



EKONOMISK FÖRDJUPNING

Skuldens pris

EKONOMISK FÖRDJUPNING, 20 OKTOBER 2026

En ny serie som belyser aktuella samhällsekonomiska perspektiv lite djupare

Teknikföretagens uppdrag är att stärka medlemsföretagens internationella konkurrenskraft och skapa goda förutsättningar för svensk teknikindustri. Ekonomisk analys bidrar till detta genom att analysera den ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt, identifiera möjligheter och utmaningar för industrin och fördjupa förståelsen för de faktorer som påverkar företagens konkurrenskraft. Genom våra fördjupade analyser i denna rapportserie vill vi bidra med kunskap, perspektiv och välgrundade underlag till de beslut som formar den svenska ekonomins framtida utveckling.

Denna fördjupning är skriven av Mattias Almgren och Arvid Lodén, ekonomer på Teknikföretagen.

Förord

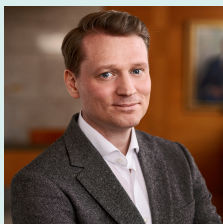
Geopolitisk oro, en åldrande befolkning och den allt hårdare internationella konkurrensen ställer höga krav på investeringar i bland annat infrastruktur, energi, forskning och försvar. Många länder skulle med andra ord behöva gasa – men det utrymmet finns inte överallt. Den ekonomiska utvecklingen präglas på olika håll av stora utmaningar – en kombination av hög offentlig skuldsättning, budgetunderskott och svag ekonomisk tillväxt.

Rent tekniskt kan skuldkvoten stabiliseras och på sikt minska genom nedskärningar i offentliga utgifter. Problemet är att en sådan anpassning ofta är ekonomiskt smärtsam och politiskt svår. Högre ekonomisk tillväxt skulle öka statens intäkter och göra det möjligt att minska skuldkvoten utan omfattande nedskärningar eller skattehöjningar. För många länder håller dock tiden på att rinna ut. Skuldkvoterna är höga, samtidigt som högre obligationsräntor gör skulderna allt dyrare. När en växande del av de offentliga utgifterna går till räntor minskar utrymmet för andra prioriteringar.

Utvecklingen understryker betydelsen av långsiktig budgetdisciplin. Men den visar också att finanspolitiken inte kan ses isolerad från frågan om ekonomisk tillväxt. När utrymmet i de offentliga finanserna är begränsat blir det särskilt viktigt att prioritera investeringar och reformer som stärker produktivitet, konkurrenskraft och tillväxt, för att på så sätt öka utrymmet för nödvändiga, offentliga investeringar.

I ett europeiskt perspektiv står Sverige fortfarande starkt. En låg offentlig skuldsättning innebär att de svenska räntebetalningarna är relativt begränsade även när marknadsräntorna stiger. Men denna position kan inte tas för given. Erfarenheter från både Sverige och andra länder visar att offentliga finanser kan försvagas snabbt. Finland är ett tydligt exempel. Landets offentliga skuld låg omkring 34 procent av BNP år 2008, men hade stigit till 88,5 procent av BNP år 2025.

Detta behöver alltså finnas i åtanke under budgetförhandlingar även i Sverige. Kortsiktiga åtgärder kan i vissa lägen vara motiverade för att hantera ekonomiska störningar eller stötta hushåll och företag. Men även tillfälliga utgiftsökningar tar finanspolitiskt utrymme i anspråk och kan tränga undan satsningar som stärker produktivitet, konkurrenskraft och tillväxt på längre sikt. Det är tillväxten i näringslivet som på sikt avgör hur stora resurser vi har att fördela. Därför behöver det finanspolitiska utrymmet i första hand användas till åtgärder som stärker Sveriges långsiktiga tillväxtförmåga.



Erik Spector

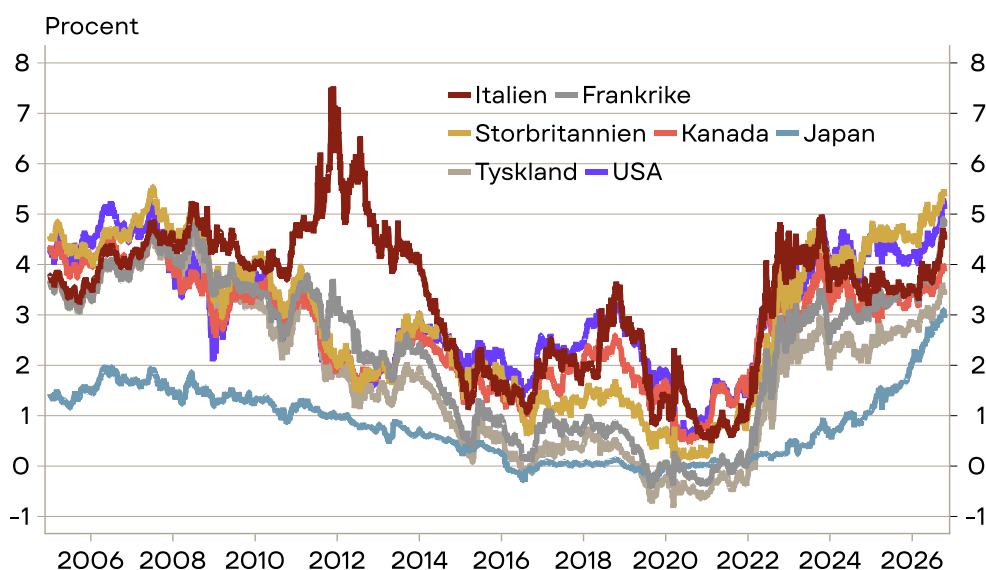
Chefekonom Teknikföretagen

1. Högre räntor gör statsskulder mer problematiska

I många länder är statsskuldsräntorna högre idag än vad de var innan finanskrisen för nästan 20 år sedan (se diagram 1). Efter pandemin ökade räntorna markant, när centralbankerna behövde agera när utbudsproblem och efterfrågestimulanser samtidigt skapade hög inflation. Det senaste halvåret har räntenivåerna ökat ytterligare i många länder – särskilt i länder med hög offentlig skuldsättning och stora offentliga underskott (se diagram 2).

Mot bakgrund av det svaga utgångsläget finns anledning till viss oro. Ränteuppgången som vi hittills fått se kan göra det betydligt svårare för många länder att komma till rätta med sina offentliga finanser och stabilisera skulderna. Det ter sig alltmer sannolikt att vi kommer att få se kraftfulla finanspolitiska åtstramningar i flera länder framöver, vilket kan få märkbara negativa effekter på den ekonomiska tillväxten. Förhoppningen är att åtgärderna vidtas snart och skyndsamt, redan innan finansmarknadens aktörer tvingar fram dem. En framtvingad korrigering, föranledd av ett förlorat förtroende på finansmarknaden och snabbt stigande riskpremier, kan dock inte uteslutas.

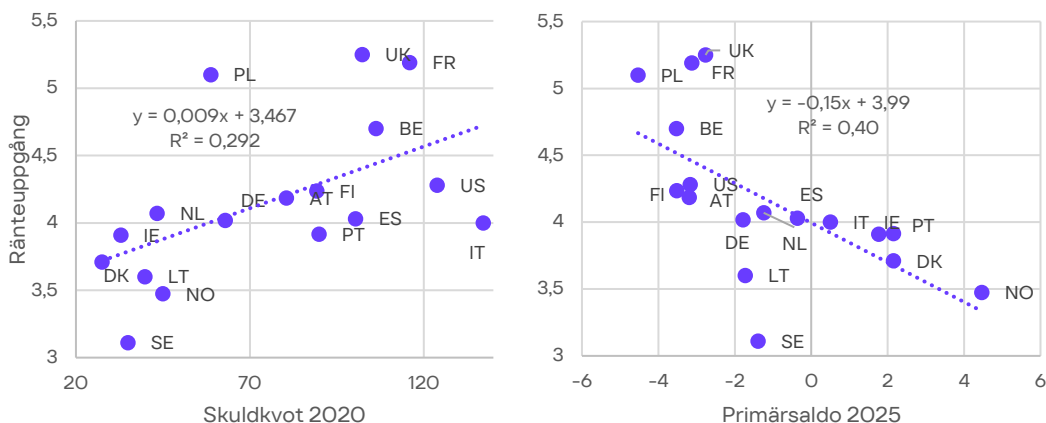
Diagram 1. Räntor på 10-åriga statsobligationer i G7-länderna



Källa: U.S. Department of Treasury, Macrobond Financial AB och Macrobond

Hur stor effekt som ränteuppgången får beror i hög utsträckning på om dagens högre nivåer består under en längre tid framöver. Mycket talar för att vi inte kommer se räntorna under de närmaste åren närma sig de låga nivåer som vi hade under många år innan pandemin. Att långa räntor stigit speglar en kombination av flera samverkande drivkrafter snarare än en enskild orsak. Både efterfrågan på och utbudet av kapital har förändrats av mer varaktiga skäl de senaste åren, samtidigt som osäkerheten kring inflation, tillväxt och den geopolitiska situationen har ökat. Nedan beskrivs några av de viktigaste drivkrafterna.

