

Sverige/Finanspolitik

Osäker valutgång, men marknaden tar valet med ro

Valrörelsen är i full gång och opinionsmätningarna tyder på att det åter blir jämt mellan det två regeringsalternativen. Mycket talar även för att blir en besvärlig regeringsbildning efter valet den 11 september. Men valutgången väntas inte få några större effekter på de finansiella marknaderna eller den makroekonomiska utvecklingen. Det finns en konsensus i svensk politik kring den övergripande inriktningen på finanspolitiken. Stora utmaningar väntar dock nästa regering på både kort och längre sikt. Vi dyker ner i några av utmaningarna: Kan regeringen stimulera tillväxten utan att försvåra Riksbankens jobb att få ned den skyhöga inflationen? Hur ska upprustningen av försvaret finansieras? Är statsskulden onödigt låg?

Marknaden bryr sig inte om valet...

Oberoende av valutgången är det svårt att se att det skulle få några större effekter på kronan eller svenska räntor. Både inom Magdalena Anderssons regeringsalternativ (S, V, MP och C) och Ulf Kristerssons lag (M, SD, KD och L) är spännvidden stor inom den ekonomiska politiken. Det lutar därför åt att det framhandlade kompromissförslaget inte ger några stora förändringar i inriktningen på den ekonomiska politiken under nästa mandatperiod. Vidare finns det en konsensus i svensk politik kring den övergripande inriktningen på finanspolitiken och att de finanspolitiska ramverken ska följas. Det kommer att satsas på försvaret, lag och ordning och välfärden (sjukvården, skolan, äldreomsorgen) under nästa mandatperiod oberoende om Magdalena Andersson eller Ulf Kristersson blir statsminister. Sammantaget väntas valet inte få några större effekter på varken de finansiella marknaderna eller den makroekonomiska utvecklingen.

... men stora utmaningar väntar nästa regering

Sverige står inför stora utmaningar och det skulle vara önskvärt med en handlingskraftig och stabil regering. Skyhögt inflation och sämre tillväxtutsikter gör att kommande regering står inför svåra avvägningar. En expansiv finanspolitik riskerar att spä på den redan höga inflationen och försvåra Riksbankens jobb att få ned den, men en åtstramande finanspolitik riskerar istället att fördjupa konjunkturnedgången. I fördjupning 1 nedan analyser vi om det är möjligt att bedriva en finanspolitik som stimulerar tillväxten samtidigt som den dämpar inflationen.

En annan stora fråga är hur de kraftigt ökad försvarsutgifterna ska finansieras. Ökad skuldsättning, skatter eller dra ned på andra utgifter? Det första alternativet kan framstå som lämpligt givet att statsskulden redan är lägre än innan pandemin och att en fortsatt minskning av statsskulden snarare kan göra

det svårare och dyrare för staten att snabbt öka upplåningen i en framtida kris. På kort sikt är det möjligt att även upplåningen ökar något, men som vi diskuterade i fördjupning 3 är det inte troligt att staten under en längre period skulle finansiera de permanent högre försvarsutgifterna via ökad upplåning.

1: Stimulera tillväxten utan att öka inflationen?

Även om det finns tydliga tecken på att den ekonomiska tillväxten redan bromsar in är svensk ekonomi stark. Arbetsmarknaden är het och företagens orderböcker är fulla. Men hög inflation och stigande räntor urholkar hushållens köpkraft och framåt nästa år räknar vi med att motvinden i ekonomin har tilltagit rejält, med svag tillväxt och stigande arbetslöshet som följd.

Tack vare Sveriges låga statsskuld finns det ett rejält utrymme för staten att dämpa konjunkturnedgången. Men om budgetpropositionen för 2023 skulle innehålla kraftigt höjda generella bidrag eller breda skattesänkningar till hushåll och företag riskerar det att slå tillbaka då detta sannolikt spår på inflationen, vilket i sin tur kan tvinga Riksbanken att höja räntorna ännu mer. Riktade stöd till utsatta hushåll och företag kan fungera bättre, men även riktade stöd kan leda till en generellt högre efterfrågan och därmed öka inflationstrycket.

En expansiv finanspolitik riskerar att spä på den höga inflationen

För att stimulera den ekonomiska tillväxten och samtidigt dämpa inflationen krävs insatser som mer direkt sänker priserna för hushåll och företag. Ett exempel är att införa tillfälliga skattesänkningar på exempelvis energi eller livsmedel – varor där priserna har skjutit i höjden och där uppgången snarare drivs

av globala utbudsproblem än stark efterfrågan i Sverige. En sådan åtgärd kan dämpa inflationen samtidigt som den ökar efterfrågan. Men det kan vara svårt att höja skatten igen när inflationen har dämpats, och det kan också vara ett ineffektivt sätt att hålla uppe efterfrågan i ekonomin. Vidare finns det en risk att en högre efterfrågan spår på det underliggande inflationen, även om till exempel sänkta energiskatter dämpar energipriserna.

