

April - 2026

# Derivatbladet – dags att gå kort det svenska finanspolitiska ramverket!

---

Av Henrik Unell, Chief Strategist

---

## Intro

Min [grundanalys](#) sedan ett år tillbaka kvarstår i det att förvaltare måste positionera sig för en ny verklighet. Geopolitik kommer inte på dagsbasis avgöra vart räntor ska ta vägen men på sikt tror jag att det är den viktigaste drivkraften. Verkligheten rör sig snabbare än vi någonsin hade kunnat ana när stressen i det internationella systemet ökar. Essensen i det här derivatbladet är att dagens marknadspriser är en svunnen tids berättare, omodern och med svag relevans givet dagens förutsättningar. Den låga svenska statskulden och det finanspolitiska ramverket är en anakronism. Regeringen pratar om det nya säkerhetshotet som existentiellt men letar i praktiken efter växelpengar i bakfickan. Logiken håller inte och räntemarknaden bör ta sig en funderare på om det inte är läge att gå kort det svenska finanspolitiska ramverket.

## En geopolitisk short squeeze

Jag har länge trummat budskapet att en geopolitisk short squeeze har drabbat det internationella systemet, Sverige inkluderat. Den utrikespolitiska "kortposition" som Europa och Sverige satt på i tre decennier plus (aldrig mera krig) var enastående lukrativ då den betalade en stor årlig "fredsutdelning". USA:s roll som världspolis lade locket på militär konflikt och en av statsbudgetens största utgiftsposter försvann. Hade svensk försvarspolitik hållit fast vid 2-procentsmålet hade försvarsutgifterna de senaste 25 åren varit 700-900 miljarder större, pengar som Sverige istället har kunnat använda till skattesänkningar och allehanda välfärdsförbättringar. Men när den geopolitiska volatiliteten nu stiger dramatiskt blir det kostsamt att täcka tidigare kortposition.

## Fukuyama och det strategiska misstaget

Den intellektuella täckmantel som fick Europas och svenska politiker att prioritera bort och försumma nationell säkerhet var statsvetaren Francis Fukuyamas tes om "historiens slut". Hans essä släpptes 1989, bara månader innan Berlinmuren föll i november samma år. Om det liberala paradigmet verkligen hade segrat, vilket var Fukuyamas tes, behövdes det inte längre några stridsvagnar då stormaktspolitik hörde det förflutna till. Mjuk makt och global handel ersatte militär makt i den nya liberala världsordningen.

## Svenskt försvar – ett särintresse

Essensen i dåvarande statsminister Fredrik Reinfeldts konstaterande under Folks och Försvars rikskonferens 2013, (ett år innan Ryssland anföll Ukraina första gången) sammanfattade Sveriges hållning: att "försvaret var ett särintresse" bland många i den svenska statsbudgeten. Denna tre decennier "blankning" av Sveriges säkerhetspolitiska position kan jämföras med hur svenska beslutsfattare betraktade svenska räntor och Riksbankens styrränta som evigt låga. Det var samma systemiska tankefel som extrapolerade nuet i all oändlighet och som gör att Sveriges gigantiska säkerhetspolitiska skuld och fastighetsskulden är två sidor av samma mynt.

## Ett säkerhetspolitiskt "Minsky moment"

Det Europa och Sverige nu råkat ut för är ett geopolitiskt och säkerhetspolitiskt "Minsky moment". Begreppet avser ursprungligen ett marknadsfenomen som beskriver hur en lång period av stabilitet uppmuntrar till ett risktagande/excesser som till slut leder till en plötslig kollaps när positionen vänder, som den gjorde när Ryssland invaderade Ukraina den 24 februari 2022. Då drog regeringen i den geopolitiska stoppen och redan i mars-2022 deklarerade Sverige en återgång till två-procentsmålet för försvarsbudgeten. Den 18 maj 2022 skickade Magdalena Andersson in en ansökan om svenskt medlemskap i NATO, efter 200 år av alliansfrihet.

## Äktenskapet med USA är över efter 80 år

Nästa geopolitiska "margin call" för Europa och Sverige ägde rum tre år senare. I februari 2025 blev Europa varse den gigantiska felprissättning i den "motpartsrisk" som USA innebar. Vicepresident JD Vance tal vid den säkerhetspolitiska konferensen i München gjorde gällande att USA varken kan eller vill leverera på tidigare löften om sin roll i NATO. Den säkerhetsgaranti som gällt i över 80 år är inte längre i bruk och Trump hotar med ett amerikanskt NATO-utträde och diplomatiska krismöten pågår i detta nu.