Diagram 2. Ränteuppgången jämfört med statsskuld och primärsaldo



Källa: IMF, Macrobond Financial, egna beräkningar

Anm: I båda panelerna visas uppgången i 10-åriga statsobligationsräntor mellan 1 januari 2021 och 13 oktober 2026 på den vertikala axeln. I vänster panel jämförs uppgången med ländernas respektive skuldkvoter år 2020. I panelen till höger jämförs uppgången med primärsaldo (som andel av BNP) i respektive land år 2025. I båda panelerna visas värdet på R² (den så kallade förklaringsgraden) och koefficienterna från en linjär OLS-regression, med ränteuppgången som beroende variabel (y) och skuldkvoten (vänster panel) respektive primärsaldot (höger panel) som oberoende variabel (x). Diagrammen visar en korrelation men det finns inga bevis för ett kausalt samband mellan variablerna. Koefficienterna från regressionerna tyder på att ett land med en skuldkvot som är 10 procentenheter högre fått uppleva ränteuppgångar som är 0,09 procentenheter högre. Ett land som har ett primärsaldo som är 1 procentenheter mindre negativt eller mer positivt ha fått uppleva ränteuppgångar som är 0,15 procentenheter lägre.

Högre och mer osäker inflation. De senaste åren har inflationen varit högre än under det föregående decenniet. Högre inflation leder till högre räntor då investerare kräver kompensation för att pengars värde urholkas snabbare, samtidigt som centralbankerna behöver sätta högre räntor. Inflationsförväntningarna har också blivit mer osäkra vilket bidragit till att investerare kräver mer i nominell ränta i kompensation för inflationsrisken.

Stora offentliga underskott. Många länder har stora underskott i sina offentliga finanser. Detta ökar efterfrågan på kapital, eftersom länderna behöver låna för att finansiera underskotten. Högre efterfrågan på kapital innebär att priset ökar, det vill säga räntorna stiger. Marknaden kan också kräva högre riskpremier om investerare bedömer att finanspolitiken är ohållbar eller politiskt svår att korrigera.

Stora investeringsbehov. Investeringar bland annat inom AI-infrastruktur, digitalisering och försvarsutbyggnad har ökat kraftigt den senaste tiden. Detta har gjort att konkurrensen om tillgängligt kapital hårdnat och pressat upp marknadsräntorna.

Centralbankernas minskade obligationsinnehav. Under en lång tid efter den globala finanskrisen ägnade många centralbanker sig åt så kallade kvantitativa lättnader (QE) vilket tryckte ner långräntorna. Nu är flera centralbanker inne i en period av kvantitativa åtstramningar (QT) vilket minskar centralbankernas efterfrågan på statsobligationer. När centralbankernas efterfrågan minskar,

ökar utbudet av obligationer på marknaden som behöver absorberas av andra aktörer. För att efterfrågan och utbudet ska mötas krävs högre räntor.

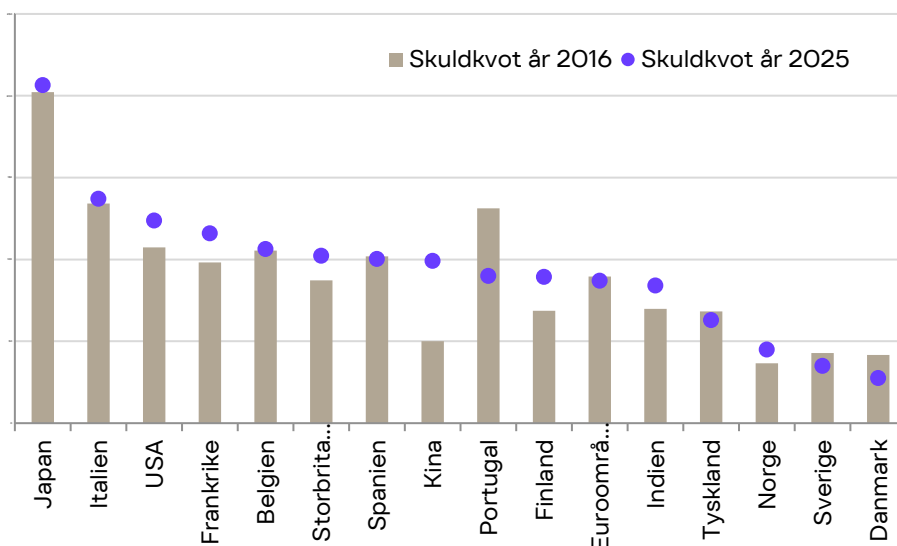
Svagare tillväxtutsikter och ökad osäkerhet. Svagare tillväxtutsikter leder i normalfallet till lägre räntor, delvis eftersom det signalerar lägre framtida inflation och därmed lägre centralbanksräntor. I dagens miljö är denna dämpande effekt dock mindre tydlig: när tillväxtoro sammanfaller med utbudsdriven inflation begränsas centralbankernas möjlighet att sänka räntan, samtidigt som en ökad osäkerhet i sig kan öka riskpremier marknaden kräver för att äga obligationer, speciellt i länder med ansträngda statsfinanser.

2. Höga skulder och betydande underskott

En viktig förklaring till varför ränteuppgången sprider oro är att skuldsättningen är hög i många länder (se diagram 3).¹ I många fall var skuldkvoterna (kvoten mellan skuldstocken och BNP) höga redan för 10 år sedan, men har i många länder stigit ytterligare sedan dess. Bland de länder som jämförs här, är skuldkvoterna som högst i Japan (207 procent), Italien (137 procent), USA (124 procent) och Frankrike (116 procent). I samtliga dessa länder har skuldkvoterna ökat de senaste 10 åren, och som allra mest i Frankrike (18 procentenheter) och USA (16 procentenheter). För euroområdet sammantaget har skuldkvoten minskat något (-3 procentenheter) men är likväl kvar på en förhållandevis hög nivå (87 procent). Den svenska statsskulden har minskat något under perioden och uppgick år 2025 till 35 procent.

Diagram 3. Skuldkvoter i urval av länder

Procent (av BNP)



Källa: IMF och egna beräkningar

Anm: IMF:s konsoliderade offentliga bruttoskuld

¹ Skuldkvoten avser IMF:s mått på konsoliderad offentlig bruttoskuld som andel av BNP. Måttet används eftersom det ger en enhetlig definition som är jämförbar mellan länder. För EU-länder är måttet nära besläktat med den så kallade Maastrichtskulden, men definitionerna skiljer sig något.

Enligt den statistikkälla som används här, har skuldkvoten ökat markant i Kina, med nästan 50 procentenheter, och är idag lika stor som kinesisk BNP. För Kina bör den rapporterade offentliga skuldsättningen och det offentliga underskottet dock tolkas med försiktighet. En stor del offentligfinansierad verksamhet sker utanför den ordinarie budgeten. IMF:s bredare mått, som bland annat inkluderar lokala offentliga finansieringsbolag (LGFV), visar en betydligt högre offentlig skuldsättning och större underskott än det ordinarie måttet.² Bristen på jämförbar offentlig statistik gör samtidigt en mer detaljerad analys av skuldutvecklingen i Kina, i synnerhet jämförelser med andra länder, avsevärt svårare. I den fortsatta internationella jämförelsen, som exkluderar Kina, fokuserar vi på de länder där jämförbara och lättillgängliga data finns.

Skuldens dynamik

Rent mekaniskt beror skuldkvotens utveckling på några få faktorer och kan sammanfattas med följande formel:³

$$\Delta d_t \approx (r_t - g_t)d_{t-1} - p_t \quad (1)$$

Den visar att förändringen i skuldkvoten (Δd_t) under en period t är en funktion av (i) den nominella räntan på skulden (r_t), (ii) den nominella tillväxten i BNP (g_t), (iii) skuldkvoten vid föregående periods slut, eller innevarande periods början, (d_{t-1}), samt (iv) det primära budgetsaldot (p_t), det vill säga budgetsaldot (skillnaden mellan statens intäkter och utgifter) exklusive räntebetalningar, som andel av BNP.