Oberoende av vilken regering som styr efter valet räknar vi med att svagare tillväxtutsikter och de rekordhög energipriserna i kombination med upprustningen av försvaret bidrar till en fortsatt expansiv finanspolitik de kommande åren. Samtliga partier har aviserat att de vill kompensera hushållen för de rekordhög energipriserna genom att bland annat sänka energiskatterna eller minska olika typer av avgifter kopplat till överföring, produktion eller konsumtion av energi.

Finansministern har signalerat att utrymmet för ofinansierade reformer nästa år är 30 miljarder kronor, vilket är ett normalt budgetutrymme och skulle indikerar att finanspolitiken kan bli neutral (varken åtstramande eller expansiv) nästa år. Men regeringen vill även att överskottet på ca 60 miljarder kronor från de så kallade flaskhalsavgifterna som betalas in till svenska kraftnät återbetalas till hushåll och företag. Sammantaget skulle det ge en finanspolitisk stimulans på 90 miljarder kronor nästa år, vilket är en betydligt mer expansiv finanspolitik än normalt. Men vi bedömer att sammansättningen av stimulanserna, med en del insatser för att direkt sänka priserna för hushåll på bland annat energi, gör att effekten på inflationen blir begränsad.

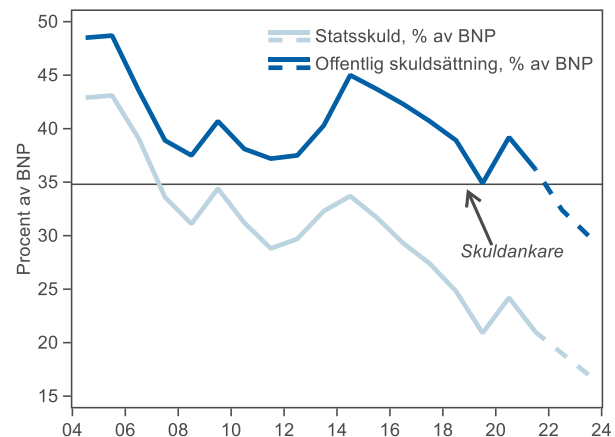
2: Har Sverige för låg statsskuld?

Under pandemins första skede ökade statsskulden, men sedan slutet av 2020 har statsfinanserna förbättrats i snabb takt. Redan förra året var statsskulden tillbaka på samma nivå som innan pandemin och i år fortsätter skulden att minska. Den snabba förbättringen av statsfinanserna har drivits av en stark återhämtning i den svenska ekonomin och den succesiva minskningen av pandemirelaterade stödåtgärder till hushåll, företag och kommuner. Riksbankens val att på egen hand låna upp till valutareserven har också tryckt ned statsskulden. Men även utan att räkna med Riksbankens nya strategi för valutareserven har statsskulden minskat.

Statens finanser kommer sannolikt fortsätta att se allt bättre ut. Riksgälden räknade i sin senaste prognos från i slutet av maj med att statsskulden minskar till 17 procent av BNP nästa år, trots att tillväxten

dämpas och att finanspolitiken blir något mer expansiv än normalt (de antar att det blir 40 miljarder kronor i ofinansierade åtgärder nästa år). Även hela offentliga sektorns skuld (den så kallade Maastrichtskulden), som innefattar både staten, kommuner och regioner, bedöms minska både i år och nästa år ned till cirka 30 procent av BNP. Det är i nivå med den nedre intervallgränsen för skuldankaret, som anger att skulden bör ligga i intervallet 30 till 40 procent av BNP.

Statsskulden fortsätter att minska



Källor: Macrobond, SCB och Riksgälden.

Vad är en lämplig skuldnivå?

Forskningen ger inte något entydigt svar på vad som är en "optimal" offentlig skuldsättning. En hög skuldnivå gör ekonomin mer sårbar för strukturella förändringar och högre räntor, samt minskar handlingsutrymmet i en kris. Men en låg skuld är inte en garanti för att ett land kan klara en kris utan besparingar. I samband med finanskrisen steg exempelvis den offentliga skulden i Irland från 25 procent till över 120 procent. Och det finns andra länder med en hög skuldkvot där finanspolitiken bedöms vara hållbar.