Trumps och USA:s nya prioriteringar slår sönder Fukuyamas liberala världsordning och för Europa innebär det en ny överlevnadsstrategi då man snabbt (och kostsamt) måste formera sig och bli en geopolitisk aktör att räkna med. Borta är den värld där vi kunde outsourca vår säkerhet till USA, vår energiförsörjning till Ryssland och vår tillväxt till kinesiska fabriker. I Fukuyamas värld behövde västvärlden inte bekymra sig för den fysiska säkerheten och globaliseringen av produktion och kapital resulterade i en strukturellt låg inflation med låga räntor och stigande tillgångsmarknader.

## Budgetbalans är en relik från förr

Det misstag som marknader och politiker gör i dagsläget är att de analyserar världen med samma geopolitiska lins som tidigare. Att [Finanspolitiska rådet](#) och [Riksrevisionen](#) läxar upp Elisabeth Svantesson för dagens budgetunderskott (ett resultat av högre försvarskostnader), och finansministern svarar med löften om budgetbalans redan 2028 är beviset på att poletten inte trillat ned. Det finns således en tydlig dissonans mellan en ny AKUT geopolitisk verklighet och svenska myndigheters finanspolitiska retorik.

Svenska och europeiska försvarsutgifter har naturligtvis skjutit i höjden men priset för fysisk säkerhet handlar om mer än krut och kanoner. Dessutom hade vi redan hunnit montera ner större delen av den svenska försvarsförmågan så en utgiftsnivå motsvarande 3,5% av BNP (år 2030) lär knappast avskräcka en fiende.

## Outsourcing av västvärldens tillverkningsindustri var nästa strategiska misstag

Den fysiska sårbarheten i Europa och Sverige handlar inte bara om nedmonteringen av försvaret. Parallellt har vi i klassisk laissez faire anda och i jakten på marginaler, outsourcat majoriteten produktion till Kina. Hela Sveriges (världens) högteknologiska förmåga är beroende av stabilitet i en enda geografisk punkt. Kina och Taiwan tillhör det globala blodomloppet och utan deras leveranser kan vi inte bygga vapensystem, AI-servrar alternativt grön energiinfrastruktur.

Beroendet är en restprodukt från den gamla världen då Europa bytte bort det reala kapitalet (fabriker, maskiner, yrkeskunnande) mot finansiellt kapital och vi antog att produktion- och logistikkedjor alltid skulle förbli öppna under USA:s beskydd. Därtill: decennier av penningpolitik med låga räntor och stimulanser har uppmuntrat till konsumtion och finansiell spekulation framför investeringar i en långsiktig industriell bas.

Västvärldens outsourcing visar sig nu ha varit en vinstlott för Kina som kontrollerar hela förädlingsledet och råvarutillgången av allt det väst efterfrågar när vi i all hast tvingas parera en ny geopolitisk verklighet. Det västvärlden nu upptäcker är att det spelar ingen roll hur stort marknadsvärdet är på våra börsindex eller hur mycket pengar centralbanker trycker då det i grunden bara är en illusion av rikedom. De fysiska resurserna, så som olja och energi och försvarssystem, är inte tillgängligt, oaktat prislapp, då de kontrolleras av makter som Kina.

## Finansiellt rika men fysiskt insolventa

Som sagt, med nuvarande krisberedskap räcker det inte med räntesänkningar för att laga trasiga försörjningskedjor. Pengar och kapital förlorar sitt värde i ett läge där värdekedjor har blivit vapen och ett påtryckningsmedel. Kriget i Iran visar på hur snabbt globala försörjningskedjor kollapsar när säkerheten inte längre är garanterad. Europa gör tafatta insatser att påbörja en rörelse, bort från beroendet av Kina, i ett försök att bygga strategisk autonomi. [Critical raw material act](#) och [Chips act 2.0](#) är exempel på det men ambitionen är för klen och landar in för sent då Kinas försprång inom t.ex. processindustrin är så pass stort att västerländska företag omöjligt kan konkurrera.

## Marknadsmässiga villkor och effektivitet måste ta ett steg tillbaka när vår säkerhet är hotad

Högre priser för att tillhandahålla lokala försörjningskedjor är den försäkringspremie västvärlden måste betala för 20 år av försummelse. Mått på framgång har definierats av aktiekurser och kvartalsrapporter istället för militär och strategisk motståndskraft. Och marknaden kommer inte bygga "olönsamma" men nödvändiga smältverk eller halvledarfabriker på egen hand. Det kommer krävas statliga subventioner för att återuppygga den fysiska infrastruktur som vi övergav.