Om räntan överstiger den nominella BNP-tillväxten krävs ett tillräckligt stort primärt budgetöverskott för att skuldkvoten ska kunna stabiliseras. Ju högre den ingående skuldkvoten är, desto större behöver det primära överskottet vara.⁴

Allt vanligare med låg tillväxt och stora underskott

Under den gångna 10-årsperioden har den nominella BNP-tillväxten varit högre än räntan på statsskulden (se tabell 1). Således har delen $(r - g)d$ haft en dämpande effekt på skuldkvoternas utveckling. I många länder har den primära budgetbalansen, som andel av BNP, samtidigt varit så pass negativ att skuldkvoten ändå ökat under perioden. Bland de länder i urvalet som år 2025 hade skuldkvoter på minst 100 procent av BNP, var de primära underskotten i genomsnitt 2,8 procent av BNP.

² Se till exempel första tabellen, på s. 4, i IMF:s artikel IV-rapport för Kina för år 2025.

³ I formeln används inte ett likhetstecken utan i stället ett tecken som symboliserar att relationen matematiskt håller ungefär. Detta beror på att relationen bygger på en så kallad "linjär approximation". Detta räcker gott och väl för våra syften i denna text.

⁴ Formeln har sina uppenbara begränsningar, då den inte ger oss någon information om vad som i sin tur bestämmer räntan, tillväxten eller det primära budgetsaldot. Till exempel framgår det inte att dessa variabler kan påverka varandra. Likväl är den användbar som utgångspunkt i analyser av offentliga skulders utveckling och hållbarhet i offentliga finanser.

Tabell 1. Skuldkvoten och dess utveckling

Land	Skuldkvot*	Förändring skuldkvot**	Primär budget-balans***	BNP-tillväxt (nominell)***	(r-g)d***
Japan	207	4,4	-3,1	1,9	-2,7
Italien	137	2,8	-1,3	3,2	-0,6
USA	124	16,5	-4,6	5,4	-2,2
Frankrike	116	17,8	-3,2	3,1	-1,6
Belgien	106	0,9	-2,0	4,5	-2,6
Storbritannien	102	15,1	-3,3	5,6	-1,7
Spanien	100	-1,5	-2,3	4,6	-2,4
Portugal	90	-41,3	1,4	5,6	-3,3
Finland	89	20,6	-2,3	3,0	-1,1
Österrike	80	-2,9	-1,9	4,2	-1,8
Tyskland	63	-5,4	-0,5	3,8	-1,5
Polen	59	4,7	-1,9	8,0	-2,4
Lettland	47	5,2	-1,6	6,2	-1,8
Norge	45	8,3	6,9	6,2	-1,5
Nederländerna	43	-17,5	0,2	5,4	-1,9
Litauen	40	0,0	-0,4	8,5	-2,5
Sverige	35	-8,0	-0,2	4,5	-1,2
Irland	33	-39,8	1,2	9,0	-3,4
Danmark	28	-14,2	2,2	4,2	-0,8
Estland	24	13,9	-1,7	7,2	-0,9

Källa: IMF och egna beräkningar

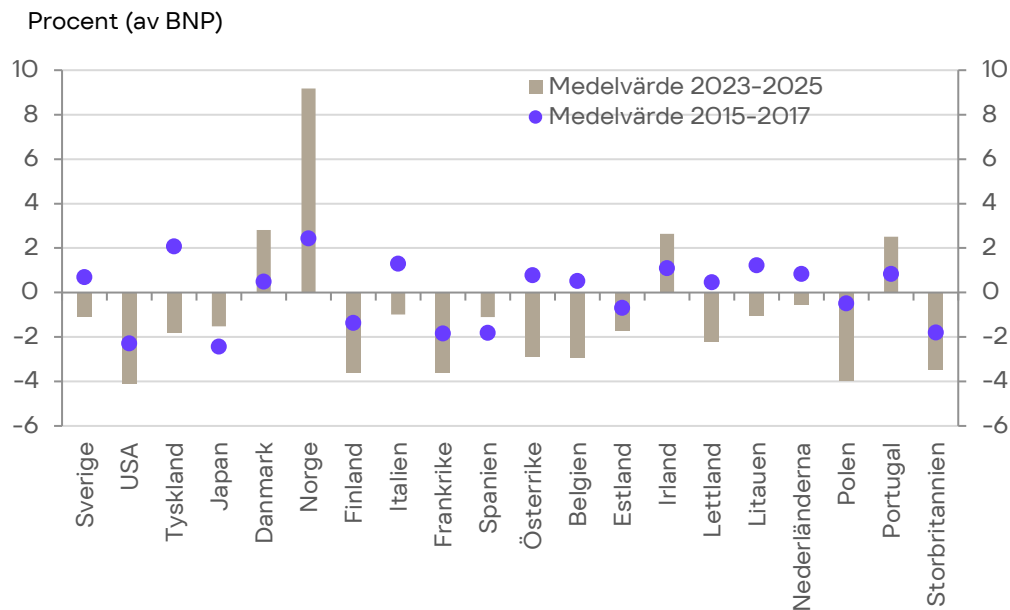
Anm: * avser år 2025; ** avser förändring mellan åren 2016 till 2025; *** avser medelvärde mellan åren 2016 till 2025. I kolumn 6: r avser genomsnittsräntan på lånestocken, g avser den nominella tillväxten, och d avser skuldkvoten. Genomsnittsräntan beräknas genom att beräkna kvoten mellan statens räntebetalningar och den offentliga skulden. Färgerna i matrisen speglar en inbördes jämförelse inom varje kolumn. Färgskalan går från röd till grön, där röd ska tolkas som "sämre" medan grön ska tolkas som "bättre". Vi har inte gjort någon bedömning om vad som i absolut mening är bra eller dåligt.

I 14 av de 20 jämförda länderna har den primära budgetbalansen förändrats från positivt till negativt, eller från negativt till mer negativt (se diagram 4). För USA, Frankrike, Storbritannien och Finland har skuldkvoterna ökat med mellan 15 och 21 procentenheter mellan åren 2016 och 2025. Det är tydligt att ökningen främst kan förklaras av stora och ökade primära underskott. Under perioden 2023 till 2025 har det genomsnittliga underskottet i dessa länder varit åtminstone 3,5 procent av BNP.

För att öka förståelsen för budgetsaldots utveckling delas utvecklingen upp i förändringar på utgifts- respektive inkomstsidan för olika tidsperioder (se diagram 5).

En viss tendens finns för att det främst är ökade utgifter som förklarar de försämrade offentliga finanserna. I genomsnitt ökade utgifterna mellan perioden 2005–2007 och perioden 2017–2019 något (se längst ut till höger i den övre panelen av diagram 5), men det är mellan perioden 2017–2019 och perioden 2023–2025 som utgifterna ökade märkbart (nedre panelen av diagram 5). Intäkterna ökade också men inte alls lika mycket.