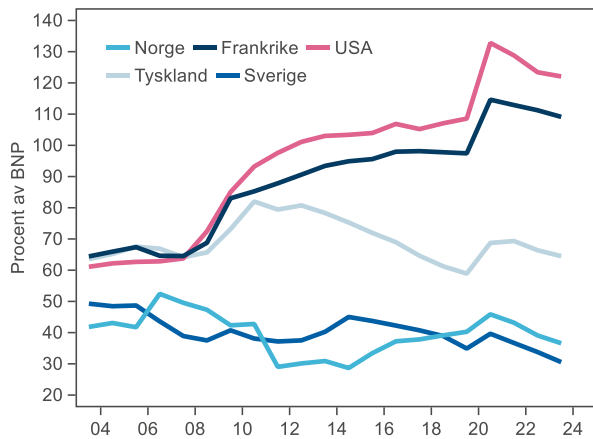
Enligt en OECD-studie kan en lämplig skuldnivå för Sverige vara omkring 55-75 procent av BNP. Andra studier tyder på att skulden kan stiga till runt 90 procent innan den får negativa effekter för tillväxten och bidrar till högre räntor. Men en del akademiker hävdar att Sverige bör ha en lägre offentlig skuld, cirka 25 procent av BNP, för att ha tillräckligt utrymme att möta en större kris. När dagens överskottsmål infördes 2016 ansågs en offentlig skuld på 35 procent av BNP ge ett tillräckligt utrymme för att hantera även en lång och djup lågkonjunktur utan att statens kreditvärdighet skulle påverkas. Den skulle också innebära en betydande marginal till EU:s skuldgräns, som ligger på 60 procent av BNP.

Sämre beredskap om statsskulden är för liten

Men det finns risker med en för liten statsskuld. Svenska statsobligationer kan bli illikvida, vilket kan

leda till att det blir svårare och dyrare för staten att snabbt öka upplåningen om behov skulle uppstå. I en utredning från 2014 kom man fram till att statskulden bör vara minst 10 - 15 procent av BNP för att säkerställa en permanent låneberedskap. Men det var innan Riksbankens omfattande köp av statsobligationer. Det mesta talar för att det nu behövs en större statsskuld för att marknaden för statsobligationer ska vara likvid. Riksgälden har även påtalat att likviditeten för statsobligationer redan har försämrats och om den sjunker ytterligare kan det bli dyrare för staten att ta lån. Det är alltså möjligt att en fortsatt minskning av statsskulden snarare försämrar än förbättrar beredskapen att klara en framtida kris. Vi har nu en lägre offentlig skuld än Norge, som egentligen inte behöver låna pengar, men som väljer att ha en statsskuld bland annat eftersom de vill ha en väl fungerande marknad för statsobligationer.

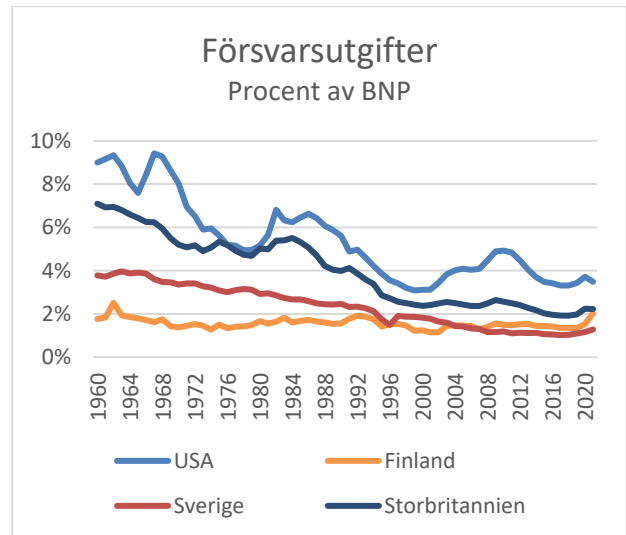
Lägre offentlig skuldsättning än Norge



Källor: Macrobond och EU-kommissionen.

3: Hur ska ökade försvarsutgifterna betalas?

Försvarsutgifterna har trendmässigt minskat de senaste 60 åren. Från att ha svarat för cirka 4 procent av BNP under 1960-talet till 1 procent av BNP för några år sedan. Men alla partier i Riksdagen har nu ställt sig bakom att bygga ut försvaret och att utgifterna för försvaret årligen ska uppgå till 2 procent av BNP. Försvarsmakten bedömer att försvarsutgifterna, genom att stiga successivt de kommande åren, kan nå 2-procentsmålet 2028. Jämfört med dagens försvarsutgifter, cirka 1,3 procent av BNP, innebär det att försvaret från och med 2028 kommer kosta ungefär 40 miljarder kronor mer per år än idag.