## Europa och Sverige ska kopiera den kinesiska modellen

Trumps tullar och protektionistiska politik är en "sinifiering" av USA:s ekonomiska politik. Kinas statsstyrda modell pressar medvetet ner priser för att ta kål på konkurrensen. De pekar ut strategiska sektorer och göder dem med billiga lån och bidrag. Trump och USA har insett att importberoenden måste bort då strategisk autonomi handlar om produktionskedjor och kontroll över logistik och produkter. Europa lär också bli varse att utan en civil industriell bas försvagas också den militära förmågan. Statliga garantier, subventioner och tullar är helt enkelt de medel man använder för att skydda inhemsk industri till dess att den blivit konkurrenskraftig.

## Statskapitalism framför marknadskrafter

Att bygga strategiska lager inför en potentiell väpnad konflikt är problem som marknadskrafter inte kan lösa. Att stater eller försvarsmakter garanterar köp av dyrare men lokalt producerade metaller, mineraler och andra nödvändigheter, för att säkerställa en långsiktig överlevnad, är en försäkringspremie och en del i en totalförsvarsmobilisering. Staten måste acceptera rollen som "beställare av sista instans", som garanterar en efterfrågan till ett högre pris så att industrin vågar ställa om.

Sverige befinner sig i dagsläget i ett mellanläge med en "krigsbudget" och en retorik om att kriget kan vara nära. Men samtidigt anammar vi en fredsbyråkrati där de juridiska processerna inte ställs om. Det är rimligt att förvänta sig att industrin och industriprocesser måste få en roll som en del i totalförsvaret.

## Mario Draghis rapport handlar ytterst om Europas överlevnadsförmåga

[Mario Draghis rapport](#) (publicerad under 2024, flitigt citerad under 2025 och ett beställningsjobb från EU-kommissionen) är i praktiken den politiska och ekonomiska manual för hur Europa måste tänka framåt. Han noterar Europas investeringsgap och ser framför sig 800 miljarder euro per år i investeringar, en kapitalinsats som saknar motstycke i fredstid. Han föreslår vidare en centraliserad europeisk industripolitik för att motverka konkurrens från Kina. Draghi öppnar upp för defensiva handelsverktyg (tullar och subventioner) för att skydda sektorer där Europa ska vara självförsörjande. Han landar i slutsatsen att låga tullar, billig energi och globala värdekedjor hör det förflutna till och Draghi ser en gemensam skuldsättning (euroobligationer) som den enda realistiska vägen att finansiera detta.

## Kriget i Iran – en del i det stora regimskiftet

Lärdomen för Europa och Sverige av kriget i Iran är att energimarknaden kan fragmentiseras över en natt. För beslutsfattare innebär det att kalkylen för den gröna omställningen, givet nuvarande säkerhetspolitiska

läge, borde växla från ett miljömål till att bli nationell överlevnad. Statens roll och finansiär av den typen av infrastruktur måste lånefinansieras då budgetutrymmen saknas. Vi befinner oss i början av en lång era som sannolikt ska definieras av geopolitisk fragmentering där försvar, infrastruktur och jakten på råvaror är central. Staten (er) kommer så småningom tvingas in i det oundvikliga då USA:s garantier inte är att lita på. Och våra politiker kan knappast säga: "vi såg det inte komma", när varningssignalerna blinkat rött länge.

### Marknadsimplikationer – Den stora rotationen

Under pax americana, den geopolitiska verklighet vi lämnat bakom oss, premierades skalbara mjuk- och tjänstebolag med stora marginaler – capital light var det som gällde. Vi ser dock en renässans i industriaktier, i bolag med fokus på att bygga infrastruktur, försvarsmateriel och energisystem. Faktum är att den fysiska produktionen och kapitalet har att hantera inte mindre än tre megatrender som löper parallellt: 1) AI-revolutionen kräver enorma summor i fysisk infrastruktur (datacenter, energi, chipfabriker) 2) Grön omställning där det nu borde vara uppenbart, i och med kriget, att världens energisystem behöver byggas om och 3) Geopolitisk kapprustning och re-shoring där vi bygger parallell kapacitet av säkerhetsskäl.

Det vi nu ser är slutet på secular stagnation och billigt kapital: från sparandeöverskott till investeringsbehov. I decennier har global ekonomi definierats av för mycket kapital (delvis tack vare penningpolitiken) som jagat för få produktiva investeringar. Det kommer sätta press på obligationsmarknader eftersom resultatet är större budgetunderskott framåt. På fördelssidan skapas via staters växande balansräkningar en ny industribas precis på det sätt som Mario Draghi lyfter fram i sin rapport. I nuvarande världsordning är det statens roll att gå i bräschen och presentera ramar som gör att industrin vågar ta långsiktiga risker. Det kan knappast vara Wallenbergs uppgift (Stegra) att lösa frågor som ytterst handlar om Sveriges säkerhet.