Diagram 4. Primärsaldo



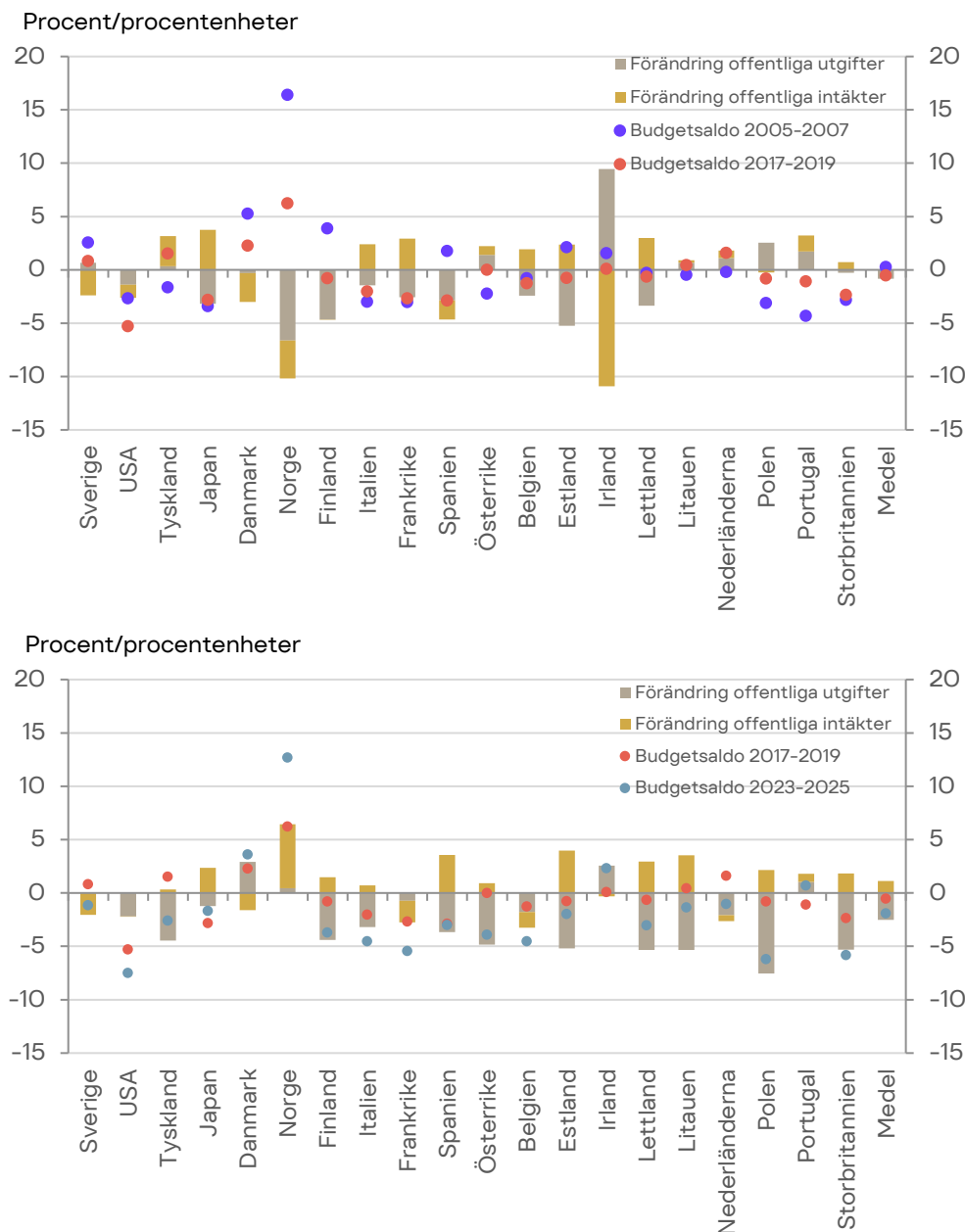
Källa: IMF och egna beräkningar

För USA är det tydligt att samtliga delar bidragit till ökade underskott. Utgifterna ökade mer än BNP och dessutom minskade intäkterna något mellan perioden 2005-2007 och period 2017-2019, för att sedan ligga kvar på ungefär samma nivå. I Japan har intäkterna ökat i förhållande till BNP vilket gjort att underskottet minskat till en mer hanterbar nivå. Även i Italien har inkomsterna ökat i förhållande till BNP. Ändå har underskotten ökat, då utgifterna ökat än mer. Situationen i Frankrike har förvärrats under den senare perioden då intäkterna minskat samtidigt som utgifterna har ökat.

Två andra länder vars underskott vuxit till att bli förhållandevis stora är Polen och Storbritannien. I båda fallen har utgifterna ökat betydligt mer än BNP, medan intäkterna halkat efter. Idag är statsskulden i Polen kring 60 procent inte anmärkningsvärt hög. Skuldkvotens ökning har dämpats av att tillväxten i Polen varit hög – real BNP har vuxit med i genomsnitt 3,8 procent de 30 senaste åren. Internationella valutafonden bedömer dock att tillväxten växlar ner framöver, till ungefär 2,5 procent de nästkommande 5 åren.

Utgiftsökningarna har till stor del drivits av ökade investeringar i försvar och en utbyggnad av välfärdssystemet. Sannolikt är dessa kostnader svåra eller inte heller önskvärda att reversera. För att stabilisera skuldkvoten på hållbara nivåer kommer det sannolikt bli nödvändigt för den polska staten att göra förändringar som ökar den offentliga sektorns intäkter.

Diagram 5. Förändringar i budgetsaldo



Källa: IMF och egna beräkningar

Anm: Budgetsaldo avser skillnad mellan statens intäkter och utgifter, i procent av BNP. I den övre panelen mäts förändringar i offentliga utgifter respektive intäkter som förändringar i procent av BNP i perioden 2017-2019 jämfört med i perioden 2005-2007. I den nedre panelen mäts motsvarande förändringar i perioden 2023-2025 jämfört med i perioden 2017-2019. Eftersom en ökning i offentliga utgifter (som andel av BNP) har en negativ effekt på budgetbalansen så illustreras utvecklingen då med ett negativ bidrag i diagrammet. Notera att de röda helfyllda cirkelarna därmed är summan av balansen i period 2005-2007 (blå helfyllda cirklar) och nettobidraget från staplarna.

I Storbritannien är skuldkvoten hög redan idag. Bedömningen från IMF är dock att den kommer stabiliseras framöver då man genomför förändringar som ska göra att intäkterna ökar snabbare. Detta innefattar bland annat en redan genomförd ökning av arbetsgivaravgifter och frysta nivåer för inkomstskattens

trösklar (över tid hamnar en större andel av inkomsterna i högre skatteklasser).⁵ Just i Storbritanniens fall ter sig detta som en rimlig väg att gå, givet att skattetrycket är lågt jämfört med de flesta länderna i Europa och betydligt lägre än i Sverige.⁶ Likväl finns det en uppenbar risk att den ekonomiska aktiviteten hämmas av skatteökningarna – men åtgärderna borde ändå i Storbritanniens fall bedömas vara nödvändiga för att kunna undvika en skuldkris.

När är skulden för hög?

För att bedöma om en skuldnivå är hållbar behövs en samlad bedömning, bland annat av skuldkvoten, räntan, tillväxten och det primära budgetsaldot. En hög skuldkvot blir särskilt besvärlig när räntan är hög i förhållande till tillväxten, och de offentliga finanserna samtidigt uppvisar stora primära underskott.

Samtidigt är det nödvändigt att fråga om utvecklingen är på väg åt rätt håll. Om den inte är det – hur stora förändringar krävs för att vända den? IMF:s definition av en hållbar offentlig skuld är:

“In general terms, public debt can be regarded as sustainable when the primary balance needed to at least stabilize debt under both the baseline and realistic shock scenarios is economically and politically feasible, such that the level of debt is consistent with an acceptably low rollover risk and with preserving potential growth at a satisfactory level.”⁷

Kärnan i detta är att skuldnivå kan sägas vara för hög när den finanspolitiska anpassning som krävs för att stabilisera och därefter minska skuldkvoten blir så omfattande att det inte längre framstår som sannolikt att staten kommer att kunna eller vilja genomföra den. Eller att det rent av inte är möjligt utan att det får för stora negativa effekter på tillväxten.

Det är när man närmar sig det läget som investerare börjar tvivla på att den finanspolitiska utvecklingen kan eller kommer att vändas. Det kan liknas vid en så kallad tipping point, där en relativt liten förändring i utsikterna kan få marknadens bedömning att plötsligt förändras. Det kan exempelvis handla om en mindre försämring av tillväxtutsikterna eller förändrade bedömningar av den politiska viljan att genomföra de åtgärder som krävs. Om en sådan förändring får investerare att börja tvivla på att skulden kan stabiliseras kan riskpremierna stiga snabbt. De högre räntorna försämrar då i sin tur de offentliga finanserna och landet kan riskera gå in i en självförstärkande spiral som är svår att komma ur.

När denna process börjar är svårt att avgöra i förväg. Situationen blir mer känslig när både skuldkvoten är hög och de offentliga finanserna fortsätter att uppvisa betydande underskott. Då minskar utrymmet att vänta på bättre tider och det krävs allt större förändringar för att vända utvecklingen. Den kritiska punkten uppstår när marknaden börjar bedöma att tiden håller på att rinna ut och att de åtgärder som krävs för att återställa hållbarheten inte längre framstår som politiskt eller ekonomiskt realistiska.

För ett euroland påverkas bedömningen dessutom av att det finns europeiska institutioner och stödmekanismer som kan begränsa risken för ett akut finansieringsstopp. Riskpremien speglar inte bara sannolikheten för att staten ska få

⁵ International Monetary Fund (2026), *United Kingdom: 2026 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 26/172, July 2026.

⁶ OECD (2025), *Revenue Statistics 2025: Tax Revenue in the OECD Countries*

⁷ IMF (2021), *Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries*, IMF Policy Paper No. 2021/003, International Monetary Fund.

betalningsproblem, utan också hur stora förluster investerare bedömer att de skulle drabbas av i ett sådant scenario.

Ytterst är frågan om det fortfarande finns en trovärdig väg tillbaka till stabila offentliga finanser, eller börjar marknaden tvivla på att en sådan väg är möjlig? Det är när den senare bedömningen får fäste som risken ökar för kraftigt stigande riskpremier och en skuldcrisis.

3. Räntebetalningarna kommer fortsätta öka

Att marknadsräntorna har stigit är i synnerhet oroande för länder där skuldkvoterna redan är höga, eftersom stigande räntor får större genomslag på räntekostnaderna desto högre skulderna är. Således behöver en större del av de offentliga intäkterna då användas till ränteutgifter.

Samtidigt har stigande marknadsräntor ännu inte fått fullt genomslag i de faktiska ränteutgifterna. Statsskulderna har i många länder en sammansättning som innebär att stora delar av skulden refinansieras först flera år fram i tiden (se diagram 6). Merparten av länderna har en låg andel av sin statskuld som har en löptid kortare än ett år, med undantag för Norge. Exempelvis har den franska statsskulden en genomsnittlig återstående löptid på cirka åtta år⁸. För de länder i urvalet som det finns mer detaljerad statistik så kan vi se att flera av dem har störst andel av sin skuld på löptider mellan 10 och 30 år.

Räntan som länderna idag behöver betala vid upptagande av nya lån är betydligt högre än den genomsnittliga räntan de betalat på skuldstocken det senaste decenniet. För Norge, som finansierar sig i förhållandevis hög utsträckning med att emittera obligationer (eller växlar) med korta löptider, har det högre ränteläget redan slagit igenom tydligt i räntebetalningarna (se diagram 7). Marknadsräntan på 10-åriga norska statsobligationer är idag cirka 2,5 procentenheter högre än den ränta som de i genomsnitt betalade under åren 2016–2025. Redan 2025 hade räntan på skuldstocken ökat med 1,5 procentenheter, vilket innebär att en stor del av ränteuppgången redan slagit igenom. Räntan på skuldstocken kan väntas stiga med ytterligare en procentenhet – om marknadsräntorna ligger kvar på dagens nivåer.

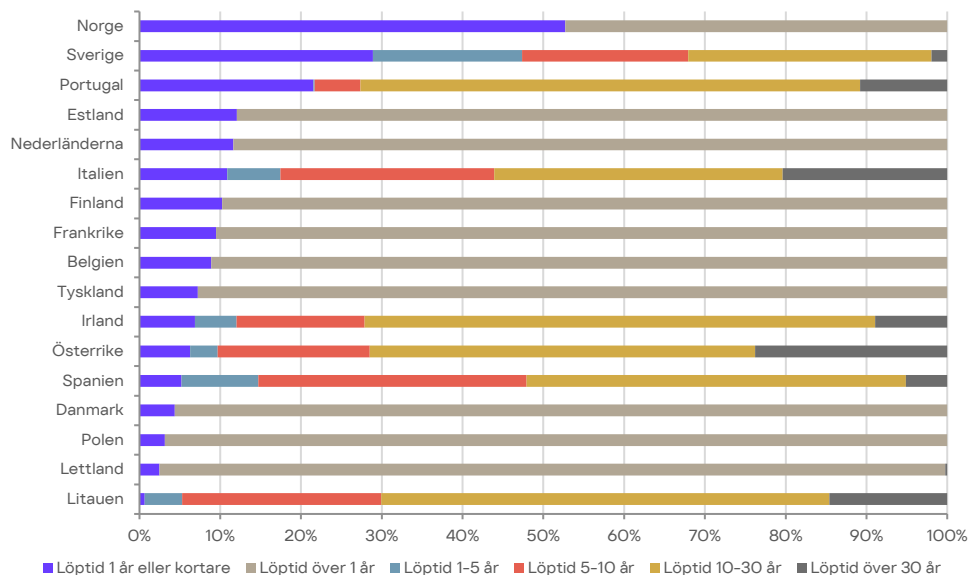
För de flesta länderna i jämförelsen har dock genomslaget i faktiska räntebetalningar varit små i förhållande till vad de kan väntas bli om inte marknadsräntorna minskar framöver. I till exempel Frankrike hade räntan på skuldstocken stigit med ungefär 0,25 procentenheter år 2025, jämfört med under perioden 2016–2025. Om dagens marknadsränta består för Frankrike, kommer räntan för skuldstocken stiga med ytterligare 2 procentenheter på lite sikt. Uppgångar av liknande magnitud är att vänta för fler länder, däribland dem Finland, Japan och Storbritannien.

För ett land som Frankrike med en skuldkvot kring 116 procent så innebär varje procentenhets uppgång i skuldräntan att räntebetalningarna ökar med 1,16

⁸ <https://www.aft.gouv.fr/en/debt-key-figures>

procent av BNP. För USA ökar räntebetalningarna med 1,24 procent av BNP och för Japan ökar de med mer än 2 procent av BNP.

Diagram 6: Konsoliderad offentlig bruttoskuld 2025 uppdelat på löptid



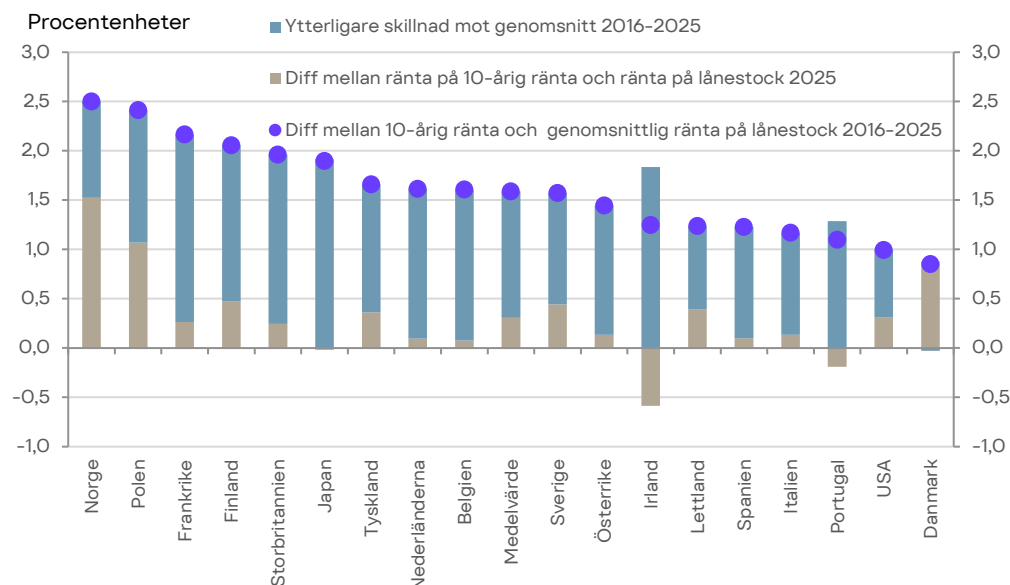
Källa: Eurostat

Högre marknadsräntor och succesivt högre faktiska räntebetalningar innebär att de primära överskotten måste vara än bättre för att stabilisera skuldkvoten. Anta att den nominella räntan på skulden når 4,5 procent. Detta är lägre än marknadsräntorna på både fransk, italiensk och amerikansk skuld. Anta sedan att den nominella tillväxten är 3,5 procent (1,5 real tillväxt plus 2 procent inflation). Från ekvation 1 för skuldens dynamik kan vi då enkelt lösa för hur stort det primära budgetöverskottet behöver vara givet en viss nivå på skuldkvoten:

$$p_t \approx 0,01 * d_{t-1} \quad (2)$$

Givet att skuldkvoten är 50 procent, behöver det primära överskottet vara 0,5 procent av BNP. För ett land med en skuldkvot på 100 procent behöver det vara 1 procent och för ett land med en skuldkvot som i Frankrike behöver det primära överskottet uppgå till ungefär 1,16 procent av BNP. I Frankrike hade man år 2025 ett primärt underskott på mer än 3 procent av BNP. Således är det en betydande förbättring av det primära saldot som skulle behövas för att stabilisera skuldkvoten. Att det krävs krafttag är inte unikt för Frankrike utan gäller också, bland annat, i länder som USA, Finland, Österrike, Belgien, och Storbritannien.