Källa: SIPRI Military Expenditure Database.

Hur ska staten finansiera denna ökning av försvarsutgifterna? Förenklat finns det tre sätt: Höja skatter, dra ned på andra utgifter eller låna. Det mesta talar för att det blir en kombination av de två första alternativen. Om det blir tonvikt på skattehöjningar eller omprioriteringar på utgiftssidan beror sannolikt på sammansättningen av regeringen och riksdagsmajoriteten de kommande mandatperioderna.

På kort sikt är det möjligt att även upplåningen ökar något, men att staten under en längre period skulle finansiera de permanent högre försvarsutgifterna via ökad upplåning är inte så troligt. Hur mycket offentlig sektor ska låna eller spara styrs av det finanspolitiska ramverket, som i sin tur är det verktyg som ska se till att finanspolitiken är långsiktigt hållbar. Det finns alltid angelägna välfärdssatsningar, investeringar eller skattesänkningar så utan en "styråra" för hur statsskulden bör utvecklas finns det en risk att underskotten blir för stora. En central del i det finanspolitiska ramverket är överskottsmålet, som just nu är en tredjedels procent av BNP.

Eftersom Sverige har starka offentliga finanser, med en låg statsskuld både i ett historiskt och internationellt perspektiv, anser dock Socialdemokraterna att man istället ska införa ett balansmål och det är troligt att överskottsmålet på sikt sänks till ett balansmål eller till och med ett underskottsmål. Men det skulle ha skett oberoende av om försvarsutgifterna ökar eller inte. Sammantaget är det alltså osannolikt att de permanent högre försvarsutgifterna kommer lånefinansieras.

Resonemanget ovan bygger på att de ökade försvarsutgifterna bara är en kostnad som inte gör någon nytta för samhället. Men, det övergripande syftet med uppbyggnaden av försvaret och att gå med i

Nato är att minska risken för ett militärangrepp, något som framför allt skulle orsaka mycket mänskligt lidande men som även kan få stora negativa effekter på ekonomin och den offentliga sektorns finanser. Därför kan satsningar på försvaret ses som en typ av försäkring. De långsiktiga samhällsekonomiska kostnaderna av ökade försvarsutgifter beror alltså på hur stor risken bedöms vara för militära angrepp samt hur ett starkare försvar kan minska riskerna för sådana angrepp.

Anders Bergvall, anders.bergvall@handelsbanken.se

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen, i Finland av finska Finansinspektionen och i Danmark av danska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsгарant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåsarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58	Denmark	Jes Asmussen	Chief Economist, Denmark	+45 46 79 12 03
				Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19
Web						
Terese Loon		+46 8 701 28 72	Norway	Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Sweden				Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Helena Bornevall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 1859				
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093				
Anders Bergvall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 8378	UK	James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711				
			Trading Strategy			
Finland				Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 701 83 16
Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404		Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403		Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
				Johanna Högfeldt	Senior Strategist FX	+46 8 701 17 11
				Andreas Hild	Ränte- och valutastrateg	+46 8 701 83 32

Debt Capital Markets

Robert Radway	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 21 97
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 45
Thomas Grandin	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 83

Sales

Fixed Income Sales

Tomas Grandin +46 8 463 45 83

FX Sales

Petter Fjellheim +47 22 823 029

Syndication

Thomas Grandin +46 8 701 345 83

Risk advisory and cash management

Netherlands

Annelies Pruik +31 204 127 668

Denmark

Kristian Nielsen +45 46 79 12 69

Sweden

Petter Holm +46 8 46 345 92

Johan Martinsson +46 702 01 73 58

Finland

Mika Rämänen +358 10 444 62 20

UK

Chris Yoxall +44 207 578 86 20

Norway

Petter Fjellheim +47 22 82 30 29

Toll-free numbers	From Sweden to N.Y. & Singapore 020-58 64 46	From Norway to N.Y. & Singapore 800 40 333	From Denmark to N.Y. & Singapore 8001 72 02	From Finland to N.Y. & Singapore 0800 91 11 00	Within the US 1-800 396-2758
--------------------------	--	--	---	--	--

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen

Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

Helsinki

Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo

Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London

Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York

Handelsbanken Markets Securities, Inc.
900 Third Avenue,
New York, NY 10022-4792
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC