara svår att genomföra. Till exempel måste länder som Frankrike och Italien begränsa tillväxten i nettoutgifterna till cirka 1,5 procent per år fram till 2031. Detta motsvarar en real åtstramning. Som en jämförelse tillåts nettoutgifterna i Danmark och Sverige, med lägre skuldkvoter, att växa med 4 procent per år. Att det skulle vara möjligt att under sju år genomföra en real åtstramning förefaller knappast realistiskt i dagens politiska situation, något vi diskuterar närmare i avsnitt 6. Finanspolitiska regler måste vara möjliga att följa för att kunna vara verkningsfulla.

2024 års reformer kan ses som av mer teknisk natur än reformer som bidrar till högre efterlevnad. Kritiken mot reformerna pekar bland annat på att DSA bygger på osäkra ekonomiska antaganden som kan leda till antingen en alltför expansiv eller kontraktiv finanspolitik (Pench 2024, Darvas med flera 2024, Wyplosz 2022). Minimireglerna i punkt (v) för hur snabbt skulden och/eller budgetunderskottet måste minska leder till att flera länder blir tvungna att strama åt de offentliga finanserna signifikant de kommande åren, eftersom deras offentliga skulder ligger långt över det tillåtna gränsvärdet på 60 procent. Detta kan antas motverka fokus på tillväxtreformer och nödvändiga offentliga investeringar (Menguy 2024). Sannolikheten för att länder ska följa de nya reglerna

när det innebär en kraftig åtstramning är relativt låg.⁷ Samtidigt är åtstramningar nödvändiga för att värna den långsiktiga stabiliteten i flera länders offentliga finanser.

En tolkning av den finanspolitiska utvecklingen i euroområdet är att de finanspolitiska reglerna har varit verkningsslösa. Vissa forskare, till exempel Hughes Hallet och Hougaard Jensen (2012) samt Beyala och Owoundi (2025), finner stöd för denna tolkning. Annan forskning tyder på att finanspolitiska regler bidragit till ett bättre finanspolitiskt utfall (Jonung och Larch 2006, Bergman med flera 2016, Calmfors 2023, Caselli och Wingender 2021, Brändle och Elsener 2024 och Potrafke 2025). Någon entydig och klar slutsats finns ännu inte i den livliga forskningen på området. Snarare ser det ut som att den ekonomiska och politiska situationen avgör huruvida regeringar väljer att följa ramverkets regler eller inte.

EU:s finanspolitiska regler har bidragit till en debatt och ett tryck på länder med svaga offentliga finanser att åtminstone inte ytterligare öka belåningen. Regelverket har spelat, och spelar fortsatt, en viktig roll i att motverka en ännu snabbare försämring av de offentliga finanserna. Samtidigt har inte Stabilitets- och tillväxtpakten (STP) levt upp till sina ursprungliga ambitioner. Det är tveksamt om 2024 års reformer kommer att ändra på detta.

4 Krisverktyg och steg mot en gemensam finanspolitik

Risken för att Sverige behöver betala för andra länders skulder bygger inte enbart på tillståndet i de nationella offentliga finanserna. Den är också kopplad till vilka åtaganden Sverige gör – både som EU-medlem och, i ett hypotetiskt scenario, som medlem i euroområdet – rörande stödet till skuldsatta länder om dessa skulle hamna i ett akut krisläge. Denna fråga har blivit relevant i takt med att EU:s krishantering har förändrats och steg tagits mot en gemensam finanspolitik.

7 I både Frankrike och Tyskland har budgeten och behovet av finanspolitisk åtstramning bidragit till regeringskriser.

Efter skuldkrisen 2010–15 har en rad finans- och penningpolitiska krisverktyg införts, där euroländer genom olika typer av ekonomiska stöd till krisdrabbade länder ska förhindra att en framtida kris sprids till andra länder, såsom var fallet under skuldkrisen 2010–15. Dessa instrument är knutna till euroområdet och omfattar inte direkt länder utanför valutaunionen som Sverige. Som ett komplement till dessa omedelbara krisverktyg har det även tillkommit vad som kan karakteriseras som ett embryo till en gemensam finanspolitik med finanspolitiska transfereringar mellan europeiska länder. Dessa omfattar alla EU-länder och är inte direkt kopplade till ett euromedlemskap.

För att bedöma risken för att Sverige i framtiden kan behöva bidra till att täcka kostnader för överskuldssatta länder måste vi därför granska såväl krisverktygen som utvecklingen mot en mer integrerad finanspolitik.

Egentligen borde frågan kring *bail-outs* vara en icke-fråga. EU-fördraget innehåller nämligen en så kallad icke-undsättningsklausul, som fastslår att varken EU som helhet eller enskilda medlemsländer får ta ansvar för ett annat lands skulder.⁸ Denna bestämmelse ger en juridisk grund för Sverige att avstå från att delta i finanspolitiska stödåtgärder. I praktiken har dock utformningen av euroområdets krisverktyg och EU:s begynnande finanspolitik gjort det möjligt att kringgå denna regel (se nedan).⁹

4.1 Finanspolitiska krisverktyg i euroområdet

I samband med skuldkrisen etablerades Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF) och Europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen (EFSM) med syftet att ge temporärt finansiellt stöd till länder som inte längre kunde finansiera sig på kapitalmarknaden. Dessa krisverktyg var enbart tänkta som tillfälliga instrument för att motverka den då pågående krisen. En permanent fond upprättades 2012 genom den Europeiska stabilitetsmekanismen (*European Stability Mechanism*, ESM) med säte i Luxemburg. Här är det viktigt

8 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:12008E125>.

9 https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-QZ-569462_EN.pdf?redirect=.

att notera att ESM är ett mellanstatligt avtal mellan euroländerna och ligger utanför EU-samarbetet.