Diagram 7: Differens mellan aktuell ränta på 10 årig statsobligation och genomsnittlig ränta på skuldstocken 2016–2025



Källa: Macrobond Financial, U.S. Department of Treasury, IMF och egna beräkningar

Anm: De helfyllda cirkelarna representerar skillnaden mellan aktuell marknadsränta för 10-åriga statsobligationer den 14 oktober 2026 och den ränta som länderna i genomsnitt har betalat för sin skuld under perioden 2016–2025. Genomsnittsberäkningar utgår från räntorna vid utgången av respektive år. Den gråa delen av staplarna representerar skillnaden mellan den genomsnittliga räntan på skuldstocken år 2025 och den genomsnittliga räntan på skuldstocken under perioden 2016–2025. Den turkosa delen av staplarna representerar skillnaden mellan aktuell marknadsränta för 10-åriga statsobligationer och den genomsnittliga räntan på skuldstocken år 2025. När den gråa delen av stapeln utgör en större del av den totala stapeln ska det tolkas som att en större del av ränteuppgången redan slagit mot räntebetalningarna. För Irland och Portugal är de gråa staplarna negativa. Detta innebär att länderna betalade högre räntor för sina skuldstockar i genomsnitt under perioden 2016–2025 jämfört med vad de gjorde år 2025. Detta är ett resultat av den nedåtgående trenden vi sett i räntor sedan 1990-talet i kombination med långa löptider i ländernas skuldportföljer.

4. Vägen mot lägre skulder

För att stabilisera skuldkvoterna krävs omfattande åtgärder i flera högt skuldsatta länder. Ju längre anpassningen skjuts upp, desto större riskerar åtgärderna att behöva bli. Den del av de offentliga finanserna som politikerna har mest direkt kontroll över är det primära budgetsaldot. De offentliga utgifterna kan minskas genom exempelvis lägre subventioner, minskade transfereringar, eller minskad offentlig verksamhet. På intäktssidan kan skatteintäkterna påverkas genom förändrade skattesatser eller andra förändringar av skattesystemet.

Nedskärningar inom offentlig sektor kan i vissa fall minska utgifterna utan att kvaliteten i verksamheten försämrats, men sådana åtgärder är ofta svåra att genomföra och ger inte alltid stora besparingar på kort sikt. Även om en regering bedömer att det finns behov av att minska de offentliga utgifterna kan det vara politiskt svårt att genomföra sådana åtgärder. Mer omfattande utgiftsminskningar möter ofta motstånd från både väljare och från politiska

partier i opposition. Därför krävs ofta en bred politisk enighet, eller en stark gemensam bild av att åtgärderna är nödvändiga, för att genomföra större och mer varaktiga utgiftsminskningar.

Högre skatter kan i vissa fall vara ett alternativ, men effekterna beror på vilka skatter som höjs. Skatter som försvagar incitamenten till arbete, investeringar och företagande kan påverka konkurrenskraft och tillväxt negativt.⁹ Här finns därför ofta en målkonflikt mellan att stärka de offentliga finanserna och att skapa goda förutsättningar för ekonomisk tillväxt.

För många länder kommer ökad tillväxt att vara nödvändig för att stabilisera och därefter successivt minska skuldkvoterna, utan att det leder till ökad politisk turbulens och sociala oroligheter. Högre BNP-tillväxt gör det lättare att bära en given skuld och minskar, allt annat lika, behovet av smärtsamma budgetminskningar. Det blir särskilt viktigt när högre marknadsräntor gradvis leder till ökade ränteutgifter och därmed större behov av förbättringar i det primära budgetsaldot.

Samtidigt står många länder inför stora investeringsbehov, bland annat kopplade till den gröna omställningen, digitalisering och försvar. Om investeringarna finansieras genom ökad offentlig upplåning kan de på kort sikt bidra till större budgetunderskott och högre efterfrågan på kapital. För många högt skuldsatta länder är det osannolikt att tillväxten ensam ska lösa skuldproblemen utan svåra omprioriteringar och nedskärningar inom offentlig sektor och till och med de sociala trygghetssystemen.

Även om högre tillväxt sannolikt inte kommer att räcka på egen hand innebär högre tillväxt, allt annat lika, att det krävs mindre åtgärder på utgiftssidan och/eller intäktssidan. För Europa handlar det om att stärka produktiviteten genom ökade investeringar i forskning, innovation, digitalisering och kompetens, samtidigt som den inre marknaden fördjupas och företag får bättre möjligheter att växa. Lägre energikostnader och enklare regelverk är också centrala för att stärka europeiska företags konkurrenskraft och frigöra investeringar, i linje med slutsatserna i Draghi-rapporten.¹⁰

5. Tillbakablick till Spanien under eurokrisen

I Spanien ökade skuldkvoten kraftigt, från ungefär 40 till 105 procent, i samband med finanskrisen och den efterföljande europeiska skuldkrisen. Under perioden 2008–2013 minskade BNP med 8 procent, vilket hade en mekanisk ("positiv") effekt på skuldkvoten men innebar också lägre skatteintäkter. Samtidigt ökade offentliga utgifter, bland annat som en konsekvens av tydligt ökade kostnader när arbetslösheten steg dramatiskt. Som grädde på moset ökade räntebetalningarna tydligt när riskpremier på spanska statsobligationer steg. Mellan juli 2008 till juli 2012 ökade skillnaden mellan räntorna på spanska

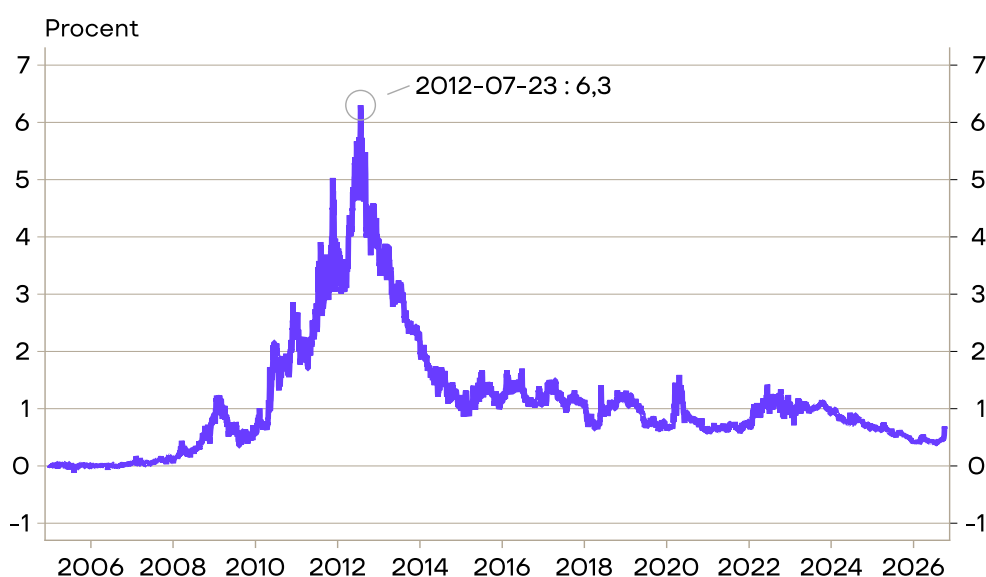
⁹ Ökade skattesatser leder inte nödvändigtvis till ökade skatteintäkter. I länder med redan högt skattetryck kan till och med det omvända vara sant, se till exempel Lundberg, Jacob. "Top income taxation: Efficiency, social welfare and the laffer curve." *Journal of Public Economics* 262 (2026): 105769.

¹⁰ https://commission.europa.eu/topics/competitiveness/draghi-report_en

respektive tyska 10-åriga statsobligationer (den så kallade spreaden) till drygt 6 procent, en uppgång med cirka 5,5 procent (se diagram 8).

När dåvarande ECB-chefen Mario Draghi i juli 2012 meddelade att ECB var beredd att göra "whatever it takes" för att bevara euron minskade oron för ett sammanbrott i valutaunionen. ECB:s efterföljande besked om programmet Outright Monetary Transactions bidrog till att göra detta åtagande trovärdigt. Den spanska riskpremien föll därefter tillbaka, trots att landets offentliga finanser fortfarande var svaga.

Diagram 8. Ränteskillnad mellan spanska och tyska 10-åriga statsobligationer



Källa: Macrobond Financial AB och Macrobond

Draghis ingripande förhindrade en kollaps och gav Spanien tid att genomföra nödvändiga reformer och finanspolitisk åtstramning. Tillväxten ökade sedan succesivt och underskotten i de offentliga finanserna minskade de efterkommande åren. Succesivt högre tillväxt och lägre budgetunderskott gjorde att skuldkvoten minskade något mellan år 2014 till 2019. I samband med pandemin ökade skuldkvoten markant men har därefter fallit tillbaka till pre-pandemiska nivåer, eftersom den nominella tillväxten varit hög samtidigt som de offentliga underskotten varit förhållande små.

Den spanska erfarenheten visar på att det är möjligt att bryta en utveckling där ökade underskott och stigande riskpremier förstärker varandra i en ond spiral. Men det måste då tilläggas att detta med stor sannolikhet inte kunnat ske om inte den europeiska centralbanken med Mario Draghi vid rodret hade intervenerat så tydligt och kraftfullt i marknaden. Dessutom efterföljdes den europeiska skuldkrisen av nästan ett decennium med – ur ett historiskt perspektiv – exceptionellt låga räntor. Detta gjorde att den ändå höga statsskulden i Spanien, liksom i många andra högt skuldsatta europeiska länder, inte blev speciellt betungande.

6. Om marknaden börjar tvivla

Den spanska erfarenheten illustrerar flera av de mekanismer som kan göra en hög skuldsättning problematisk. Svag tillväxt och stora underskott kan bidra till snabbt stigande skuldkvoter, samtidigt som högre riskpremier kan förstärka utvecklingen genom ökade ränteutgifter. Erfarenheten visar också att utvecklingen kan vändas, men att det kan kräva både finanspolitisk anpassning, högre tillväxt och stöd från europeiska institutioner. I dag ser förutsättningarna annorlunda ut. Flera europeiska länder går in i en period med hög skuldsättning, svag tillväxt och högre räntor än under åren före pandemin. Det finns därför anledning att undersöka hur dessa faktorer kan samverka och vilka konsekvenser en försämring av de offentliga finanserna skulle kunna få för Europa och Sverige.

Dagsläget och uppbyggnad riskscenario

I dag är läget i flera europeiska länder oroande. Som vi sett ovan, finns ett antal länder som kombinerar höga statsskulder med låg tillväxt och betydande budgetunderskott. Vi ser att ränteuppgångarna varit tydligare i länder med högre statsskulder och svagare primärsaldo (se diagram 2). Det gäller bland annat Frankrike och Italien, men även andra länder har begränsat finanspolitiskt handlingsutrymme. EU-kommissionen bedömer att finansieringsbehoven väntas vara fortsatt höga i Belgien, Frankrike, Italien och Finland under de närmaste två åren. Samtidigt bedöms 12 medlemsländer ha hög risk för bristande finanspolitisk hållbarhet på medellång sikt.¹¹

Utvecklingen i Frankrike illustrerar problematiken. Under perioden 2016–2024 uppgick det primära underskottet i genomsnitt till 3,2 procent av BNP, samtidigt som tillväxten var låg. Till skillnad från i Spanien har den franska skuldkvoten fortsatt att stiga trendmässigt under det senaste decenniet och väntas överstiga 120 procent av BNP år 2027. Även Italien har en mycket hög skuldkvot och låg tillväxt, vilket gör de offentliga finanserna känsliga för förändringar i räntor och tillväxt.

Marknadsräntorna på europeiska statsobligationer har samtidigt stigit från de mycket låga nivåer som rådde före pandemin. För länder med stora skuldstockar innebär detta att räntebetalningarna kan komma att bli betungade. Uppgången i räntorna beror inte enbart på ökade riskpremier för enskilda länder. En betydande del har varit en generell uppgång i marknadsräntorna, bland annat till följd av förändrade inflationsförväntningar och en ökad efterfrågan på kapital (se avsnitt 1). Marknadsräntorna kan därför komma att ligga kvar på nivåer som är betydligt högre än de som rådde före pandemin, även om inflationsförväntningarna skulle vända ned. För högt skuldsatta länder innebär detta en risk eftersom en större andel av den utestående skulden successivt kommer att refinansieras till högre räntor.

Tidigare har uppgången i skuldkvoterna i flera länder bromsats av att differensen mellan räntan och tillväxten varit tydligt negativ (se ekvation 1).

¹¹ European Commission (2026), *Debt Sustainability Monitor 2025*, Institutional Paper 332, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels, February 2026.

Givet att dagens räntenivåer består kommer den genomsnittliga räntenivån på skuldstocken successivt att stiga (se avsnitt 3). Om tillväxttakten samtidigt förblir låg kan räntan på den utestående skulden så småningom stiga till en nivå där skillnaden mellan räntan och tillväxten blir mindre negativ, eller till och med positiv. Utan en betydande förbättring av det primära budgetsaldot riskerar ökningen i skuldkvoten då att accelerera.

En farlig spiral

Om marknaden upplever att hållbarheten i de offentliga finanserna äventyras kan dessutom riskpremierna stiga snabbt. Högre riskpremier innebär i sin tur högre finansieringskostnader och därmed ännu större ränteutgifter. För ett enskilt land kan detta skapa en självförstärkande spiral där försämrade offentliga finanser leder till högre räntor, som i sin tur försvagar de offentliga finanserna ytterligare.

Risken behöver inte vara begränsad till ett enskilt land. Om marknaden börjar ifrågasätta de offentliga finansernas hållbarhet i flera högt skuldsatta europeiska länder samtidigt kan riskpremierna stiga bredare. En sådan utveckling skulle kunna förstärkas av att investerare börjar bedöma statsobligationer i olika länder som mer riskfyllda och därför kräver en högre kompensation för att hålla dem. Erfarenheterna från den europeiska skuldkrisen visar att förändringar i marknadens förtroende kan få stora effekter på finansieringskostnaderna, även om de offentliga finanserna inte förändras lika snabbt.

Svårt ändra riktning

En invändning mot detta riskscenario är att regeringar rimligen borde kunna vidta åtgärder långt innan situationen blir akut. Flera europeiska länder har också genomfört eller föreslagit finanspolitiska konsolideringar och strukturella reformer. Problemet är att tillräckliga åtgärder som krävs för att vända utvecklingen kan vara politiskt svåra att genomföra.

Minskade offentliga utgifter, höjda skatter och förändringar av exempelvis pensionssystem innebär konkreta kostnader för olika grupper i befolkningen, medan vinsterna av lägre skuld och minskad risk för framtida finansieringsproblem är mer långsiktiga och svårare att se. Regeringar som försöker genomföra sådana åtgärder riskerar därför att möta motstånd, och det kan finnas starka politiska incitament att skjuta svåra beslut på framtiden.

Detta skapar en risk för politisk handlingsförlamning. Så länge staten kan finansiera sig på marknaden till en hanterbar ränta kan det vara möjligt att skjuta svåra beslut framför sig, trots att skuldkvoten fortsätter att öka. En kraftig försämring av finansieringsvillkoren skulle däremot kunna förändra de politiska förutsättningarna. Om kostnaden för att inte agera blir omedelbar och tydlig kan det uppstå en bredare krisinsikt om att finanspolitiken måste anpassas.

Förändring är dock oundvikligt

En sådan utveckling skulle emellertid innebära att reformerna genomförs under betydligt sämre ekonomiska förutsättningar än om de hade genomförts tidigare. Det är därför möjligt att en finansieringskris blir den faktor som till sist utlöser en mer omfattande finanspolitisk anpassning, men också att den ekonomiska kostnaden för anpassningen då blir större.

Inget likhetstecken mellan skuldkris och kollaps

En sådan krisinsikt behöver dock inte innebära en okontrollerad finansiell kollaps. Euroområdet har sedan skuldkrisen byggt upp flera mekanismer för att hantera allvarliga finansieringsproblem. Europeiska centralbanken kan under vissa förutsättningar ingripa på obligationsmarknaden för att begränsa kraftiga och omotiverade ränteuppgångar i enskilda euroländer, medan europeiska stabilitetsmekanismen (ESM) kan bidra med finansiering till länder som får allvarliga finansieringsproblem.

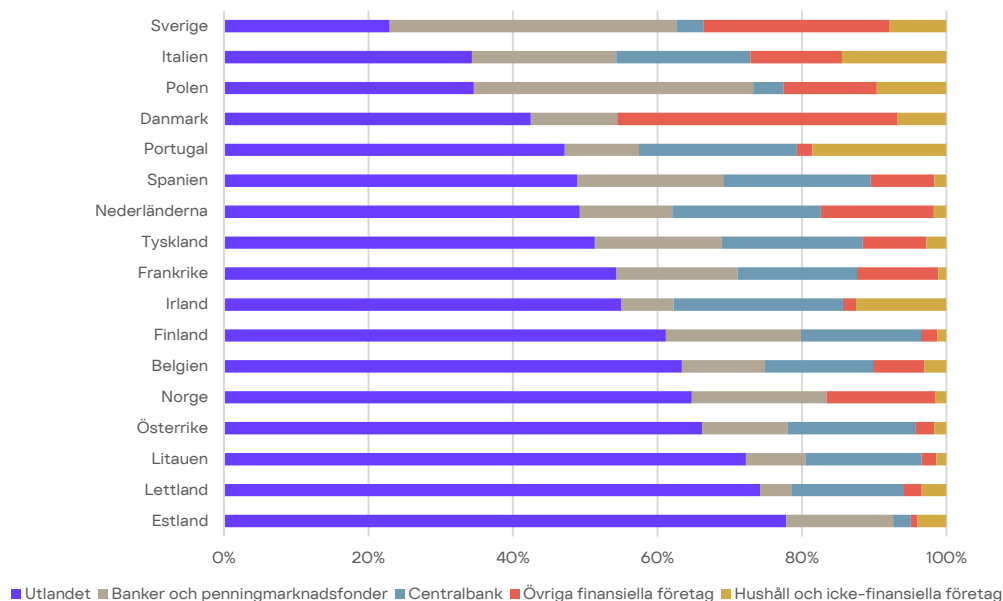
Sådana mekanismer kan minska risken för en okontrollerad finansieringskris, men de eliminerar inte behovet av finanspolitisk anpassning. Ett land som får problem med marknadens förtroende behöver fortfarande en trovärdig plan för att minska underskottet och stabilisera skuldkvoten. Om flera länder samtidigt behöver konsolidera sina offentliga finanser kan det få betydande konsekvenser för den ekonomiska aktiviteten. Det är i nästa steg relevant att fråga hur en sådan utveckling skulle kunna påverka investeringar, konsumtion och tillväxt i Europa – och vilka spridningseffekter den skulle kunna få på svensk ekonomi.

Implikationer för tillväxt

Mer precis hur en skuldkris skulle utspela sig och vilka konsekvenser den skulle få för tillväxten i Europa som helhet och i Sverige specifikt går inte att förutsäga. Utfallet beror bland annat på vad som mer specifikt utlöser krisen, hur utbredd den blir, hur olika redan etablerade stödmekanismer fungerar och vilka ekonomisk-politiska åtgärder som genomförs. Här diskuterar vi kort två centrala mekanismer.

Den första handlar om vad som händer om finansiella aktörer tappar förtroendet för hållbarheten i ett lands offentliga finanser. En sådan utveckling kan leda till stigande riskpremier och därmed högre marknadsräntor på landets statsobligationer. I många länder ägs en betydande del av den offentliga skulden av utländska aktörer. I Belgien ägs exempelvis omkring 63 procent av den offentliga skulden av utländska aktörer (se diagram 9). En hög andel utländskt ägande kan innebära att finansieringen i större utsträckning påverkas av förändringar i internationella investerares riskbedömningar. Det kan i sin tur göra räntorna mer känsliga för förändringar i synen på landets ekonomiska utveckling och de offentliga finansernas hållbarhet.

Diagram 9: Fördelning av ägandet av skuldstockar



Källa: Eurostat (gov_1Odd_ggd) och egna beräkningar

Utländskt ägande kan också bidra till att en skuldkris får konsekvenser utanför det berörda landet. Om priserna på statsobligationer faller kraftigt kan banker och andra finansiella aktörer i andra länder med betydande innehav av obligationerna drabbas av stora förluster. Det är dock bara en av flera möjliga kanaler genom vilka en skuldkris kan spridas genom det finansiella systemet.

En annan kanal är den finansiella integrationen mellan europeiska banker. Banker kan ha betydande placeringar i statsobligationer, samtidigt som de är beroende av finansiering från andra banker och aktörer på de finansiella marknaderna. Om värdet på statsobligationerna faller kraftigt kan det uppstå osäkerhet kring bankernas kapitalisering och framtida solvens. Farhågor om sådana problem kan i sin tur leda till högre riskpremier på bankernas finansiering och akuta likviditetsproblem. Även om det finns stabilitetsmekanismer och centralbanksåtgärder som kan begränsa likviditetsproblemen, kan en sådan utveckling ändå innebära högre finansieringskostnader för banker. Det kan i sin tur leda till högre räntor och sämre kreditvillkor för företag och hushåll, vilket dämpar investeringar och konsumtion och därmed tillväxten.

En annan, och mer direkt, mekanism är den finanspolitiska anpassning som kan behöva genomföras när marknaden ifrågasätter hållbarheten i de offentliga finanserna. Det kan exempelvis handla om minskade offentliga utgifter, mindre generösa ersättningar i socialförsäkringssystemen eller höjda skatter. Sådana åtgärder dämpar normalt den samlade efterfrågan på kort sikt och kan därmed bidra till lägre konsumtion och investeringar. Hur stora effekterna blir beror bland annat på vilka åtgärder som genomförs, hur snabbt de genomförs och hur hushåll och företag reagerar.

Sammantaget är det svårt att veta hur kraftig eller långvarig en skuldskris skulle kunna bli och därmed också hur stora effekterna skulle bli på svensk tillväxt. Att en omfattande europeisk skuldskris skulle påverka svensk ekonomi negativt är däremot rimligt att räkna med, eftersom Sverige är nära sammankopplat med övriga Europa genom både finansmarknaderna och handeln med varor och tjänster.

Det finns också historiska erfarenheter av att finanspolitiska problem i andra europeiska länder kan få realekonomiska konsekvenser i Sverige. När skuldskrisen fördjupades under 2011–2012 försvagades efterfrågan i euroområdet kraftigt, vilket slog mot svensk export och bidrog till en bredare avmattning i den svenska ekonomin. Riksbanken bedömde vid denna tidpunkt att den svaga utvecklingen i euroområdet var en viktig orsak till den försämrade svenska exportefterfrågan och den svagare tillväxten.¹²

7. Europas utmaning är större än skulderna i sig

Det finns samtidigt anledning att inte enbart se utvecklingen utifrån ett krisperspektiv. Europas långvarigt svaga tillväxt är i sig ett problem, även om den inte leder till en skuldskris. Låg produktivitetstillväxt, svaga investeringar och en åldrande befolkning riskerar att begränsa välbefindets utvecklingen under lång tid framöver. Det viktiga är därför inte bara att undvika en skuldskris, utan att skapa förutsättningar för en starkare ekonomisk utveckling. Europa har i hög grad möjlighet att påverka sin egen utveckling genom reformer som stärker investeringarna, produktiviteten och konkurrenskraften. En allvarlig skuldskris skulle visserligen innebära stora ekonomiska kostnader, men skulle också kunna skapa ett starkare förändringstryck och en politisk vilja att genomföra åtgärder som annars riskerar att skjutas på framtiden. Den långsiktiga utmaningen är därför större än att hantera skulderna – det handlar om att skapa förutsättningar för högre tillväxt.

¹²Se till exempel Riksbankens "Redogörelse för penningpolitiken 2012".

KONTAKT

Teknikföretagens ekonomer



Erik Spector
Chefekonom
08 -782 08 48
erik.spector@teknikforetagen.se



Susanna Aggeborn
Ekonom
08-782 08 45
susanna.aggeborn@teknikforetagen.se



Mattias Almgren
Ekonom
08-782 08 44
mattias.almgren@teknikforetagen.se



Arvid Lodén
Ekonom
08-782 08 22
arvid.loden@teknikforetagen.se



Thea Sandin
Junior ekonom
08-762 66 61
thea.sandin@teknikforetagen.se



Teknikföretagens 4600 medlemsföretag står för en tredjedel av Sveriges export och över en miljon jobb. Vår uppgift är att stärka våra medlemmars konkurrenskraft och driva den hållbara utvecklingen framåt. Tillsammans med företag över hela landet formar vi teknikbranschens framtid – för vi är tekniksverige

www.teknikforetagen.se