

FÖRDJUPNING

Den finansiella förmögenheten i offentlig sektor³⁶

Den offentliga sektorns finansiella ställning har utvecklats från en nettoskuld motsvarande 31 procent av BNP i mitten av 1990-talet till en nettoförmögenhet på 27 procent av BNP idag. Krympande statsskuld i kombination med gynnsam värdeutveckling i såväl statliga bolag som i pensionssystemets buffertfond förklarar utvecklingen. En successiv återgång till överskottsmålet innebär att den offentliga förmögenheten fortsätter att växa framöver. Förmögenhetens utveckling på längre sikt avgörs av vilken avkastning som tillgångarna genererar och hur högt överskottsmålet sätts.

Nästan 1 000 miljarder i finansiell nettoförmögenhet

Den finansiella nettoförmögenheten i offentlig sektor har växt med mer än 1 500 miljarder kronor sedan 1995 och motsvarade i slutet av 2013 nästan 27 procent av BNP (se diagram 106). Nettoförmögenheten utgörs av skillnaden mellan finansiella tillgångar värderade till motsvarande 80 procent av BNP och skulder motsvarande 54 procent av BNP (se diagram 107).³⁷

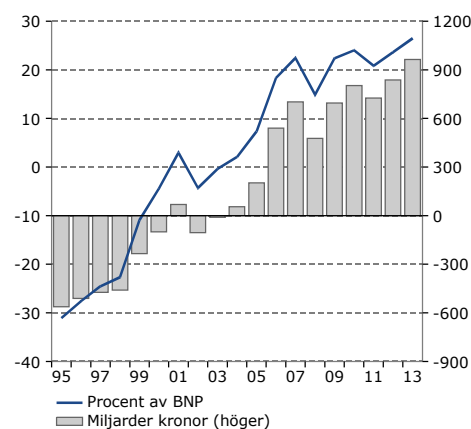
I diagram 108 görs en grov uppdelning av de olika tillgångslagen. Buffertfonden i ålderspensionssystemet, som i sin tur består av Första-Fjärde och Sjätte AP-fonderna, motsvarar ett värde av nästan 30 procent av BNP och är därmed den enskilt största finansiella tillgångsposten i den offentliga sektorn. De bolag som staten är hel- eller delägare i utgör den näst största tillgången och värderas till drygt 500 miljarder kronor eller 14 procent av BNP. Som finansiell tillgång räknas även utlåning. Staten lånar ut omkring 200 miljarder kronor till hushåll, framför allt i form av studielån via CSN. Även Riksbanken, som i finans-

³⁶ Denna fördjupning bygger till stora delar på den underlagsrapport som Konjunkturinstitutet författat för Finanspolitiska rådets räkning, se "Den offentliga sektorns skulder och finansiella tillgångar", Studier i finanspolitik 2014/4, Finanspolitiska rådet. I denna rapport finns en mer detaljerad beskrivning av den finansiella förmögenheten i den offentliga sektorn liksom fler scenarier för förmögenhetsutvecklingen vid olika överskottsmål.

³⁷ I offentlig sektor finns, utöver finansiella tillgångar, även stora *reala* tillgångar. I statens årsredovisning för 2013 ingår i balansräkningen 497 miljarder kronor i statliga materiella anläggningstillgångar, bland annat i form av det nationella väg- och järnvägsnätet, statliga byggnader, statlig mark och försvarets materiel. I SCB:s "Offentligt ägda företag 2012" rapporteras materiella anläggningstillgångar på totalt 579 miljarder kronor i primärkommuner och landsting. Redogörelsen och analysen i denna fördjupning rör endast finansiella tillgångar och bygger på uppgifter i SCB:s finansräkenskaper.

Diagram 106 Offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet

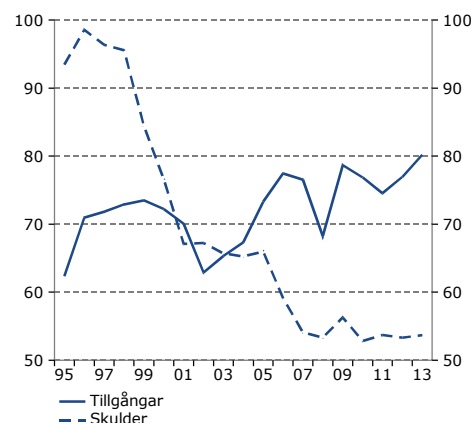
Procent av BNP respektive miljarder kronor



Källa: SCB.

Diagram 107 Offentliga sektorns finansiella bruttotillgångar och skulder

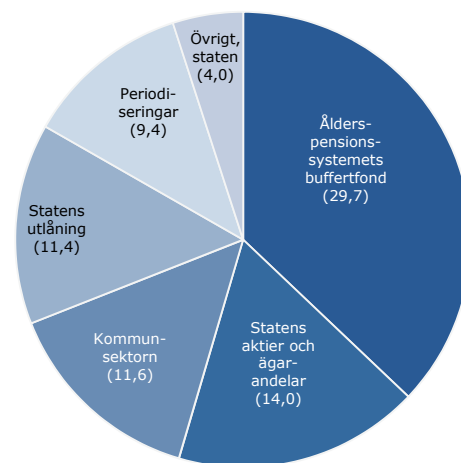
Procent av BNP



Källa: SCB.