### Valutadynamiken i breda drag

En deglobalisering av produktion betyder en deglobalisering av kapital. Dollarn var den stora vinnaren i en "capital light" värld där det globala sparandet köpte dollar och amerikansk mag7. Om Europa och Sverige slutar placera sitt sparandeöverskott i amerikanska tillgångar för att istället finansiera inhemska stålverk och batterifabriker, minskar efterfrågan på dollar. En ökad fragmentering av kapitalmarknader borde betyda att det globala kretsloppet av dollarköp blir mindre. Kapitalexportörer så som Sverige, Europa, Kina, Japan och Sydkorea "ska gräva där de står" och konsekvensen blir att globalt sparande blir lokalt, istället för att bidda upp Nasdaq och S&P500 till allt mer extrema nivåer. Nordeas prognos om en starkare krona och svagare dollar framåt bär med sig ovan nya geopolitiska resonemang och ramverk.

### Varför investerare bör gå kort det finanspolitiska ramverket

Det svenska finanspolitiska ramverket och en låg svensk statsskuld är fångad av den tidigare geopolitiska tidsdräkten, en relik från förr som har levererat mot en värld som inte längre existerar. Formen och formeln för överlevnad med en ny världsordning, där krig inte är främmande och där demokrati och mänskliga rättigheter knappast står i centrum, kräver en större statlig insats. Det svenska finanspolitiska ramverket har sedan mitten 90-tal hanterat varje lånefinansierad krona som en belastning för framtida generationer. Med min logik, som jag försökt redogöra för, handlar framtiden ytterst om säkerhet och det går inte att ha en regering som uttrycker existentiell brådska men finansiell återhållsamhet i praktiken. Hur är det ens möjligt att vi pratar om ett balansmål i samma andetag som vi diskuterar franska kärnvapen på svensk mark? I en verklig krigsekonomi överger man budgetregler och lånar de summor som krävs. Finansiell stabilitet är ju tämligen värdelös utan fysisk säkerhet. Riksgäldens dubbla lånevolym av statsobligationer för 2026 och 2027 var resultatet av en reaktiv och inte proaktiv handling från statens sida i den meningen att man lyckades identifiera och förekomma den nya geopolitiska spelplanen. Svenska myndigheter och svenska räntor fortsätter att lagga verkligheten. Det finns klöver att tjäna således.

# Disclaimer

*Nordea Markets är det kommersiella namnet på Nordeas internationella kapitalmarknadsverksamhet.*

*Detta dokument innehåller generell bakgrundsinformation som bara får användas av den avsedda mottagaren. Nordea Markets syn och den information som presenteras i dokumentet var aktuella då dokumentet skrevs, och kan ändras utan föregående underrättelse. Dokumentet innehåller ingen utförlig beskrivning av den produkten eller av riskerna förknippade med den. Informationen ska alltså inte betraktas som uttömmande och mottagaren måste göra sin egen bedömning härav.*

*Denna information är inte avsedd som placeringsråd eller ett erbjudande att köpa och sälja finansiella instrument. Informationen är inte anpassad till den enskilda mottagarens specifika placeringsmål, ekonomiska situation eller personliga behov. Lämplig professionell rådgivning ska alltid inhämtas innan placerings- eller kreditbeslut fattas. Det är viktigt att notera att historisk utveckling inte är någon garanti för framtida avkastning.*

*Nordea Markets är inte och söker inte uppträda som rådgivare i juridiska frågor eller i skatte- eller bokföringsfrågor.*

*För det fall detta dokument innehåller analys av pris eller marknad för derivat och inte är undantagen enligt tillämpligt regelverk utgivet av U.S Commodity Futures Trading Commission (CFTC), är den godkänd för distribution i USA till "US persons" som är jämbördiga kontraktsparter utifrån ett CFTC-perspektiv. Nordea Bank Abp är en registrerad swap dealer hos CFTC. Derivattransaktioner med "US persons" måste genomföras i enlighet med reglerna i Dodd-Frank Wall Street Reform och Consumer Protection Act.*

*Detta dokument får inte i något syfte kopieras, distribueras eller publiceras utan skriftligt medgivande i förhand från Nordea Markets.*

*Nordea Bank Abp, Hamnbanegatan 5, FI-00020 NORDEA, Finland, hemort Helsingfors, FO-nummer 2858394-9*

*För mer information om Nordea [www.nordea.com](http://www.nordea.com)*