Vid en statsfinansiell kris då ett euroland inte längre kan finansiera sig på kapitalmarknaderna till hållbara räntor kan ESM bevilja lån till det krisdrabbade landet. Eftersom fonden ger lån, och inte direkta bidrag, anses den inte bryta mot icke-undsättningsklausulen – lånen ska återbetalas. ESM-lånen innebär dock en risk för övriga medlemsländer. Eftersom de tar på sig rollen som borgenärer, kan de tvingas täcka förluster om det krisdrabbade landet inte kan eller vägrar att återbeta sina skulder.

Lån beviljas enbart under strikta villkor. För att få tillgång till lån måste landet underteckna ett makroekonomiskt anpassningsprogram, som utformas i samarbete med EU-kommissionen, Europeiska centralbanken (ECB) och i vissa fall Internationella valutafonden (IMF). Programmet innebär att landet åtar sig att genomföra strukturella reformer och budgetkonsolidering för att återställa ekonomisk stabilitet och långsiktig hållbara offentliga finanser.

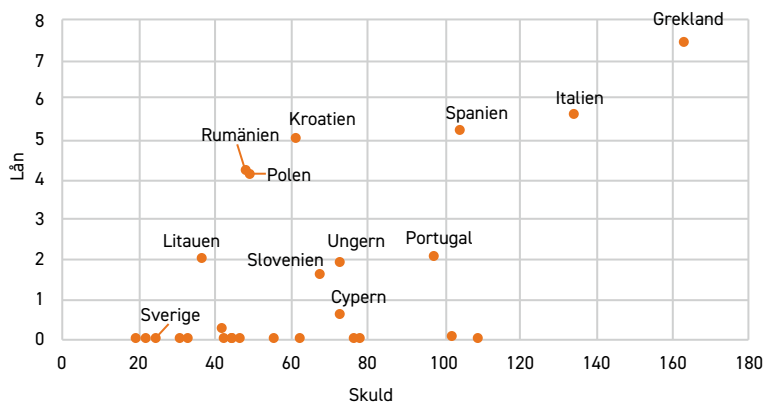
ESM har en utlåningskapacitet på upp till 500 miljarder euro, vilken garanteras av ett kombinerat system av inbetalt kapital och kapital som kan krävas från medlemsländerna vid behov. Finansieringen sker huvudsakligen genom emission av obligationer och skuldförbindelser på de internationella finansmarknaderna, där ESM utnyttjar sin höga kreditvärdighet för att låna till gynnsamma villkor. Hur mycket varje medlemsland bidrar till fonden beror på storleken på befolkningen och landets ekonomi. Länder som Belgien och Österrike, med en liknande storlek som Sverige, står för mellan 2,5 och 3 procent av kapitalet.

Modellen med vidareutlåning till medlemsländer har utgjort en förebild för senare tillkomna finanspolitiska instrument i EU. Under pandemin upptog EU gemensamma lån genom *Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE, samt återhämtningsprogrammet, *NextGeneration EU*, NGEU (se avsnitt 4.2). SURE, som etablerades i maj 2020, var en tillfällig lånefacilitet med en total volym på upp till 100 miljarder euro, utformad för att stödja medlemsstaternas utgifter för korttidsarbete, lönebidrag och stöd till egenföretagare. Europeiska kommissionen emitterade obligationer och vidarebefordrade lånen till medlemsstaterna. Finansieringen backades upp av garantier från med-

lemsstaterna på sammanlagt 25 miljarder euro, vilket gjorde det möjligt för EU att låna till förmånliga villkor och vidareutlåna dessa medel till länder med pressade statsfinanser. Till skillnad från stödlån från exempelvis ESM var SURE-lånen inte kopplade till krav på strukturella reformer.

Alla länder har inte tagit del av lånen. Främst är det högt skuldsatta syd-, central- och östeuropeiska länder som lånat från SURE och NGEU (se figur 5). Detta är länder för vilka kapitalmarknaderna kräver en relativt hög ränta. Länder som på egen hand kan låna till förmånliga räntor, såsom Sverige, har inte tagit del av lånefaciliteten. I relation till storleken på den nationella ekonomin har Grekland lånat mest, cirka 7 procent av BNP, följt av Italien, Kroatien och Spanien på omkring 5 procent av BNP.

Figur 5 Lån från SURE och NGEU samt offentlig skuldsättning, 2023, procent av BNP



Källa: Eurostat och Europeiska kommissionen.

Konstruktionen med vidareutlåning har vunnit allt större gehör inom EU. Kommissionens föreslagna modell för att finansiera återuppbyggnaden av det europeiska försvaret bygger delvis på samma ansats. Den omfattar vidareutlåning till medlemsländerna på upp till 150 miljarder

euro.¹⁰ Modellen med gemensamma lån där länder med goda offentliga finanser i praktiken agerar som borgenärer för länder med hög skuldsättning tycks således ha blivit mer vanlig i EU.

4.2 Mot en gemensam finanspolitik

En parallell utveckling till ESM och systemet med vidareutlåning är de steg som tagits mot en gemensam finanspolitik. Denna process har sin grund i *De fem ordförandenas rapport* från 2015, som diskuterade lärdomarna efter finans- och skuldkriserna. Rapporten författades av dåvarande EU-kommissionens ordförande Jean-Claude Juncker, Europeiska rådets ordförande Donald Tusk, eurogruppens ordförande Jeroen Dijsselbloem, ECB:s chef Mario Draghi och Europaparlamentets ordförande Martin Schulz. Deras slutsats var att enbart en krismekanism som ESM inte räcker för att hantera större kriser. Vid större ekonomiska chocker krävs även en gemensam finanspolitik för att stötta ekonomiskt svaga medlemsländer och därmed förhindra att en skuld kris uppstår eller förvärras.

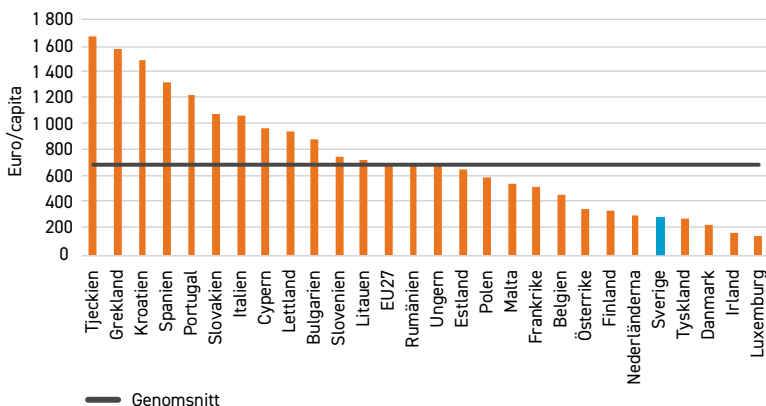
Resultatet blev såväl systemet med vidareutlåning som begränsade finanspolitiska transfereringar mellan EU-länderna under pandemin genom NGEU. Transfereringarna finansieras initialt av EU-gemensamma lån som på sikt ska återbetalas genom EU:s egna intäktskällor, troligen någon form av gemensam beskattning. Exakt hur den ska utformas är ännu oklart. Flera förslag har diskuterats, bland annat en utökad beskattning av koldioxidutsläpp genom EU:s system för handel med utsläppsrätter, en mekanism för koldioxidjustering vid import¹¹ samt en reform av beskattningen av multinationella företag. Om dessa intäkter inte skulle räcka, kan medlemsstaterna behöva täcka återbetalningen genom ökade avgifter till EU-budgeten. Exakt vilka länder som blir nettobidragstagare och nettobetalare är därför svårt att idag helt bedöma. Dock går det att få en bild av detta genom storleken på det bidrag varje enskilt EU-land fått genom NGEU.

¹⁰ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sv/statement_25_673.

¹¹ EU:s mekanism för koldioxidjustering vid gränsen (CBAM) syftar till att motverka koldioxidläckage genom att införa en avgift på importerade varor som motsvarar kostnaden för EU:s utsläppshandel.

Bidragen beräknas utifrån ekonomisk styrka och pandemikrisens påverkan, där länder med lägre BNP per capita och större ekonomisk nedgång under pandemin får en större andel av bidragen. Vissa medlemsstater, särskilt i Sydeuropa och Östeuropa, får betydande bidrag medan ekonomiskt starkare länder i norr får lägre bidrag (se figur 6). En rimlig bedömning är därför att de relativt rika och välskötta ekonomierna i norra Europa kommer att stå för den största delen av nettofinansieringen.

Figur 6 Bidrag per capita till EU-medlemmar från NextGenerationEU



Källa: Europeiska kommissionen.

5 Penningpolitiska krisåtgärder

Finans- och penningpolitiken är i juridisk mening separerade i euroområdet. ECB får inte direkt finansiera finanspolitiken genom köp av statsskuldsväxlar eller statsobligationer från ett enskilt medlemsland. Denna separation har dock visat sig svår att upprätthålla strikt. Svaga offentliga finanser och ett finanspolitiskt ramverk som inte lyckats stabilisera skulduppbbyggnaden har tvingat ECB till åtgärder som i prakti-

ken suddat ut den tänkta brandväggen mellan finans- och penningpolitiken inom euroområdet.

Penningpolitiken i euroområdet har varit utsatt för så kallad *finanspolitisk dominans* (*fiscal dominance*). Denna uppstår när centralbanken tvingas anpassa penningpolitiken efter finanspolitikens utformning och därmed riskerar att åsidosätta sina egna mål såsom prisstabilitet. Med andra ord kan centralbanken tvingas ”trycka pengar” för att finansiera budgetunderskott snarare än bekämpa inflation.

Finanspolitisk dominans är vanlig under krig, men kan även förekomma i fredstid. Då uppstår sådan dominans när centralbanken avstår från att strama åt penningpolitiken när inflationen stiger i rädsla för att en högt skuldsatt stat inte ska klara av att finansiera räntorna på den offentliga skulden eller när finansmarknaderna av någon annan anledning tappat förtroendet för finanspolitiken och driver upp räntorna på statspapper till en sådan nivå att det riskerar leda till statsbankrutt. Centralbanken ser sig då tvingad att köpa statspapper för att stabilisera finansmarknaderna, trygga den makroekonomiska stabiliteten och garantera att den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar normalt. En sådan monetarisering av skulderna för med sig flera negativa effekter. Risken för inflation ökar. De finansiella obalanserna växer. Processen blir lätt kumulativ. Ett högt skuldsatt land avstår gärna från att konsolidera sina offentliga finanser. Detta skapar en ond cirkel där centralbanken fortsätter att finansiera den offentliga sektorn, vilket i sin tur hotar centralbankens självständighet (Borio och Zabai 2018).

Inom euroområdet har inslaget av finanspolitisk dominans vuxit fram gradvis. Frånvaron av nationella centralbanker som kunnat motverka snabbt stigande räntor på statsobligationer var en av de utlösande faktorerna bakom den europeiska skuldkrisen (De Grauwe 2011, 2012). Först sedan chefen för ECB, Mario Draghi, lovat göra ”*whatever it takes*” kunde situationen stabiliseras.¹² De höga offentliga skulderna har alltså påverkat ECB:s sätt att agera. Med detta steg ökade risken för att så även kommer att ske i framtiden.

ECB:s agerande är inte okontroversiellt. Det har vid flera tillfällen utmanats både i EU-domstolen och i den tyska författningsdomsto-

12 För den exakta formuleringen i Draghis tal se <http://ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

len. Utfallet har hittills varit till ECB:s favör (Feld och Wieland 2021). Huvudargumentet har varit att ECB:s agerande varit nödvändigt för att trygga den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Även om det ligger inom ECB:s juridiska mandat bryter åtgärderna mot tanken om en brandvägg mellan finans- och penningpolitiken. Likt utvecklingen mot en gemensam finanspolitik har kriser förändrat synen på hur penningpolitiken ska bedrivas.

Vilka följder får den finanspolitisk dominansen för penningpolitiken och ekonomin? För att kunna klargöra de potentiella effekterna är det viktigt att skilja mellan två typer av åtgärder från ECB:s sida: för det första löften om värdepappersköp och för det andra de faktiska köpen.

ECB har sedan finanskrisen lanserat flera program för köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden. Av särskild vikt är *Outright Monetary Transactions* (OMT) 2012, *Transmission Protection Instrument* (TPI) 2022) och det kvantitativa lätttnadsprogrammet (QE) 2015. OMT och TPI ger ECB möjlighet att stödköpa värdepapper i länder där marknadsutvecklingen hotar penningpolitikens genomslag. OMT är riktat mot länder som får stöd från ESM och genomgår ett anpassningsprogram. TPI gäller alla medlemsländer och infördes i samband med att ECB avvecklade sina värdepappersköp (se nedan).

Varken OMT eller TPI har hittills aktiverats. Själva löftet om stöd har varit tillräckligt för att stabilisera marknaderna (Saka med flera 2015, Falagiarda och Reitz 2015, Ehrmann och Fratzscher 2017). Under skuldskrisen dämpade OMT kapitalflykten även från grannländer utanför euroområdet (Acharya med flera 2019).

Eftersom OMT aldrig realiserades, uppstod inga direkta negativa sidoeffekter. Men både OMT och TPI möjliggör omfattande monetarisering av offentlig skuld, vilket i framtiden kan utmana ECB:s juridiska mandat. QE, som överlevde rättslig prövning, antyder dock att även OMT och TPI kan vara förenliga med EU-rätten.

QE tillkom som svar på svag tillväxt, låg inflation och växande skuld – inte som en reaktion på oro på obligationsmarknaderna. Programmet omfattade statsobligationer från samtliga euroländer, i proportion till ECB:s kapitalfördelning. Det bidrog till lägre långa räntor och något högre inflation (Hohberger med flera 2019), även om effekternas storlek är omstridd (Papadamou med flera 2020, Fabo med flera 2021).

Studier pekar på att de positiva ekonomiska effekterna var störst i högt skuldsatta länder som genomgick en svår kris efter finans- och skuldkriserna (Jäger och Grigoriadis 2017, Dell’Ariccia med flera 2018).

QE är dock förenad med kostnader. Bland de indirekta kostnaderna finns stigande tillgångspriser, ökad skuldsättning och finansiella obalanser (Farinha och Vidrago 2021, Hudepohl med flera 2021, Papadamou med flera 2020). Bland de direkta kostnaderna finns de stora förluster ECB har gjort på sina innehav av obligationer när räntorna steg. Dessa förluster bärs av medlemsländerna. Det är svårt att beräkna nettokostnader och vinster av QE-programmet. Dock står det klart att det är de krisdrabbade länderna, som många gånger misskött sin ekonomi före finans- och skuldkriserna, som främst har gynnats, medan de relativt välskötta ekonomierna sett få positiva effekter av QE, men bär en större del av kostnaderna.

QE påverkade även länder utanför euroområdet. Den försvagade euron ledde till appreciering av valutorna i länder som gränsade till euroområdet, vilket gav upphov till olika penningpolitiska reaktioner. Schweiz införde negativ ränta och gjorde valutainterventioner. Tjeckien sänkte räntan men höll den positiv. Polen lät räntan falla utan att intervensera på valutamarknaden. Sverige införde både negativ ränta och ett eget QE-program. Eftersom länderna valde skilda vägar blev även slutresultaten annorlunda. Sverige fick en försvagad valuta medan övriga länder lyckades stabilisera sina växelkurser gentemot euron.

Oavsett om Sverige deltar i euron eller inte kommer en framtida monetarisering av de offentliga skulderna att påverka svensk ekonomi på ett eller annat sätt. Som icke-euroland har vi dock större frihetsgrader att parera utvecklingen och försöka motverka de största negativa effekterna.

6 Finns den politiska viljan att undvika en ny skuldkris?

En hög offentlig skuldsättning är inte nödvändigtvis ett problem. Genom historien har flera länder haft betydligt högre skuldkvot än euroområdet utan att detta framkallat skuldkris och inflation eller hämmat den

realekonomiska utvecklingen. Detta har dock främst varit fallet för länder med en nationell valuta och en relativt god tillväxt. Inom valutaunioner har höga skulder ofta varit förenat med ekonomiska problem.¹³

Inom forskningen råder delade meningar när, om och hur en hög offentlig skuldsättning påverkar ekonomin. Vissa studier finner ett negativt samband där hög offentlig skuld hämmar tillväxten redan vid relativt låga nivåer – under 100 procent (Reinhart och Rogoff 2009, Woo och Kumar 2015). Andra forskare ifrågasätter en sådan kausalitet och menar att sambandet inte är entydigt (Herndon med flera 2014, Eberhardt 2019). Svårdefinierade tröskelnivåer betyder att en skuld-kris kan uppstå snabbt och utan nämnvärd förvarning. Skuldnivåer som ena dagen förefaller hanterbara kan snabbt leda till en kris nästa dag.

Även om forskningen inte ger något entydigt svar på när höga offentliga skulder blir ett problem finns det tre faktorer som bidrar till att risken för nya skuldproblem i euroområdet: det politiska läget, behovet av investeringar i försvar och klimatomställning samt den demografiska utvecklingen.

6.1 Den politiska utvecklingen

Det förändrade politiska landskapet i Europa de senaste tjugo åren ökar risken med den höga offentliga skuldsättningen inom euroområdet. Vänster- och högerpopulistiska partier har sett stora valframgångar under senare årtionet och har mer än fördubblat sitt väljarstöd sedan 1990-talet, från 11 procent före finanskrisen till 28 procent idag i de ursprungliga euroländerna (Johansson Heinö 2024). Tydligt eurokritiska partier, såsom *Rassemblement National* (RN) i Frankrike och *Alternative für Deutschland* (AfD) i Tyskland, är idag de enskilt största eller näst största partierna. Den populistiska strömningen undergräver stödet för EU:s finanspolitiska ramverk då detta uppfattas som ”elitens” försök att styra över nationella intressen. Vidare tenderar politisk populism att leda till en kortsiktig ekonomisk politik. Budgetkonsolidering står inte högt på prioriteringslistan i länder med populis-

13 Se Bordo och Jonung (2003) och Jonung (2011).

tiska regeringar. Ju starkare populismen är i enskilda medlemsländer, desto större är risken för en framtida offentlig skuldkris.

Till bilden hör också en generationseffekt som inte bör underskattas. Det europeiska samarbetet växte fram som en reaktion på andra världskriget. Erfarenheterna av det banade vägen för samarbete och kompromisser, vilket krävdes för ett valutasamarbete mellan starka nationalstater. Många av de beslutsfattare som lade grunden för den gemensamma valutan, såsom Helmut Kohl och François Mitterrand, hade upplevt kriget. Generationerna med direkta minnen från kriget har nu försvunnit från dagens politiska skådebana. Vår tids politiker förefaller inte hysa samma positiva syn på europeiskt samarbete. De ser motsättningar och hot där tidigare beslutsfattare såg en manifestation för fred och samarbete.¹⁴

Den politiska splittringen i Europa skapar även problem för försöken att förbättra den inre marknaden och på så vis stimulera tillväxten. Endast genom att upprätthålla en hög produktivitetstillväxt kan stabiliteten i de offentliga finanserna garanteras på sikt. Här utgör, den svaga tillväxten, som diskuterades i avsnitt 2.2, ett allvarligt problem. Som Mario Draghi (2024) visade i sin omtalade rapport är den låga tillväxten kopplad till otillräckliga investeringar i modern teknik och tillväxthämmande regleringar. Det gäller på både EU-nivån och nationellt.

Trots att ett centralt mål med EU är att skapa en inre marknad där varor, tjänster och kapital i teorin ska kunna röra sig fritt, finns fortfarande många marknadshämmande regleringar som blockerar måluppfyllelsen. Enligt IMF (2024) motsvarar handelshindren inom EU tullar på 45–110 procent – en nivå som är högre än de tullar som gäller generellt mellan USA och EU för närvarande. EU bedriver alltså i praktiken ett internt handelskrig mot sig själv, vilket försvagar tillväxten och därmed de offentliga finanserna.

Så länge viljan att avveckla konkurrenshämmande regleringar är begränsad inom EU, kommer troligen stagnationen att bestå och därmed de svaga offentliga finanserna. Det innebär att risken för nya stats-

14 Det fundamentala kitt som håller ihop en valutaunion är den politiska viljan till penningpolitiskt samarbete (se Bordo och Jonung 2003). Försvagas denna, så försvagas utsikterna för en varaktig valutaunion. Om framtida generationer i Europa attraheras av nationalistiska strömningar kommer detta att bli ett hot mot euron.

skuldkriser, där vissa euroländer inte längre kan finansiera sina skulder på egen hand, troligen kommer att öka i framtiden.

6.2 Växande investeringsbehov i försvar och klimat

Risken för framtida skuldkriser ökar när nya mål för finanspolitiken har dykt upp rörande ambitiösa hållbarhetsmål i den gröna given (Europeiska kommissionen 2024) och militär upprustning (Europeiska kommissionen 2025). Det krävs omfattande offentliga investeringar för att nå dessa mål. Med en redan hög skuldsättning riskerar flera länder att drabbas av finanspolitiska problem under de kommande åren. Sverige är i ett mer gynnsamt läge eftersom vi har byggt upp ett finanspolitiskt manöverutrymme för att hantera stora tillfälliga utgifter genom ökad upplåning. Inom euroområdet har det finanspolitiska ramverket misslyckats med att skapa ett liknande utrymme.

6.3 Den demografiska utvecklingen

Den tredje faktorn som bidrar till en ökad risk för en skuldcris är den demografiska utvecklingen. Prognoser pekar på att andelen äldre än 65 år inom EU kommer att öka från 20 procent till 30 procent av befolkningen mellan 2025 och 2050.¹⁵ Med denna trend följer stigande kostnader för pensioner samt för hälso- och sjukvård samtidigt som den arbetsföra befolkningen minskar (Larch och Busse 2024).

Till skillnad från Sverige är pensionssystemen i de flesta euroländer underfinansierade. Detta innebär i praktiken att länderna har påtagit sig en skuld även om den inte direkt syns i den redovisade skuldkvoten. Flera euroländers implicita skuld är alltså mycket högre än de officiella siffrorna om staternas fulla pensionsåtaganden räknas med. De förväntade intäkterna räcker inte för att finansiera de utlovade pensionerna (Deboeck och Eckefeldt 2020). Därtill kommer stigande kostnader för

¹⁵ https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Ageing_Europe_-_introduction.

hälso- och sjukvård. Till bilden hör att fertiliteten är fallande i Europa, vilket skärper den demografiska utmaningen på lång sikt.¹⁶

Låt oss sammanfatta: Med ett ökat politiskt motstånd mot arbetskraftsinvandring, växande populism, stigande krav på försvarsutgifter och investeringar i klimatförbättring samt en ökande andel pensionärer är risken för en omfattande offentlig upplåning inom EU i framtiden uppenbar. Utvecklingen pekar alltså på stora utmaningar för finanspolitiken i framtiden.

7 Hur skulle Sverige påverkas av en framtida skuldkris inom euroområdet?

Framtiden är omöjlig att förutspå. Det går inte att idag säga om det kommer eller inte kommer att uppstå en ny skuldkris i euroområdet. Det går inte ens att utesluta en skuldkris i Sverige, även om vår offentliga skuldsättning är relativt låg. Finanskrisen 2008–09 fick till exempel den irländska skulden att på bara något år stiga från 24 till 119 procent av BNP. Samtidigt var den irländska situationen exceptionell. Länder med en skuldsättning likt den svenska har relativt stora frihetsgrader att motverka kraftiga ekonomiska störningar utan att skapa en statsfinansiell kris.

Hur skulle en ny skuldkris i euroområdet påverka Sverige – antingen som medlem eller som icke-medlem i valutaunionen? Svaret beror på vilken typ av kris som det är fråga om och hur krispolitiken utformas. I tabell 2 sammanfattar vi risken för att Sverige direkt på ett eller annat sätt måste bidra till att betala vid en framtida skuldkris inom euroområdet. Tabellen är uppdelad efter finanspolitiska och penningpolitiska räddningspaket samt om Sverige är medlem i euroområdet eller står utanför.

16 https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Fertility_statistics.

Tabell 2 Uppskattad risk att Sverige direkt måste bidra till finans- eller penningpolitiska räddningspaket för högt skuldsatta euroländer vid en framtida skuldkris

Typ av räddningspaket	Sverige som medlem i euroområdet	Sverige som icke-medlem i euroområdet
<i>Finanspolitiskt räddningspaket</i>		
ESM	Hög	Låg
Gemensam finanspolitik (NextGenerationEU)	Hög	Hög
<i>Penningpolitiskt räddningspaket</i>		
OMT/TPI	Hög	Låg/medel
Icke-konventionell penningpolitik (balansräkningsåtgärder, QE)	Hög	Låg/medel
Konventionell penningpolitik (styrräntan)	Hög	Låg/medel

För Sveriges del är risken att behöva bidra direkt till räddningspaket väsentligt högre om vi är medlem i valutaunionen än om vi står utanför. Detta gäller särskilt finanspolitiska räddningsmekanismer såsom europeiska stabilitetsmekanismen (ESM), där euroländerna har direkta åtaganden att bidra med finansiellt stöd till länder i kris.

Om Sverige går med i euron skulle vi behöva delta i finansieringen av stödprogram inom ESM. Detta kan medföra en betydande ekonomisk belastning, särskilt om skuldsättningen i euroområdet fortsätter att växa och om finanspolitiska konsolideringsåtgärder visar sig otillräckliga. Däremot är risken låg om Sverige förblir utanför, eftersom icke-euroländer inte omfattas av ESM:s finansieringskrav.

Utvecklingen mot en gemensam finanspolitik inom EU innebär dock att Sverige, även som icke-medlem i valutaunionen, kan behöva bidra till framtida räddningspaket. NGEU, vilka etablerades under pandemin, har redan medfört att Sverige som trolig nettobidragsgivare har finansierat transfereringar till mer skuldsatta medlemsländer. Om liknande initiativ utvecklas, exempelvis för att hantera framtida ekonomiska störningar, kan Sverige också då få bära en del av kostnaderna även om vi står utanför euron. Den avgörande skillnaden ligger i att Sverige som euromedlem skulle ha en direkt förpliktelse att delta i sådana stöd-

program, medan vi som icke-medlem endast skulle påverkas i den mån vi väljer att bidra genom EU:s gemensamma budget.

De penningpolitiska riskerna skiljer sig också beroende på om Sverige är medlem i eurområdet eller inte. Om ECB vid en framtida skuld-kris skulle aktivera sina krisverktyg, såsom OMT eller TPI, innebär det en hög risk att Sverige, om vi blir ett euroland, påverkas direkt av centralbankens åtgärder. Om ECB tvingas monetarisera skulder för att stabilisera eurområdet, kan detta leda till inflation, kapitalförluster för ECB och därmed indirekt för euroländerna. Eftersom dessa program syftar till att hålla räntorna nere i högt skuldsatta länder, kommer de huvudsakligen att gynna dessa ekonomier. Mer statsfinansiellt stabila euroländer, dit vi vill räkna Sverige, får bära riskerna.

För Sverige som icke-medlem är risken för direkt påverkan av ECB:s krisåtgärder lägre, men inte obefintlig. Erfarenheter från tidigare penningpolitiska interventioner, såsom ECB:s kvantitativa lättnader, visar att även länder utanför euron påverkas via kapitalflöden och växelkursändringar. Om ECB genomför omfattande värdepappersköp för att stödja högt skuldsatta länder, kan detta försvaga euron, vilket i sin tur kan driva upp värdet på den svenska kronan och påverka svensk export negativt. En egen valuta ger dock Sverige större möjlighet att anpassa sin penningpolitik efter nationella prioriteringar genom ränteändringar eller valutainterventioner för att motverka negativa verkningar. Det är dock osannolikt att det går att parera alla negativa effekter som kommer utifrån.

Ett alternativ till OMT/TPI och QE är att ECB håller den korta styr-räntan lägre än vad som är förenligt med dess nuvarande inflationsmål för att på så sätt inflatera bort skulderna. EU-fördraget stipulerar att ECB ska verka för att bibehålla prisstabilitet. Det är upp till ECB att på egen hand definiera den nivå på inflationsmålet som är förenlig med prisstabilitet. Genom en omtolkning av nuvarande mål kan ECB skapa en oväntad inflationschock som åtminstone tillfälligt bidrar till reducerade skuldnivåer. En sådan åtgärd kräver dock en majoritet i ECB-rådet. Vid ett svenskt euromedlemskap innebära detta en direkt påverkan, oavsett om detta vore förenligt med det svenska makroekonomiska läget eller inte. Om Sverige däremot förblir utanför, finns större frihet att anpassa penningpolitiken efter inhemska förhållanden.

Sammantaget visar tabell 2 att ett svenskt medlemskap i euroområdet markant skulle öka risken för att Sverige måste bidra till räddningspaket vid en framtida skuldkris. De största åtagandena skulle ligga inom det finanspolitiska området genom ESM och möjliga framtida gemensamma budgetmekanismer. De penningpolitiska riskerna är svårare att kvantifiera men skulle innebära en betydligt större exponering för ECB:s krisinterventioner och de effekter dessa kan få på inflation, offentliga räntekostnader och kapitalflöden. För ett land utanför euroområdet finns fortfarande risker, särskilt kopplade till utvecklingen av EU:s gemensamma finanspolitik, men möjligheten att hantera penningpolitiken mer självständigt utgör en viktig skillnad.

Vi har här diskuterat eventuella kostnader för Sverige vid en framtida skuldkris inom euroområdet – under två olika antaganden: Sverige som euromedlem och Sverige med bibehållen nationell valuta. Vi har inte försökt att uppskatta kostnaderna för olika krisförlopp i termer av kronor eller euron. Det vore en övning som kräver mer eller mindre djärva antaganden om styrkan av en framtida skuldkris och vilka länder som är involverade. Under skuldkrisen 2010–15 var det i huvudsak relativt små ekonomier som fick direkta stöd. En framtida skuldkris som omfattar större länder såsom Frankrike, som har en av de högsta skuldkvoterna i EU, skulle medföra mycket större ekonomisk belastning. Eftersom det finns för mycket osäkerhet kring hur en framtida kris kan se ut avstår vi från att sätta siffror på kostnaderna. Dock pekar historien på att det troligen rör sig om mycket stora direkta och indirekta kostnader.

En central slutsats blir att en skuldkris i euroområdet skulle få ekonomiska konsekvenser för Sverige, oavsett om Sverige är medlem i euron eller inte. Ett euromedlemskap skulle dock innebära betydligt mer direkt ekonomiskt ansvar.

8 Sammanfattning

Euroländerna har inte lyckats skapa ett effektivt fungerande finanspolitiskt ramverk under det kvartssekel som euron existerat. De offentliga skulderna har ökat och valutaunionen har redan genomgått en

allvarlig skuldkris. Visserligen har detta varit en period av flera stora ekonomiska störningar, vilket till viss del kan förklara skulduppbyggnaden. Samtidigt har de EU-länder som stått utanför euron lyckats stabilisera sina skuldkvoter under Maastrichtfördragets gränsvärde på 60 procent. Blickar vi framåt ser vi flera faktorer som talar för en fortsatt stigande skuld: bland annat växande politisk populism, behov av stora investeringar i försvar och klimatomställning samt en åldrande befolkning. Samtidigt är tillväxten svag vilket ytterligare spär på de finanspolitiska utmaningarna. Bilden kompliceras ytterligare av troligen stigande räntor på statspapper under den närmaste framtiden när de statslån som togs till låga räntor före och under pandemikrisen måste omsättas.¹⁷

Allt detta öppnar för nya kriser i framtiden. Å andra sidan har tekniker för att hantera skuldkriser utvecklats. EU har gradvis rört sig i riktning mot en mer federal struktur, där centraliserad finanspolitik blivit möjlig trots fördragens formella begränsningar. Nya krishanteringsverktyg utvecklades under skuldkrisen. Länder med stark ekonomi har tvingats bidra till stödpaket, ofta med begränsat inflytande över motkraven. Gränsen mellan nationell finanspolitik och överstatlig penningpolitik har successivt suddats ut. Skillnader i skuldsättning kvarstår och reformviljan är svag. Det finns ingen väg tillbaka till det ursprungliga regelverket.

Hur kommer Sverige att påverkas av en framtida offentlig skuldkris inom EU? Svaret beror i hög grad på om vi är medlem i euroområdet eller inte.

Står Sverige utanför euron har vi större frihet att hantera störningar från en finanspolitisk kris inom euroområdet. Vi har en rörlig växelkurs och en centralbank som kan justera ränteläget för att mildra negativa effekter. Därtill har vi en stark nationell finanspolitisk beredskap med en låg offentlig skuldkvot. Men som en liten och öppen ekonomi med stor handel med EU kan Sverige inte isolera sig från krisens konsekvenser. Effekterna kommer att spridas via finansmarknaderna och utrikeshandeln.

17 Se analysen i OECD (2025) av den framtida offentliga skuldbördan.

Om Sverige däremot skulle vara medlem i valutaunionen, måste vi i större utsträckning dela på kostnaderna vid en skuldkris. Om Sverige ansluter sig till euron och behåller sina starka offentliga finanser, är det sannolikt att vi kommer att bli nettobetalande i framtida räddningspaket. Den exakta kostnaden är svår att beräkna, eftersom den beror på utformningen av det aktuella stödet.

I teorin kan stödsystemen konstrueras så att låntagarländerna blir skyldiga att återbetala hjälpen. Med en sådan struktur hålls kostnaderna nere för långivarländerna. Det ligger därför i Sveriges intresse att verka för krismekanismer där ansvar för expansiv finanspolitik fördelas rättvist även efter en kris. En sådan ordning minskar risken att enskilda euroländer fortsätter på en ohållbar skuldbana i förvisningen om att andra kommer att täcka upp vid en kris.

Ansvarsfull finanspolitik är en förutsättning för att upprätthålla förtroendet för euron och för att Europeiska centralbanken ska kunna föra en självständig penningpolitik. Med tanke på hur tidigare kriser har hanterats är det tveksamt om tillräckliga incitament har skapats för en uthållig finanspolitik inom euroområdet. Det är därför troligt att nya skuldkriser av något slag kommer att uppstå inom euroområdet.

Referenser

- Acharya V, Eisert T, Eufinger C och C Hirsch (2019), *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, *Review of Financial Studies*, 32.
- Andersson F N G och L Jonung (2021), *Preparing for the Next Crisis: Lessons from the Successful Swedish Fiscal Framework*, i Poulson W, Merrifield J och S Hanke (red.), *Public Debt Sustainability: International Perspectives*, Lexington Books.
- Andersson F N G och L Jonung (2023), *European Stabilization Policy After the COVID-19 Pandemic: More Flexible Integration or More Federalism*, i Bakardjieva Engelbrekt A, Ekman P, Michalski A och L Oxelheim (red.), *The EU Between Federal Union and Flexible Integration*, Palgrave Macmillan.

- Bergman M, Hutchison M och S E Hougaard Jensen (2016), Promoting Sustainable Public Finances in the European Union: The Role of Fiscal Rules and Government Efficiency, *European Journal of Political Economy*, 44.
- Beyala B och J Owoundi (2025), The Effects of Fiscal Rules on Budget Deficit: Does Democracy Matter? *Journal of Comparative Economics*, 53.
- Blanchard O, Leandro J och J Zettelmeyer (2021), Redesigning the EU Fiscal Rules: From Rules to Standards, *Economic Policy*, 36.
- Bordo M och L Jonung (2003), The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? i Capie F och G Wood (red.), *Monetary Unions, Theory, History, Public Choice*, Routledge, London.
- Borio C och A Zabai (2018), Unconventional Monetary Policies: A Re-Appraisal, BIS Working Paper, 570.
- Brändle T och M Elsener (2024), Do Fiscal Rules Matter? A Survey of Recent Evidence, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 160.
- Calmfors L (2023), *Nytt ramverk för finanspolitiken*, Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:92.
- Caselli F och P Wingender (2021), Heterogeneous Effects of Fiscal Rules: The Maastricht Fiscal Criterion and the Counterfactual Distribution of Government Deficits, *European Journal of Political Economy*, 136.
- Darvas Z, Welslau L och J Zettelmeyer (2024), The Implications of the European Union's New Fiscal Rules, *Policy Brief 10/2024*, Bruegel.
- Deboeck B och P Eckefeldt (2020), Taking Stock of Implicit Pension Liabilities, *Quarterly Report on the Euro Area (QREA)*, 19.
- Dell'Ariccia D, Rabanal P och D Sandri (2018), Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom, *Journal of Economic Perspectives*, 32.
- De Grauwe P (2011), The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? *CESifo Working Paper*, 3569, Center for Economic Studies, München.
- De Grauwe P (2012), The Governance of a Fragile Eurozone, *Australian Economic Review*, 45.
- Draghi M (2024), *The Future of European Competitiveness: A Competitiveness Strategy for Europe*, Europeiska kommissionen, Bryssel.

- Eberhardt M (2019), Nonlinearities in the Relationship between Debt and Growth: (No) Evidence from Over Two Centuries, *Macroeconomic Dynamics*, 23.
- Ehrman M och M Fratzscher (2017), Euro Area Government Bonds – Fragmentation and Contagion during the Sovereign Debt Crisis, *Journal of International Money and Finance*, 70.
- Europeiska kommissionen (2024), The European Green Deal, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en.
- Europeiska kommissionen (2025), Press statement by President von der Leyen on the defence package, 4 mars, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_25_673.
- Fabo B, Jančoková M, Kempf E och L Pástor (2021), Fifty Shades of QE: Comparing Findings of Central Bankers and Academics, *Journal of Monetary Economics*, 120.
- Falagiarda M och S Reitz (2015), Announcements of ECB Unconventional Programs: Implications for the Sovereign Spreads of Stressed Euro Area Countries, *Journal of International Money and Finance*, 53.
- Farinha, J och J Vidrigo (2021), The Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on Euro Area Equities, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 82.
- Feld L P och V Wieland (2021), The German Federal Constitutional Court Ruling and the European Central Bank's Strategy, *Journal of Financial Regulation*, 7.
- Fischer J, Jonung L och M Larch (2008), 101 Proposals to Reform the Stability and Growth Pact, Why so many? A Survey, *Public Finance and Management*, 8.
- Herndon, T, Ash, M och R Pollin (2014), Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, *Cambridge Journal of Economics*, 38.
- Hohberger S, Priftis R och L Vogel (2019), The Macroeconomic Effects of Quantitative Easing in the Euro Area: Evidence from an Estimated DSGE Model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 108.

- Hudepohl T, van Lamoen R och N de Vette (2021), Quantitative Easing and Exuberance in Stock Markets: Evidence from the Euro Area, *Journal of International Money and Finance*, 118.
- Hughes Hallett A och S Hougaard Jensen (2012), Fiscal Governance in the Euro Area: Institutions vs. Rules, *Journal of European Public Policy*, 19.
- IMF (2024), Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies, *Regional Economic Outlook*, november.
- Johansson Heinö A (2024), *Authoritarian Populism Index*, Timbro, Stockholm.
- Jonung L (2011), En finanspolitisk union för euron: lärdomar från federala stater, *Europapolitisk analys*, 2011:10, Sieps.
- Jonung L och M Larch (2006), Improving Fiscal Policy in the EU: The Case for Independent Forecasts, *Economic Policy*, 21.
- Jäger J och T Grigoriadis (2017), The Effectiveness of the ECB's Unconventional Monetary Policy: Comparative Evidence from Crisis and Non-Crisis Euro-Area Countries, *Journal of International Money and Finance*, 78.
- Larch M, van den Noord P och L Jonung (2010), The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession, *European Economy, Economic Papers*, 429.
- Larch M, J Malzubris och S Santacroce (2023), Numerical Compliance with EU Fiscal Rules: Facts and Figures from a New Database, *Intereconomics*, 58.
- Larch M och M Busse (2024), Europe's Demographic Winter and the New EU Fiscal Rules, *VoxEU*, 28 juni.
- Menguy S (2024), Reform of the Stability and Growth Pact: Which Changes for the Governments?, *Journal of Government and Economics*, 15.
- OECD (2023), The Slowdown in Finnish Productivity Growth: Causes and Consequences, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, 139.
- OECD (2024), Data explorer, <https://www.oecd.org/en/data.html>.
- OECD (2025), *Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment*, OECD, Paris.

- Papadamou S, Siriopoulos C och N Kyriazis (2020), A Survey of Empirical Findings on Unconventional Central Bank Policies, *Journal of Economic Studies*, 47.
- Pench L (2024), Three Risks That Must Be Addressed for New European Union Fiscal Rules to Succeed, *Policy Brief* 08/2024, Bruegel.
- Potrafke N (2025), The Economic Consequences of Fiscal Rules, *Journal of International Money and Finance*, 153.
- Reinhart C och K Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Saka O, Fuertes A-M och E Kalotychou (2015), ECB Policy and Eurozone Fragility: Was de Grauwe Right? *Journal of International Money and Finance*, 54.
- Woo J och M Kumar (2015), Public Debt and Growth, *Economica*, 82.
- Wyplosz C (2022), Reform of the Stability and Growth Pact: The Commission's Proposal Could Be a Missed Opportunity, *VoxEU*, 17 november.