Diagram 108 Offentliga sektorns finansiella tillgångar, 2013

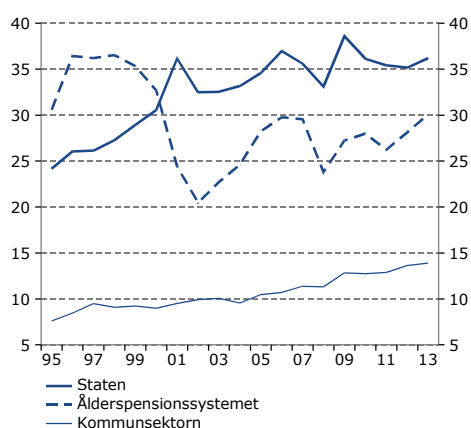
Procent av BNP



Källa: SCB.

Diagram 109 Finansiella bruttotillgångar per delsektor

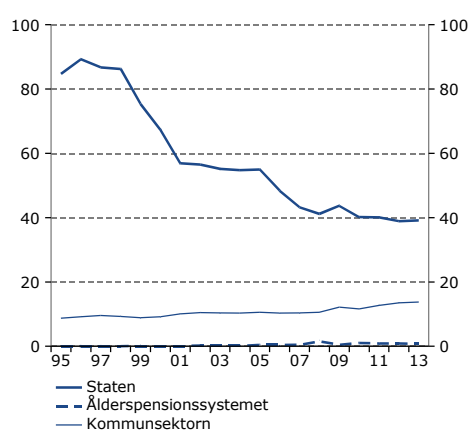
Procent av BNP



Källa: SCB.

Diagram 110 Bruttoskuld per delsektor

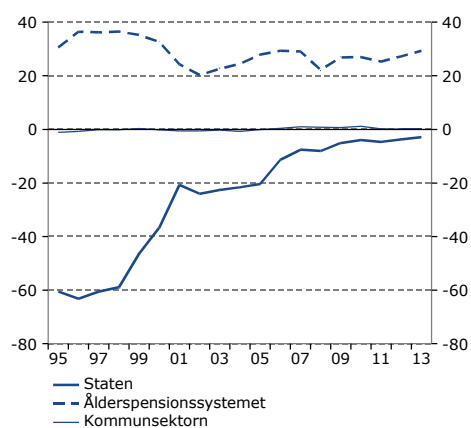
Procent av BNP



Källa: SCB.

Diagram 111 Finansiell nettoförmögenhet per delsektor

Procent av BNP



Källa: SCB.

räkenskaperna ligger utanför den offentliga sektorn, lånar över 200 miljarder kronor av staten för att upprätthålla sin valutare-reserv. Stora finansiella tillgångar finns även i kommuner och landsting, även om en stor del av dessa utgörs av utlåning till framför allt kommunala bolag. I finansräkenskaperna ingår även periodiseringsposter i form av upplupna skatteintäkter och så kallade handelskrediter bland tillgångarna i offentlig sektor.³⁸ Dessa uppgick till 318 miljarder kronor, eller drygt 9 procent av BNP, vid utgången av 2013.

Skulderna i offentlig sektor omfattade totalt 1955 miljarder kronor i slutet av 2013 enligt finansräkenskaperna. Detta är betydligt mer än den offentliga sektorns bruttoskuld enligt EU:s standardiserade mått – den så kallade *Maastrichtskulden* – som uppgick till 1 475 miljarder kronor. Att skulden i finansräkenskaperna är så pass mycket högre än Maastrichtskulden beror bland annat på att skulden i finansräkenskaperna innefattar periodiseringsposter på samma sätt som på tillgångssidan, att skulder i form av utställda obligationer redovisas till marknadsvärde och att skulder inom den offentliga sektorn inte räknas bort (konsolideras).

Tabell 16 ger en översikt över nettoförmögenhetens utveckling sedan 1995 (se även diagram 109–diagram 111). Den offentliga sektorn delas definitionsmässigt upp i staten, ålderspensionssystemet (ÅP-systemet) och kommunsektorn (det vill säga primärkommuner och landsting). Sett till delsektorer har den största förändringen skett i staten, vars skuld har minskat med 45 procentenheter av BNP sedan 1995, medan tillgångarna har ökat med 12 procentenheter av BNP. Utvecklingen har gjort att statens finansiella tillgångar nu nästan är lika stora som skulden.

Buffertfonden i ÅP-systemet är ungefär lika stor i dag som i mitten av 1990-talet i förhållande till BNP (ca 30 procent av BNP), även om den har varierat över tiden.³⁹ Kommunsektorn har bruttotillgångar motsvarande 14 procent av BNP men har, enligt finansräkenskaperna, lika stora skulder och därmed en finansiell nettoförmögenhet nära noll.

Flera faktorer har bidragit till förändringen i nettoförmögenheten i den offentliga sektorn. I följande avsnitt delas

³⁸ Periodiseringarna innebär att skatter och sociala avgifter bokförs i finansräkenskaperna vid den tidpunkt de uppstår i stället för vid den tidpunkt de rent kassamässigt betalas. Periodiseringarna görs bland annat eftersom skatter deklarerar året efter inkomståret och skatten därmed fastställs först i efterhand. Periodiseringsposter finns även på skuldsidan, men av mindre omfattning (236 miljarder kronor, 2013).

³⁹ År 2001 överfördes ca 200 miljarder kronor från ålderspensionssystemet till staten. Åtgärden var en följd av introduktionen av det nya pensionssystemet och motiverades av att alla pensionsåtaganden utom den inkomstrelaterade ålderspensionen, såsom garantipension och efterlevandepension, skulle hanteras av staten.

förändringen av nettoförmögenheten upp i fyra olika förklaringsfaktorer.

Tabell 16 Offentliga sektorns finansiella ställning 1995, 2004 och 2013

Procent av BNP

	1995	2004	2013
Tillgångar	62,3	67,3	80,2
Staten	24,2	33,2	36,2
Ålderspensionssystemet	30,6	24,6	30,1
Kommunsektorn	7,6	9,5	13,9
Skulder	93,4	65,3	53,7
Staten	84,7	54,8	39,1
Ålderspensionssystemet	0,0	0,2	0,8
Kommunsektorn	8,7	10,3	13,8
Nettoförmögenhet	-31,1	2,1	26,5
Staten	-60,5	-21,6	-2,9
Ålderspensionssystemet	30,6	24,5	29,3
Kommunsektorn	-1,1	-0,8	0,1

Källa: SCB.

VÄRDEFÖRÄNDRINGAR FRÄMSTA FÖRKLARINGEN TILL FÖRMÖGENHETSÖKNINGEN

Förändringen i den offentliga sektorns nettoförmögenhet som andel av BNP kan ses som ett resultat av fyra olika effekter:

- Det *primära sparandet* i offentlig sektor består av det finansiella sparandet exklusive nettoinkomster från kapital. Ett positivt primärt sparande kan användas till att minska den offentliga skulden eller öka de finansiella tillgångarna och bidrar därför, allt annat lika, till en ökning av den finansiella nettoförmögenheten.
- Positiva *nettokapitalinkomster* (det vill säga kapitalinkomster minus ränteutgifter) i offentlig sektor bidrar, allt annat lika, till en ökad finansiell nettoförmögenhet på samma sätt som det primära sparandet. Positiva nettokapitalinkomster, i sin tur, genereras med något förenklade antaganden av en positiv nettoförmögenhet. På motsvarande sätt genererar som regel en negativ nettoförmögenhet negativa nettokapitalinkomster.
- *Värdeförändringar* av tillgångar sker till följd av förändrade marknadspriser (för tillgångar som handlas på marknader,

såsom aktier och obligationer) eller förändrade värderingar (för tillgångar som inte handlas på marknader, så som statligt helägda bolag). Till värdeförändringar hör här också förändringar i tillgångarna som uppstått på grund av anskaffning eller avyttring liksom rena redovisningstekniska förändringar. Denna post beräknas här residualt och utgör därmed den förändring av nettoförmögenheten som inte förklaras av finansiellt sparande.

- *Ekonomisk tillväxt*, till sist, innebär att en given finansiell ställning i kronor utgör en avtagande andel av BNP, i takt med att BNP växer över tiden. Om nettoskulden 1995 på 563 miljarder kronor skulle ha varit den samma idag, skulle det inneburi en nettoskuldminskning från 31 procent av BNP till 15 procent. På motsvarande sätt bidrar stigande BNP vid en positiv nettoställning till att minska dess andel av BNP.

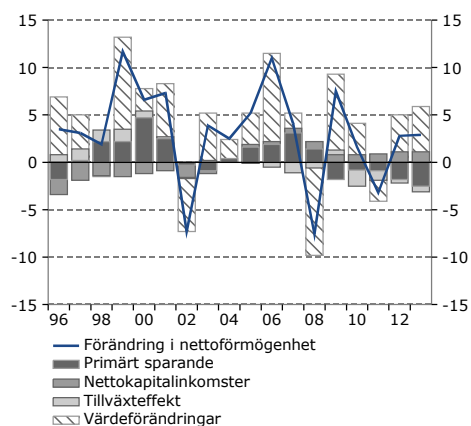
Tabell 17, som åskådliggör dessa fyra effekter, visar att värdeförändringar är den dominerande effekten och förklarar nästan 52 av de 58 procentenheter förändring mellan 1995 och 2013.

Primära sparandeöverskott under perioden har bidragit till en ökning av nettoförmögenheten med knappt 10 procent av BNP (se diagram 112). Skillnaderna mellan delsektorerna är dock betydande (se diagram 113–115). Staten har, å ena sidan, haft betydande primära överskott under perioden. Överskotten har kunnat användas till att minska statsskulden och har därigenom bidragit till en ökning av nettoförmögenheten motsvarande 32 procent av BNP. Å andra sidan har ålderspensionssystemet haft stora primära underskott sammantaget under perioden. En del av dessa stora bruttoposter mellan delsektorerna avser dock de förmögenhetsöverföringar från ÅP-systemet till staten som skedde 1999–2001.

Totalt sett över perioden är nettokapitalinkomsterna negativa. Detta beror på att staten har haft en nettoskuld under hela perioden och att räntorna på denna skuld tidvis har varit höga. Orsaken till minskningen i ränteutgifter är både lägre skuld men framför allt lägre räntenivåer. Den beräknade impliciträntesatsen på statsskulden har fallit från nästan 8 procent 1995 till 2 procent 2013.⁴⁰ Bidragen från ränteinkomster och utdelningar i ÅP-systemet är positiva men kompenserar inte fullt ut för de stora negativa nettokapitalinkomsterna i staten under perioden.

Effekten av ekonomisk tillväxt för den offentliga sektorns nettoförmögenhet som helhet är liten eftersom nettoförmögen-

Diagram 112 Förändring i offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet
Procent av BNP



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

⁴⁰ Impliciträntesatsen på statsskulden beräknas här som kvoten mellan statens totala ränteutgifter och den konsoliderade statsskulden enligt det officiella måttet.

heten i genomsnitt har varit nära noll. I början av perioden, då nettoförmögenheten var negativ, bidrog tillväxten till en ökad nettoförmögenhet genom att urholka skuldernas värde relativt BNP. Efter att nettoförmögenheten blivit positiv har tillväxteffekten i stället bidragit till att sänka nettoförmögenheten som andel av BNP. Det finns dock betydande effekter i delsektorerna. Tillväxteffekten har inneburit att statens nettoskuld har krympt som andel av BNP (och därmed förbättrat nettoställningen). I ÅP-systemet, som har haft en positiv nettoförmögenhet under hela perioden, har tillväxteffekten gjort att nettoförmögenheten har hållits tillbaka som andel av BNP.

Tabell 17 Bidrag till förändringen av den finansiella nettoförmögenheten i offentlig sektor, 1995–2013

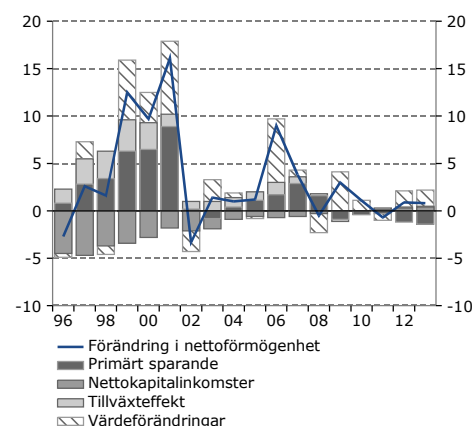
	Procent av BNP
Förändring i nettoförmögenhet	57,6
Staten	57,6
ÅP-systemet	-1,2
Kommunsektorn	1,2
<i>Bidrag från (procentenheter):</i>	
Primärt finansiellt sparande	9,6
Staten	31,6
ÅP-systemet	-17,1
Kommunsektorn	-4,9
Nettokapitalinkomster	-3,5
Staten	-26,4
ÅP-systemet	20,6
Kommunsektorn	2,4
Tillväxteffekt	-0,2
Staten	20,9
ÅP-systemet	-21,1
Kommunsektorn	0,0
Värdeförändringar	51,7
Staten	31,4
ÅP-systemet	16,5
Kommunsektorn	3,8

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Slutligen har värdeförändringar bidragit starkt till att öka nettoförmögenheten i offentlig sektor. Här är bidragen positiva i samtliga sektorer. Värdeförändringarna i statens tillgångar har haft lika stor effekt på nettoförmögenhetsutvecklingen som statens primära sparande under perioden. Dessa värdeföränd-

Diagram 113 Förändring i statens finansiella nettoförmögenhet

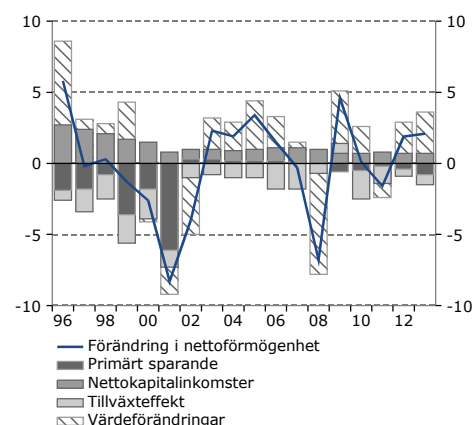
Procent av BNP



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 114 Förändring i ålderspensionssystemets finansiella nettoförmögenhet

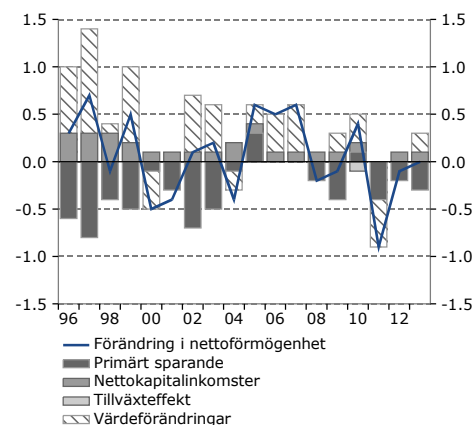
Procent av BNP



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 115 Förändring i kommunsektorns finansiella nettoförmögenhet

Procent av BNP



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

ringar har flera olika förklaringar. Värdet på statens innehav av aktier och ägarandelar motsvarar en lika stor andel av BNP i dag som 1995, omkring 14 procent. I kronor sett, är detta dock en fördubbling under perioden. Värdeökningen i innehavet har skett trots att flera statliga bolag har sålts under perioden och beror i huvudsak på att vinster i företagen har ackumulerats.

Förutom att vinster ackumuleras i bolagen uppstår värdeförändringar även av bokförings- och räkenskapsmässiga skäl. I samband med försäljning av statligt helägda bolag (som inte är börsnoterade) kan köpeskillingen vara betydligt högre än vad företaget är värderat till i statens årsredovisning och i finansräkenskaper. Detta får som resultat att försäljning av statliga bolag, rent redovisningsmässigt, tenderar att öka statens finansiella nettotillgångar. Exempelvis värderades statligt ägda Vin & Sprit AB till 8 miljarder i statens balansräkning 2007. Året därefter såldes bolaget till franska Pernod Richard för 55 miljarder kronor, nästan sju gånger mer än det bokförda värdet.

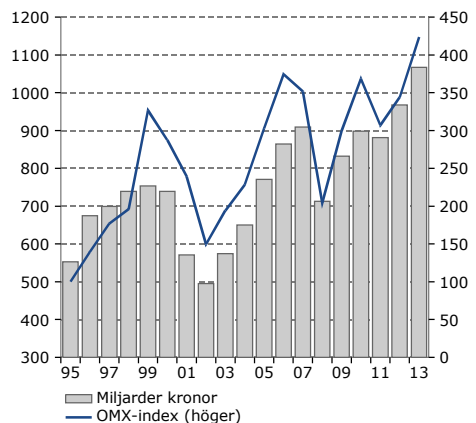
Börsnotering av statliga bolag kan också, redovisningsmässigt, öka värdet på statens tillgångar, eftersom bolaget övergår från att värderas enligt bokfört värde till att värderas av marknaden (det vill säga enligt priset på aktierna på börsen). Innan Telia börsnoteras i juni 2000 värderades det till knappt 29 miljarder kronor i statens balansräkning. Direkt efter börsnoteringen var statens 70-procentiga ägarandel värderad till över 175 miljarder kronor på börsen. I takt med att Telias aktiekurs föll minskade dock värdet av ägarandelen och uppgick ett par år efter börsintroduktionen till knappt 70 miljarder kronor.

Vidare innebär bolagisering av statlig verksamhet att reala tillgångar (såsom fastigheter) redovisningsmässigt övergår till finansiella tillgångar och därmed introduceras i finansräkenskaper. SJ och Svedavia är exempel på bolagisering av verksamhet som tidigare bedrevs inom statliga verk (Statens Järnvägar respektive Luftfartsverket). Bolagisering av statlig verksamhet förklarar dock en tämligen liten del av värdeökningen som skett sedan mitten av 1990-talet.⁴¹

I ÅP-systemet samvarierar värdet på tillgångarna med börsens utveckling, eftersom nästan två tredjedelar av buffertfonden består av aktier och fondandelar. Resterande del består i huvudsak av räntebärande tillgångar, främst obligationer. I samband med finanskrisens utbrott 2008 föll buffertfondens värde med nästan 200 miljarder kronor, vilket då motsvarande ca

Diagram 116 Ålderspensionssystemets buffertfond och börsens utveckling

Miljarder kronor respektive OMX-index 1995=100



Källor: SCB och Nasdaq OMX.

⁴¹ I värdeförändringar ingår även effekten av att finansräkenskaper från och med 2001 inkluderar upplupna skatteintäkter som en fordring gentemot hushållen. Detta innebär räkenskapsmässigt en tillgångsökning på drygt 150 miljarder kronor i staten. I värdeförändringar ingår också effekten av att statliga bolag övergick till IFRS-redovisningsstandarden år 2005, vilket ökade värderingen av bolagsinnehavet med uppskattningsvis 30 miljarder kronor.

6 procent av BNP. I takt med att svenska och utländska börser har återhämtat sig har även buffertfondens värde ökat (se diagram 116).

Överskottsmålets betydelse för den offentliga sektorns nettoförmögenhet

I AVSAKNAD AV VÄRDEFÖRÄNDRINGAR BESTÄMMER ÖVERSKOTTSMÅLET NETTOFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Överskottsmålet innebär att den offentliga sektorns finansiella sparande ska uppgå till 1 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. Detta avsnitt syftar till att belysa överskottsmålets betydelse för förmögenhetsutvecklingen i offentlig sektor på lång sikt.

Som en utgångspunkt i analysen studeras först det fall där värdeförändringar inte förekommer. Då bestäms nettoförmögenhetens utveckling i kronor helt av nivån på det finansiella sparandet. Nettoförmögenhetens andel av BNP avgörs i sin tur av nivån på det finansiella sparandet tillsammans med BNP-tillväxten i löpande pris.

I ett sådant scenario med ett överskottsmål på 1 procent av BNP växer den offentliga förmögenheten kontinuerligt i kronor räknat. Men detta är mindre intressant eftersom ekonomins storlek också växer trendmässigt. Som andel av BNP kommer nettoförmögenheten på sikt att avgöras av kvoten mellan det finansiella sparandet i offentlig sektor och BNP-tillväxten i löpande pris. Vid ett överskottsmål på 1 procent av BNP och en nominell BNP-tillväxt på 4 procent per år närmar sig därmed offentlig sektors finansiella nettoförmögenhet 25 procent av BNP ($0,01/0,04 \cdot 100$ procent).

Detta kan förklaras med hjälp av de dekomponeringar som visades i föregående avsnitt. Om värdeförändringarna är noll kommer utvecklingen av den offentliga nettoförmögenheten att avgöras av summan av det primära sparandet, nettokapitalinkomster och tillväxteffekten. Ett finansiellt sparande på 1 procent av BNP innebär att summan av det primära sparandet och nettokapitalinkomster är 1 procent av BNP. För att nettoförmögenheten ska vara stabil som andel av BNP måste därmed tillväxteffekten vara -1 procent av BNP, vilket, om tillväxten är 4 procent, uppnås när nettoförmögenheten är 25 procent av

Sänkt överskottsmål ger inte utrymme för lägre skatter på sikt

De olika nettoförmögenheterna vid olika överskottsmål har begränsad betydelse för det primära sparandet i offentlig sektor på sikt. Hur stor skillnaden blir beror på vilken avkastning som genereras på finansiella tillgångar och skulder. En rimlig utgångspunkt är att avkastningen motsvarar BNP-tillväxten.

Anta först att det inte förekommer värdeförändringar och att avkastningen är lika med BNP-tillväxten på 4 procent. Under dessa förutsättningar blir nettokapitalinkomsterna $0,04 \cdot 0,25 \cdot 100$ procent = 1 procent av BNP vid ett överskottsmål på 1 procent av BNP. Ett primärt sparande lika med noll är således förenligt med detta överskottsmål. Om överskottsmålet i stället är ett balansmål, och nettoförmögenheten därmed är noll på sikt, genereras inga nettokapitalinkomster på lång sikt. Därmed är noll i primärt sparande på sikt även förenligt med ett balansmål. Dessa exempel illustrerar att det primära sparandet på sikt under rimliga förutsättningar blir ungefär detsamma oavsett nivå på överskottsmålet.

Även om förekomsten av värdeförändringar i betydande grad påverkar nettoförmögenhetens utveckling så påverkas inte det primära sparandet på lång sikt av nivån på överskottsmålet. På kort sikt kommer förekomsten av värdeförändringar att driva upp det primära sparandet jämfört med fallet utan värdeförändringar. Men på längre sikt försvinner denna effekt eftersom den högre nettoförmögenheten genererar högre nettokapitalinkomster. I fallet med 1 procents överskottsmål och en totalavkastning som motsvarar BNP-tillväxten (varav hälften är värdeförändringar) genererar en nettoförmögenhet på 50 procent av BNP nettokapitalinkomster på precis 1 procent av BNP. Således innebär ett överskottsmål på 1 procent av BNP även i detta fall att det primära sparandet blir noll på lång sikt. Motsvarande kalkyler för balansmål eller ett mål på -1 procent av BNP i finansiellt sparande resulterar också i primära sparanden på noll på lång sikt. Detta gäller under antagandet att avkastningen motsvarar BNP-tillväxten.

Slutsatsen om överskottsmålets betydelse för det primära finansiella sparandet innebär att ett sänkt överskottsmål endast ger ett temporärt utrymme för finanspolitiska åtgärder. På sikt måste primära inkomster (främst skatter) helt finansiera utgifterna för offentlig service, investeringar och transfereringar.

BNP.⁴² En procents överskott är alltså det som krävs för att balansera den urholkning av nettoförmögenheten på 1 procent av BNP som uppstår vid 4 procents tillväxt i BNP i löpande pris. På motsvarande sätt kommer nettoförmögenheten på lång sikt att uppgå till noll respektive -25 procent av BNP vid överskottsmål på 0 respektive -1 procent av BNP.

VÄRDEFÖRÄNDRINGAR GER UTSLAG PÅ NETTOFÖRMÖGENHETEN

Som visades i föregående avsnitt har nettoförmögenheten historiskt påverkats av värdeförändringar, som ligger utanför det finansiella sparandet.

För ett givet överskottsmål påverkas behovet av primärt finansiellt sparande av hur stor del av totalavkastningen som delas ut respektive blir värdestegring. Detta kan enklast förstås med ett exempel. Anta att den totala nettoavkastningen (inklusive värdeförändringar) på den offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet motsvarar 1 procent av BNP. Om hela denna avkastning utgörs av räntor och utdelningar kan den offentliga sektorns primära finansiella sparande vara noll för att ett finansiellt sparande på 1 procent av BNP ska uppnås. Men om hälften av den totala avkastningen, alltså 0,5 procent av BNP, består av värdeförändringar, som ligger utanför det finansiella sparandet, måste det primära sparandeöverskottet motsvara 0,5 procent av BNP för att samma finansiella sparande i offentlig sektor ska åstadkommas.

Detta innebär att fördelningen mellan räntor och utdelningar respektive värdeförändringar påverkar utvecklingen av den offentliga sektorns nettoförmögenhet. Ju större del värdeförändringar, givet en viss totalavkastning och ett visst överskottsmål, desto större primära överskott och därmed desto större förmögenhetsuppyggnad.⁴³ Värdeförändringar bygger helt enkelt upp förmögenhet utöver det finansiella sparandet.

Nedan görs ett försök att klargöra mekanismerna. Anta att överskottsmålet är 1 procent av BNP, att totalavkastningen på den offentliga sektorns samtliga tillgångar och skulder är lika med den nominella BNP-tillväxten på 4 procent och att hälften av denna totalavkastning utgörs av värdeförändringar. I detta fall stabiliseras nettoförmögenheten på 50 procent av BNP, det vill säga den blir dubbelt så hög som andel av BNP jämfört med

⁴² Vid en lägre nettoförmögenhet kommer tillväxteffekten att understiga 1 procent av BNP och nettoförmögenheten kommer därmed att stiga mot 25 procent av BNP. Omvänt kommer tillväxteffekten att överstiga en procent av BNP om nettoförmögenheten är större än 25 procent av BNP vilket leder till att nettoförmögenheten succesivt sjunker mot 25 procent av BNP.

⁴³ Effekten på det primära sparandet är dock temporär vilket visas i marginalen.

fallet utan värdeförändringar. Förklaringen är att det primära sparandet måste vara högre under nettoförmögenhetens uppbyggnad eftersom de nettokapitalinkomster som genereras är mindre än i fallet utan värdeförändringar. Mer specifikt kommer tillväxteffekten i detta fall på lång sikt att vara -2 procent av BNP ($0,04 \cdot 0,5 \cdot 100$ procent). Värdeförändringarna, liksom nettokapitalinkomsteffekten, kommer att vara 1 procent.⁴⁴ Således kommer summan av värdeförändringarna och kapitalinkomsteffekten helt motsvara den negativa tillväxteffekten så att nettoförmögenheten är stabil på 50 procent av BNP.⁴⁵ För överskottsmål på 0 procent av BNP respektive -1 procent av BNP blir nettoförmögenheten noll respektive -50 procent av BNP.

Scenario för den offentliga sektorns nettoförmögenhetsutveckling

VÄRDEFÖRÄNDRINGAR I TAKT MED BNP KAN GE EN FÖRMÖGENHET PÅ UPPÅT 70 PROCENT AV BNP

De exempel som hittills redogjorts för har varit stiliserade för att underlätta förståelsen av de ekonomiska mekanismerna. I ett mer realistiskt scenario är det betydelsefullt att ta hänsyn till att den offentliga sektorns tillgångar finns i olika sektorer och sannolikt har olika avkastning, liksom olika stora värdeförändringar. I detta avsnitt illustreras ett starkt förenklat scenario för utvecklingen av den offentliga sektorn och dess delsektorsers finansiella nettoförmögenhet såväl som bruttotillgångar och bruttoskulder. Syftet är att belysa konsekvenserna för den finansiella ställningen av att olika tillgångar har olika avkastning och ränta, andelen av totalavkastningen som utgörs av värdeförändringar, samt olika nivå på överskottsmålet. Detta görs utifrån den aktuella förmögenhetspositionen och dess fördelning mellan tillgångar av olika slag respektive skulder. Förutsättningarna för beräkningarna beskrivs i marginalen.

I scenariot antas att värdeförändringar endast förekommer på icke-räntebärande tillgångar i staten och ÅP-systemet (se marginalen, nästa sida). Det är förstås svårt att bedöma den framtida

⁴⁴ $0,02 \cdot 0,5 \cdot 100$ procent.

⁴⁵ Om nettoförmögenheten är mindre än 50 procent av BNP så kommer nettot av värdeförändringarna och tillväxteffekten att vara -2 procent av nettoförmögenheten (eftersom tillväxten är 4 procent och värdeförändringarna 2 procent av nettoförmögenheten) vilket i absoluta tal är mindre än 1 procent av BNP. Eftersom överskottsmålet är 1 procent av BNP kommer nettoförmögenheten då att stiga, vilket sker till dess denna uppgår till 50 procent av BNP. Omvänt, om nettoförmögenheten är större än 50 procent av BNP, kommer nettot av värdeförändringarna och tillväxteffekten att (i absoluta tal) vara större än en procent av BNP vilket kommer att leda till att nettoförmögenheten sjunker mot 50 procent av BNP.

Beräkningsförutsättningar

Simuleringarna avser perioden 2013–2060.

BNP i löpande pris under perioden kommer från Konjunkturinstitutets bedömning av de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet som publicerades i mars 2014, se "År ett bibehållet offentligt åtagande ett hållbart offentligt åtagande?", Specialstudie 39. Dessa beräkningar bygger bland annat på SCB:s befolkningsprognos från april 2013. BNP-tillväxten i löpande pris är 4 procent per år i genomsnitt, varav 2 procent är volymtillväxt och två procent är prisökningar. Eftersom analysen är långsiktig bortses från konjunkturella variationer efter 2019. Från och med detta år antas också att det finansiella sparandet i den offentliga sektorn motsvarar nivån på överskottsmålet varje år. För perioden 2013–2018 antas det finansiella sparandet i offentlig sektor följa Konjunkturinstitutets beräkning vid oförändrade regler från *Konjunkturläget*, december 2013.

Kommunsektorn behandlas mycket översiktligt och förenklat. Anledningen är att sektorns finansiella nettoförmögenhet i dagsläget är nära noll. Detta förutsätts bestå under perioden, vilket delvis kan motiveras med det balanskrav som gäller för primärkommuner och landsting. Balanskravet kan väntas leda till att det varken uppstår större överskott eller underskott i kommunsektorns finansiella sparande. Sammantaget innebär detta att kommunsektorn inte spelar någon roll för utvecklingen i scenarierna.

Ålderspensionssystemet har betydande finansiella tillgångar men små skulder. Därför spelar såväl tillgångarnas avkastning som dess fördelning mellan räntor och utdelningar respektive värdeförändringar stor roll för sektorns finansiella sparande. Utöver detta beror ÅP-systemets finansiella sparande på nettot mellan avgiftsinsatningar och utbetalningar av inkomstpension, vilket utgör sektorns primära finansiella sparande. Detta hämtas från Konjunkturinstitutets bedömning av de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet och är således förenligt med den antagna utvecklingen av BNP samt med ovan nämnda befolkningsprognos. De överskott eller underskott som uppstår i ålderspensionssystemet fördelas enligt den fördelning mellan icke-räntebärande tillgångar, räntebärande tillgångar samt skulder som gällde i slutet av 2012.

Staten påverkas mest av olika antaganden i beräkningarna. Det finansiella sparandet i kommunsektorn och ålderspensionssystemet är oberoende av överskottsmålet. Det finansiella sparandet i staten måste därför bestämmas som den restpost som krävs för att det finansiella sparandet i offentlig sektor ska nå nivån på överskottsmålet. I beräkningarna bestäms först nettokapitalinkomsterna i staten (som beror på totalavkastningen och fördelningen mellan utdelning och räntor respektive värdeförändringar). Därefter beräknas det primära sparande som krävs för att uppnå ett visst finansiellt sparande i offentlig sektor. Överskott eller underskott i staten justerar bruttoskulden i sektorn. Staten antas inte nettoköpa eller sälja icke-räntebärande tillgångar, vilket innebär att värdet av dessa följer värdeförändringarna. Statens räntebärande tillgångar antas vidare följa BNP i löpande pris.

Avkastningsantaganden

Räntebärande tillgångar och skulder antas ha en nominell årlig ränta på 5 procent, både i staten och i ÅP-systemet.

Icke-räntebärande tillgångar i ÅP-systemet antas ha en nominell totalavkastning på 7 procent per år, varav 2,8 procentenheter är direktavkastning (som ingår i det finansiella sparandet) och 4,2 procentenheter värdeförändringar.

Icke-räntebärande tillgångar i staten antas ha en nominell totalavkastning på 6,3 procent per år, varav 2,3 procentenheter är direktavkastning (som ingår i det finansiella sparandet) och 4,0 procentenheter värdeförändringar.

Den högre totalavkastningen på icke-räntebärande tillgångar än räntebärande tillgångar kan motiveras av att en stor del av de icke-räntebärande tillgångarna är aktier eller andra bolagsinnehav som historiskt genererat en högre avkastning än räntebärande tillgångar. Antagandet om lägre totalavkastning på statens icke-räntebärande tillgångar kan i sin tur motiveras av att dessa till ca 30 procent består av periodiseringsposter som sannolikt har låg avkastning.

avkastningen på finansiella tillgångar. Detta scenario utgör därmed inte en prognos på utvecklingen, och resultaten bör tolkas med försiktighet.

Som framgår av tabell 18 blir nettoförmögenheten i offentlig sektor väsentligt högre med dessa antaganden jämfört med de stiliserade exempel som beskrevs i föregående avsnitt. Vid nuvarande mål på 1 procent överskott i det finansiella sparandet i offentlig sektor blir den offentliga sektorns nettoförmögenhet knappt 70 procent av BNP. Detta kan jämföras med 25 procent av BNP i fallet utan värdeförändringar respektive 50 procent av BNP med en totalavkastning på 4 procent varav 2 procentenheter värdeförändringar (se föregående avsnitt). För en given totalavkastning kommer nettokapitalinkomsterna att vara lägre, ju större andel av avkastningen som skapas av värdeförändringar. För att upprätthålla det finansiella sparandet kommer då statens primära sparade att under en tid behöva vara högre jämfört med fallet där all avkastning registreras i det finansiella sparandet. Det finansiella sparandet bidrar i bägge fallen till lika stor förändring av den offentliga sektorns nettoförmögenhet. Men värdeförändringarna bidrar till att öka nettoförmögenheten eftersom denna avkastning inte ingår i det finansiella sparandet och därmed inte ”räknas av” när det tillräckliga primära sparandet ska beräknas.

Anledningen att förmögenheten blir högre vid alla nivåer på överskottsmålet jämfört med fallet med 4 procent totalavkastning varav 2 procentenheter värdeförändringar är att värdeförändringarna i scenariot följer BNP. Detta innebär att de icke-räntebärande tillgångarna i scenariot är oförändrade som andel av BNP oavsett överskottsmål.

Skillnaden mellan olika överskottsmål i scenariot uppstår i statens skulder. Av tabell 18 framgår att skillnaden i nettoförmögenhet 2060 vid olika överskottsmål är ca 20 procent av BNP per procentenhets skillnad i överskottsmål och att motsvarande skillnad uppstår i statens skulder. ÅP-systemet och kommunsektorn påverkas inte direkt av överskottsmålet varken i termer av förmögenhet eller finansiellt sparande.

Oavsett överskottsmål tecknar inte scenariot en alarmerande bild av offentlig sektors nettoförmögenhet eller skulder. Statskulden (här definierad enligt finansräkenskaperna) uppgår till 60 procent av BNP vid ett överskottsmål på -1 procent av BNP. En sådan skuldnivå utgör förmodligen inget akut hot för finanspolitikens trovärdighet, särskilt inte om nettoförmögenheten är positiv.

Tabell 18 Scenario för offentlig sektors finansiella nettoförmögenhet 2060 vid olika överskottsmål

Procent av BNP

	1 procent	0 procent	-1 procent
Nettoförmögenhet			
Offentlig sektor	69	49	28
Staten	17	-4	-25
ÅP-systemet	52	52	52
Kommunsektorn	0	0	0
Tillgångar			
Staten	35	35	35
ÅP-systemet	54	54	54
Skulder			
Staten	18	39	60
ÅP-systemet	2	2	2

Anm. I beräkningarna antas att den nominella totalavkastningen på tillgångar och skuldräntorna följer antagandena som beskrivs i marginalen.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Slutsatser

Offentlig sektors finansiella nettoförmögenhet har ökat starkt sedan mitten av 1990-talet. Överskottsmålet har förmodligen bidragit till detta, och överskott i det finansiella sparandet ligger bakom en inte obetydlig del av förstärkningen av nettoförmögenheten. Men som framgått av denna fördjupning står värdeförändringar för en större del av förmögenhetsökningen sedan mitten av 1990-talet. Det är svårt att bedöma om detta kommer att stå sig framöver, men det är rimligt att anta att åtminstone vissa positiva värdeförändringar kommer att ske i offentlig sektors tillgångsportfölj.

Värdeförändringar bör beaktas vid en bedömning av framtida överskottsmål eftersom omfattning på dessa påverkar såväl nettoförmögenheten som sammansättningen av den offentliga sektorns finansiella tillgångar och skulder. Hur stor nettoförmögenhet som är önskvärd och vilken sammansättning denna ska ha beror i hög grad på värderingar som Konjunkturinstitutet inte har synpunkter på.