Rapport till Finanspolitiska rådet

2014/4

Den offentliga sektorns skulder och finansiella tillgångar

Konjunkturinstitutet

Erik Höglin, Erik Jonasson och Ulla Robling

Finanspolitiska rådet är en myndighet som har till uppgift att göra en oberoende granskning av regeringens finanspolitik. Rådets uppgifter fullföljs framför allt genom publiceringen av rapporten Svensk finanspolitik som lämnas till regeringen en gång per år. Rapporten ska kunna användas som ett underlag bland annat för riksdagens granskning av regeringens politik. Som ett led i uppdraget anordnar rådet även konferenser och utger skrifter om olika aspekter på finanspolitiken. I serien Studier i finanspolitik publiceras fördjupade studier eller rapporter som härrör från externa uppdrag.

Finanspolitiska rådet
Box 3273
SE-103 65 Stockholm
Kungsgatan 12–14
Tel: 08-453 59 90
Fax: 08-453 59 64
info@finanspolitiskaradet.se
www.finanspolitiskaradet.se

ISSN 1654-8000

1 Inledning

Denna rapport har utarbetats av Konjunkturinstitutet på uppdrag av Finanspolitiska rådet och består av två delar.

I en första del, som omfattar avsnitt 2–5 i rapporten, ges en kort översikt över den offentliga sektorns finansiella tillgångar och skulder. Offentliga sektorn har för närvarande en finansiell nettoförmögenhet på drygt 26 procent av BNP. Rapporten utreder vilka tillgångar och skulder i de olika delsektorerna som bildar denna nettoförmögenhet. Rapportens omfattning begränsar sig till finansiella tillgångar – reala tillgångar, såsom byggnader och vägar, ingår inte analysen.

Den andra delen, avsnitt 6–8, bidrar i avsnitt 6 med dekomponeringar av den offentliga sektorns nettoförmögenhet. Denna ansats möjliggör en uppdelning av förmögenhetsförändringar i primärt finansiellt sparande, ränte- och tillväxteffekter samt värdeförändringar. Avsnitt 7 redovisar sedan starkt förenklade räkneexempel vad gäller utvecklingen av den offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet vid olika antaganden om överskottsmålets nivå samt avkastning på finansiella tillgångar. Avsnitt 8 består av en diagrambilaga till analysen i avsnitt 7.

2 Offentliga sektorns finansiella ställning: en översikt

Nedan följer en kort översikt över den offentliga sektorns skulder, tillgångar och nettoförmögenhet. Eftersom förutsättningarna för tillgångsförvaltning och skuldhantering skiljer sig väsentligt åt mellan delsektorerna, analyseras sedan varje delsektor separat. I avsnitt 3 analyseras statens finansiella ställning, i avsnitt 4 ålderspensionssystemet (socialförsäkringssystemet) och i avsnitt 5 ges en kort beskrivning av kommunsektorns tillgångar och skulder.

Den offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet uppgick i slutet av 2013 till 26,6 procent av BNP, eller 965 miljarder kronor, och är därmed på en historiskt hög nivå. Nettoställningen har stärkts mer eller mindre kontinuerligt sedan mitten av 1990-talet. Sedan 2004 har de finansiella tillgångarna överstigit skulderna i den offentliga sektorn som helhet. Bakom utvecklingen av den finansiella ställningen – från nettoskuld på 31 procent av BNP 1995 till en betydande nettoförmögenhet – ligger både en ökning av de finansiella tillgångarna och en minskning av skulderna (se tabell 1, diagram 1 och diagram 2).

Marknadsvärdet på tillgångarna har enligt finansräkenskaperna ökat från 62 procent av BNP 1995 till 80 procent 2013, samtidigt som skulderna har minskat från 93 till 54 procent av BNP. Värdet på de finansiella tillgångarna har ökat både i staten och i kommunsektorn. Statens finansiella tillgångar har ökat med 12 procentenheter av BNP och kommunsektorns med motsvarande 6 procentenheter. Tillgångarna i ålderspensionssystemet är i stort sett oförändrade som andel av BNP sedan 1995; sedan slutet av 1990-talet har de dock minskat med motsvarande 5 procentenheter av BNP (se diagram 3).

Tabell 1 Offentliga sektorns finansiella ställning 1995, 2004 och 2013

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

Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Minskningen av skulderna i offentliga sektorn förklaras av en minskning av statens skulder. Dessa har minskat från 85 procent av BNP 1995 till 39 procent 2013. Ålderspensionssystemets bruttoskuld är liten och består endast av vissa

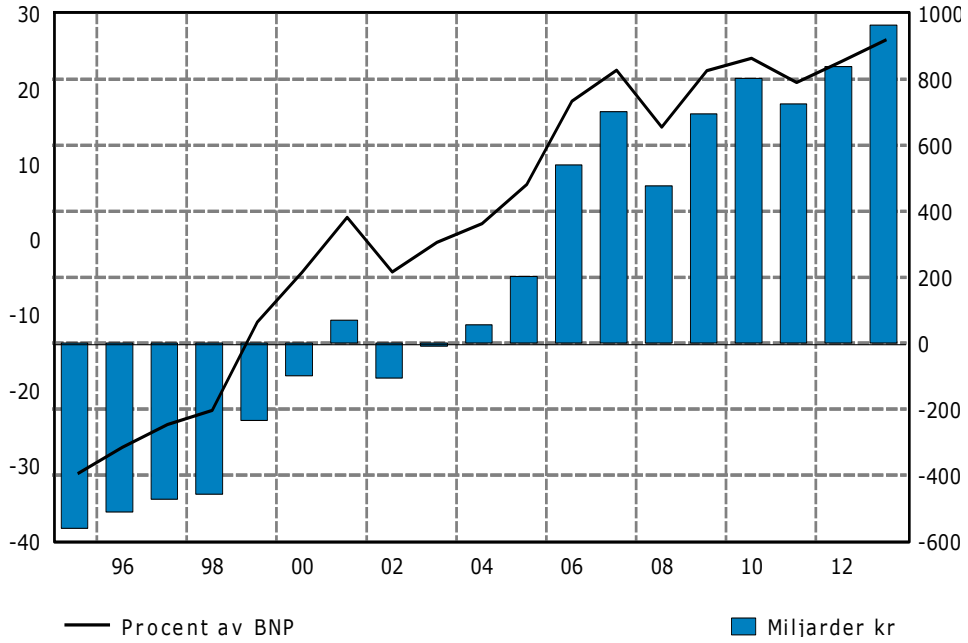
kortfristiga skulder. Kommunsektorn har ökat sina skulder med drygt 4 procent av BNP under perioden (se diagram 4).

Kort om Redovisningsprinciper

I denna rapport utgör finansräkenskaperna utgångspunkten för analysen av skulder och finansiella tillgångar. Huvudprincipen för värderingen av tillgångar och skulder i finansräkenskaperna är att de redovisas till marknadsvärde (till skillnad från nominellt värde). Detta har betydelse framför allt för värderingen av skulder i form av obligationer men även av tillgångar i form av marknadsnoterade aktier. Det officiella måttet på statsskulden (som redovisas av Riksgälden, ESV, regeringen och Konjunkturinstitutet) bygger på nominell värdering av obligationsskulden, medan det bygger på marknadsvärdering i finansräkenskaperna; skillnaden var ca 130 mdkr 2012. Tillgångar i form av noterade aktier värderas till nominellt värde i statens årsredovisning men till marknadsvärde i finansräkenskaperna. Värderingen av statligt hel- eller delägda bolag utgår i finansräkenskaperna från justerat eget kapital i respektive bolag och innebär därmed ingen skillnad jämfört med värderingsprincipen i t ex statens årsredovisning. Företagsvärdering baserat på eget kapital är en försiktig värderingsprincip, då den inte tar hänsyn till så kallad goodwill. Vid företagsförvärv är det inte ovanligt att köpeskillingen (och därmed ”marknadsvärdet”) överstiger det bokförda egna kapitalet flera gånger.

Diagram 1 Offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet

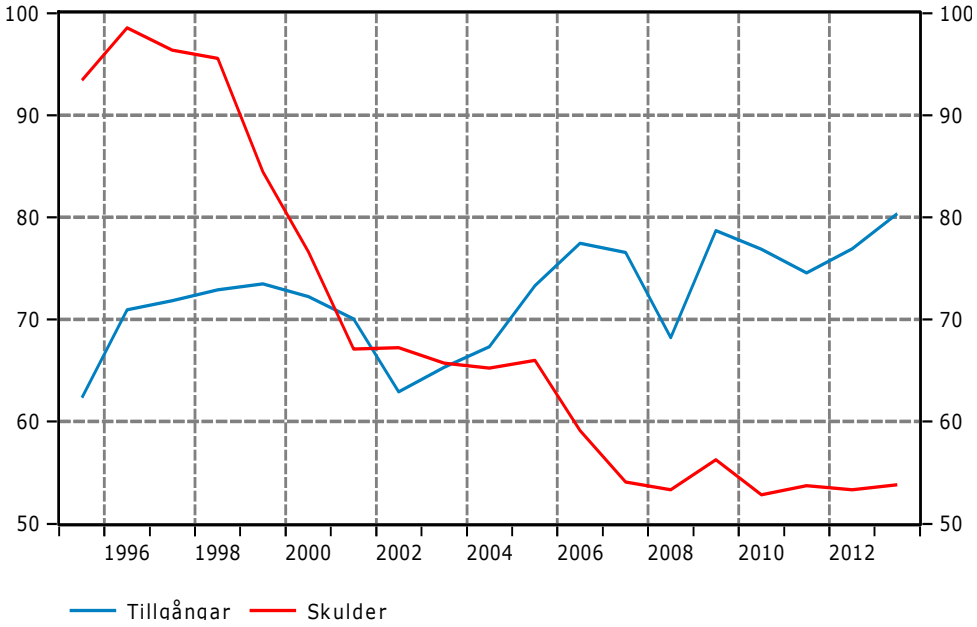
Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 2 Offentliga sektorns finansiella tillgångar och skulder

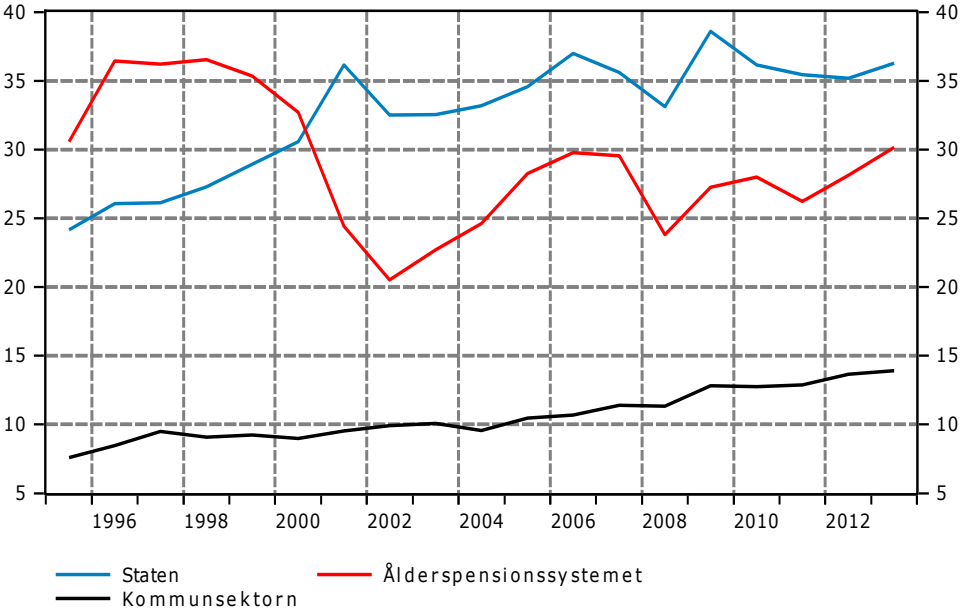
Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 3 Finansiella bruttotillgångar per delsektor

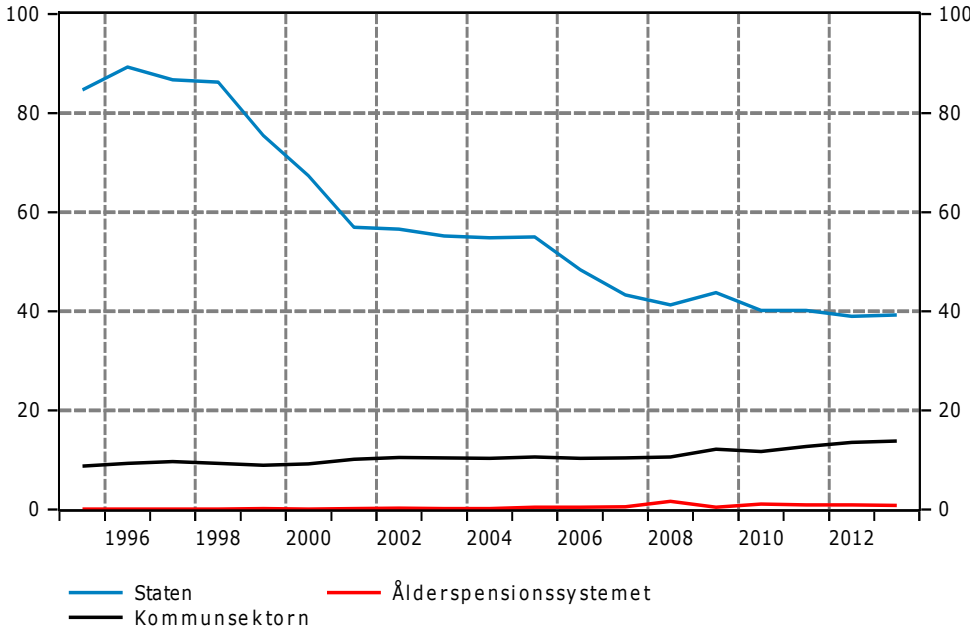
Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 4 Bruttoskuld per delsektor

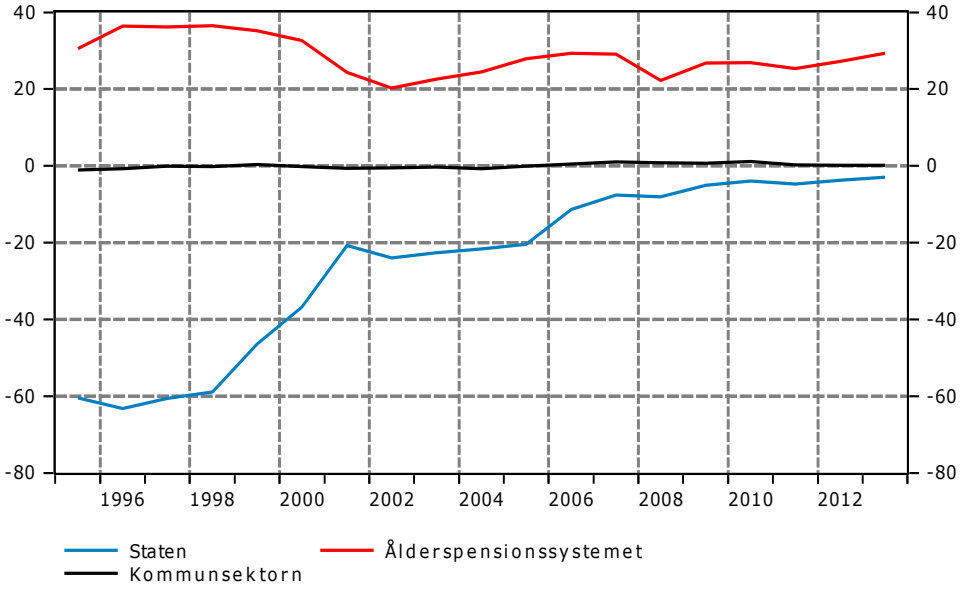
Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 5 Finansiell nettoförmögenhet per delsektor

Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

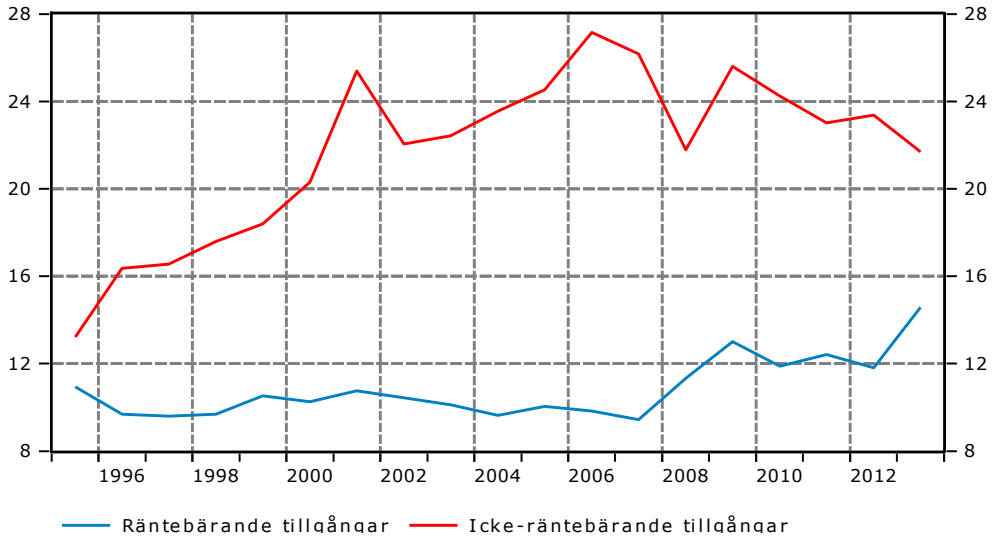
3 Statens finansiella ställning

Marknadsvärdet på statens finansiella tillgångar var 1 318 mdkr vid utgången av 2013 enligt finansräkenskaperna.[1] Statens skulder till marknadsvärde var 1 425 mdkr.[2] Statens nettoskuld var därmed 107 mdkr, vilket motsvarar knappt 3 procent av BNP.

Tillgångarna kan delas in i *räntebärande tillgångar* (såsom lån och obligationer) och *icke-räntebärande tillgångar* (såsom aktier). Statens innehav av räntebärande tillgångar har varierat mellan 9 och knappt 15 procent som andel av BNP sedan 1995. I nominella termer har de mer än fördubblats i omfattning från knappt 200 mdkr 1995 till 530 mdkr 2013. De icke-räntebärande tillgångarna har under samma period ökat från 13 till 22 procent av BNP och var 2013 värda 789 mdkr (se diagram 6).

Diagram 6 Statens räntebärande och icke-räntebärande tillgångar

Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Till skillnad från ålderspensionssystemet är det svårt att tala om någon direkt placeringsstrategi för statens finansiella tillgångar. Vad gäller tillgångarna i form av lån, kan dessa knytas direkt till samhällsfunktioner såsom studielån och uppbyggande av Riksbankens valutareserv. Statens aktieinnehav har formats av politiska beslut genom historien, där statliga verksamheter har övergått till bolagsform och i vissa fall börsnoterats eller sålts. Det statliga ägandet av bolag styrs främst av ”Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt

[1] I summan för tillgångarna ingår vissa fordringar på enheter inom offentlig sektor. I summan ingår också 235 mdkr i så kallade förutbetalda kostnader och upplupna intäkter. Med förutbetalda kostnader avses utgifter för resursförbrukning som ännu inte har ägt rum; med upplupna intäkter avses realiserade inkomster som ännu inte (kassamässigt) har betalts in till staten. Denna periodiseringspost i finansräkenskaperna består i huvudsak av skatteinkomster för innevarande månad som kassamässigt inkommer först nästa månad eller senare. Motsvarande periodiseringspost – upplupna kostnader och förutbetalda intäkter – finns även på skuldsidan, om än av mindre omfattning (94 mdkr 2013).

[2] Statens skulder i finansräkenskaperna är högre än den statsskuld som redovisas av Riksgälden och i statens årsredovisning. Anledningen är dels att finansräkenskaperna värderar skulderna till marknadsvärde, dels att det i finansräkenskaperna ingår inomstatliga skulder.

ägande". På skuldsidan styrs Riksgäldens verksamhet i huvudsak av "Riktlinjer för statsskuldens förvaltning".[3]

3.1 Räntebärande tillgångar

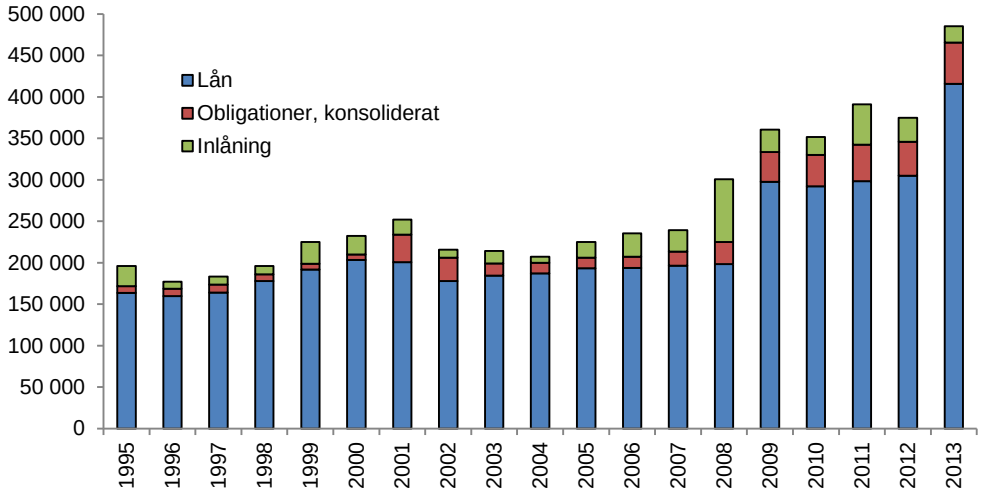
Nästan 80 procent av de räntebärande tillgångarna i staten utgörs av lån. Resterade del består av obligationer och inlånade medel. Obligationsinnehavet består i huvudsak av Kärnavfallsfondens innehav av bostadsobligationer. Inlåningen består huvudsakligen av stabilitetsfondens tillgodohavanden på Riksgäldens räntebärande konto. För närvarande utgörs ungefär hälften av lånesumman av lån till Riksbanken (193,5 mdkr), medan den andra halvan består av lån till hushåll. Lånen till hushållen består i huvudsak av CSN:s studielån.

Diagram 7 sammanfattar utvecklingen av statens räntebärande tillgångar 1995–2013. Diagrammet visar hur tillgångarna i form av lån har ökat med över 100 mdkr under 2013. Denna ökning utgörs av utlåningen till Riksbanken som använder dessa medel till att utöka valutareserven med motsvarande belopp.

Diagram 8 visar hur statens utlåning har utvecklats över tiden. Utlåningen till hushåll (i huvudsak CSN-lån) har ökat från ca 100 mdkr 1995 till ca 200 mdkr 2013. Under 1990-talet gjordes viss utlåning till utlandet och uppgick till över 50 mdkr år 2000. Sedan dess har utlandsutlåningen varit liten. Den består i dagsläget av ett lån till Irland på 2,6 mdkr och ett annat till Island på 1,8 mdkr. År 2009 lånade Riksgälden ut 93 mdkr till Riksbanken så att valutareserven kunde utökas. 2013 utökades lånet till Riksbanken med ytterligare drygt 100 mdkr.

Diagram 7 Statens räntebärande tillgångar

Miljoner kronor

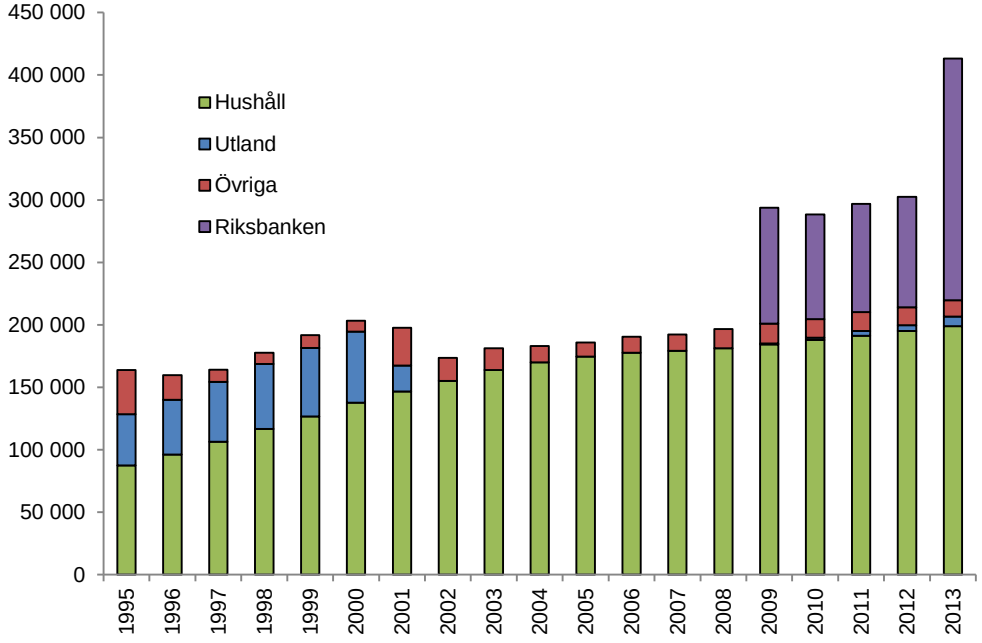


Källa: SCB (finansräkenskaperna).

[3] För de senaste styrdokumenten, se Regeringskansliet (2013), "Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt ägande", Fi 2013:6, respektive Regeringskansliet (2013), "Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2014".

Diagram 8 Statens utlåning

Miljoner kronor



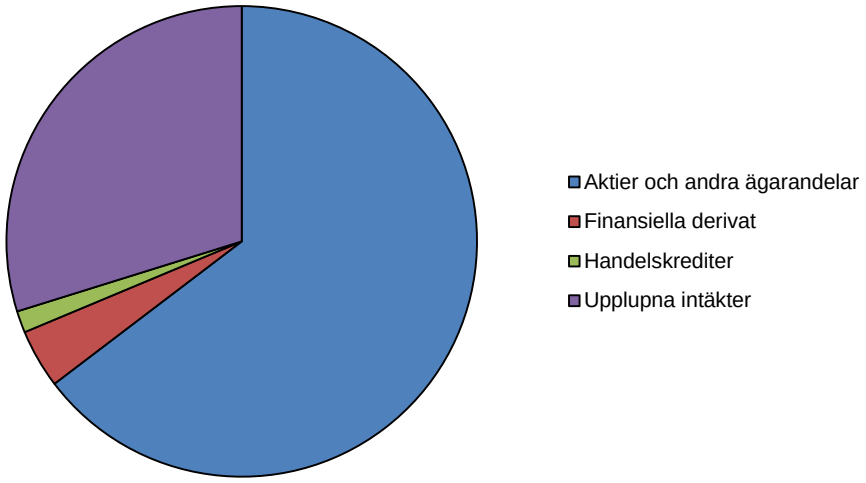
Källa: SCB (finansräkenskaperna).

3.2 Icke-Räntebärande tillgångar

Statens icke-räntebärande tillgångar värderades vid slutet av 2013 till 789 mdkr enligt finansräkenskaperna. Av detta belopp utgörs nästan 70 procent av aktier och andra ägarandelar (se diagram 9). Värdet på statens aktie- och andelsinnehav har ökat från 210 mdkr 1995 till 510 mdkr 2013 (se diagram 10). Den näst största delen, 26 procent (235 mdkr), utgörs av periodiseringsposter i form av upplupna intäkter och förutbetalda kostnader.[4] Denna periodiseringspost har uppgått till omkring 200 mdkr sedan 2001. Bland övriga poster finns tillfälliga innehav av finansiella derivat och handelskrediter.

[4] I redovisningen av statens finansiella ställning i de ekonomiska propositionerna väljer regeringen att räkna bort denna post, med motiveringen att det är en beräkningstekniskt konstruerad post i finansräkenskaperna som gjorts för att det finansiella sparandet ska gå ihop med finansräkenskaperna.

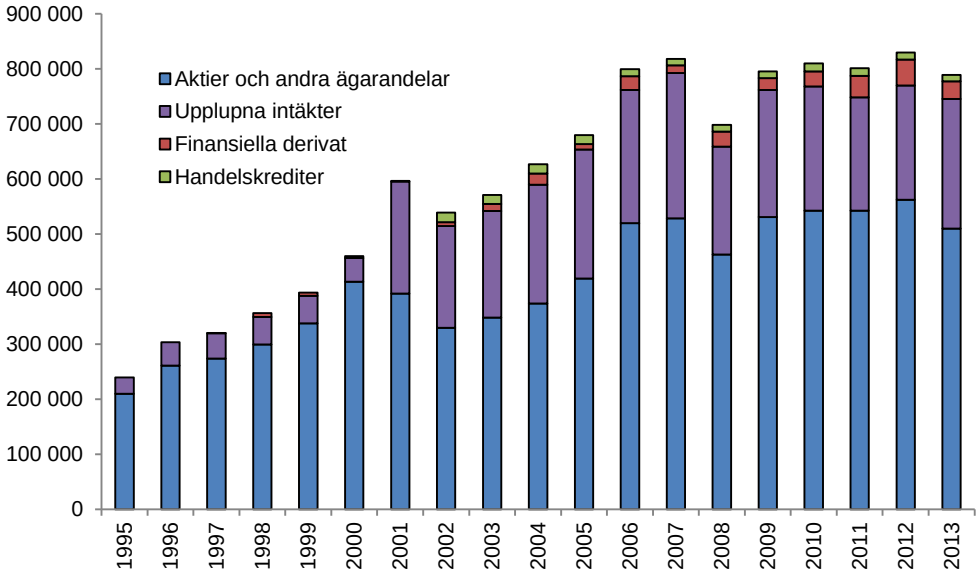
Diagram 9 Statens icke-räntebärande tillgångar, 2013



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 10 Statens icke-räntebärande tillgångar

Miljoner kronor

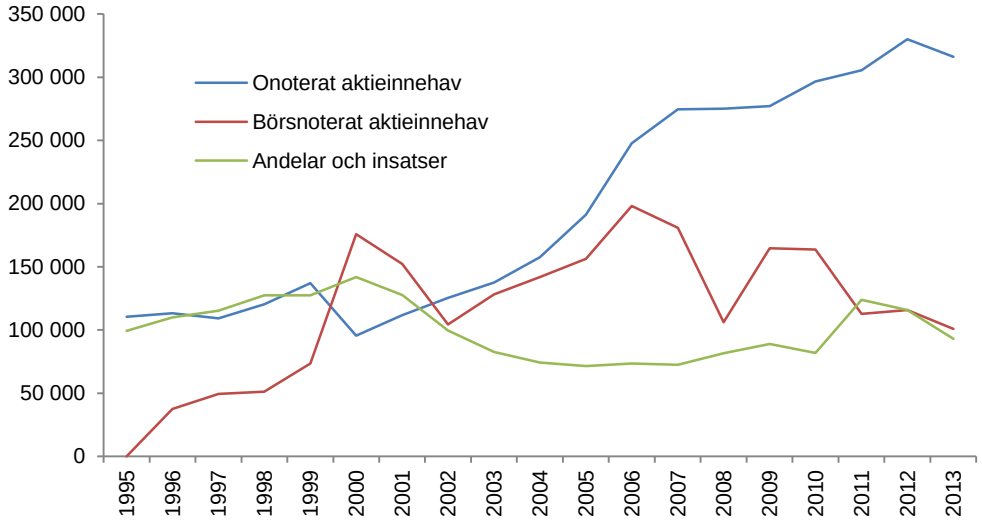


Källa: SCB (finansräkenskaperna).

I finansräkenskaperna delas posten aktier och andra ägarandelar upp i tre tillgångsslag: noterade aktier, ej noterade aktier och andelar och insatser (se diagram 11). De så kallade andelarna och insatserna består till störst del av statens innehav av Riksbankens eget kapital (85 mdkr 2012) och till resterande del av andelar i de så kallade affärsverken Luftfartsverket, Svenska Kraftnät och Sjöfartsverket. Medan värderingen av affärsverken har varit ganska konstant runt 10 mdkr under perioden, har värdet på Riksbankens egna kapital fluktuerat mellan 60 och 125 mdkr under perioden.

Diagram 11 Statens aktier och ägarandelar

Miljoner kronor



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

3.2.1 Statens innehav av börsnoterade aktier

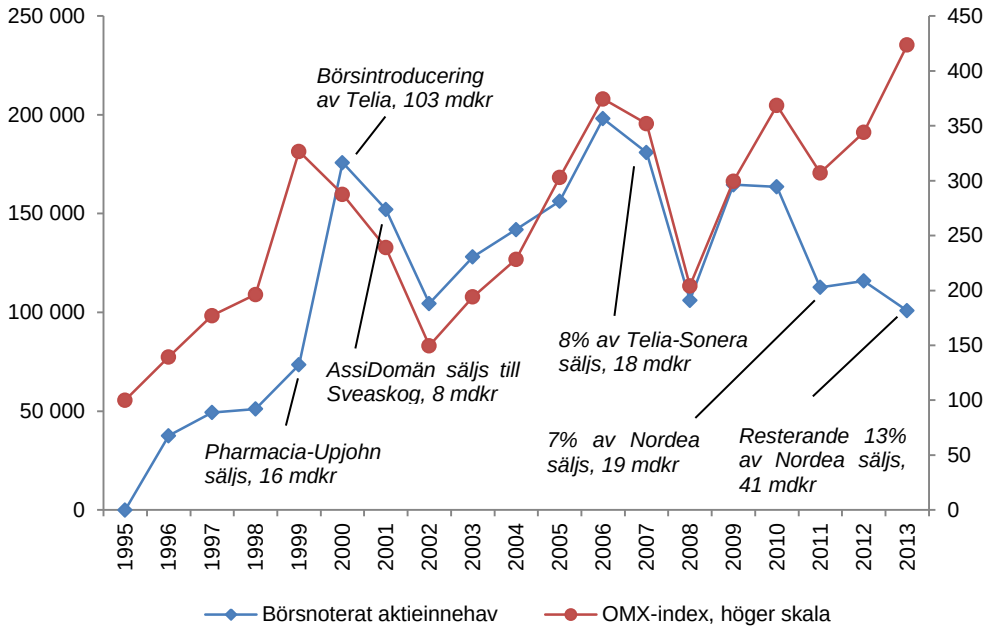
Statens nuvarande innehav av börsnoterade aktier utgörs av Telia Sonera AB (86 mdkr) och SAS AB (1,2 mdkr).[5] Staten har under 2013 sålt sitt innehav av Nordeaaktier i två omgångar till en summa av drygt 40 mdkr. Värdet på statens noterade aktier har varierat mellan 50 och 200 mdkr sedan mitten av 1990-talet och avspeglar förändringar i både volym (antal ägda aktier) och pris (aktiekurser).

Diagram 12 visar utvecklingen av statens innehav av börsnoterade aktier och anger de viktigaste händelserna sedan 1995. Tabell 2 visar innehaven år för år. Introduktionen av Telia AB på börsen år 2000 innebar en värdeökning av det börsnoterade aktieinnehavet på drygt 100 miljarder kronor. Sedan dess har staten sålt aktier för ungefär lika mycket. Förändringen i innehavet kan därför i grova drag ses som en värdeökning. Redovisningen i finansräkenskaperna överensstämmer inte fullt ut med de uppgifter som framkommer i statens rapporter om hel- och delägda bolag. Det totala värdet på statens börsnoterade aktieinnehav ökade med 40–50 miljarder kronor mellan 1998 och 2013 beroende på vilken källa som studeras.

[5] Belopp inom parentes är baserade på aktiekurser per 2013-12-30. Statens ägarandel i Telia omfattar 1 614 513 748 aktier och hade ett bokfört värde på 40,8 mdkr enligt statens årsredovisning 2012. Ägarandelen i SAS omfattar 70 500 000 aktier till ett bokfört värde av 2,4 mdkr.

Diagram 12 Statens innehav av börsnoterade aktier

Miljoner kronor respektive börsindex (1995 = 100)



Källor: SCB (finansräkenskaperna), Regeringskansliet och Konjunkturinstitutet.

Tabell 2 Statens börsnoterade aktieinnehav

Miljoner kronor	Telia Sonera AB	Nordea Bank AB	SAS AB	Övriga	Summa	Värdering enligt FiR
2013	86 457	0	1 163	0	87 620	100 897
2012	71 135	33 794	553	0	105 482	115 923
2011	75 511	28 978	564	0	105 053	112 671
2010	85 582	39 807	1 586	0	126 975	163 567
2009	86 813	58 260	2 131	0	147 204	164 579
2008	65 131	28 203	1 336	0	94 670	106 150
2007	101 296	55 685	2 926	2 090 [1]	161 997	180 920
2006	114 387	54 396	4 107	1 007 [1]	173 897	198 040
2005	86 832	42 537	3 684	883 [1]	133 936	156 290
2004	84 307	36 315	2 115	679 [1]	123 416	141 976
2003	79 647	29 269	2 397	715 [1]	112 028	128 095
2002	69 480	20 813	1 741	333 [1]	92 367	104 525
2001	98 920	30 082	2 397	1 103 [1]	132 502	152 161
2000	102 736	38 754	3 173	1 862 [2]	146 525	175 820
1999	0	27 101	2 679	2 470 [3]	32 250	73 480
1998	0	27 643	2 679	17 696 [4]	48 018	51 161

Anm: [1] OMX; [2] OMX och Celtica; [3] OMX, Celtica och Celsius; [4] OM-Gruppen, Celtica, Celsius, Pharmacia & Upjohn.
Källor: Regeringskansliet och SCB (finansräkenskaperna).

3.2.2 Onoterade aktier

Värdet på statens innehav av onoterade (dvs. icke-börsnoterade) aktier uppgick vid slutet av 2013 till 316 mdkr enligt finansräkenskaperna. Värderingen i finansräkenskaperna är densamma som i årsredovisningen för staten och baseras på justerat eget kapital enligt respektive bolags årsbokslut.[6] Justerat eget kapital motsvarar företagets bokförda tillgångar minus skulder och tar inte hänsyn till förväntade framtida vinster. Värderingsprincipen kan därför ses som försiktig. Vid företagsförvärv är det inte ovanligt att köpeskillingen (och därmed ”marknadsvärdet”) överstiger eget kapital flera gånger. Som exempel kan nämnas det tidigare statligt ägda Vin & Sprit AB som i årsredovisningen värderades till knappt 8 mdkr 2007. När det såldes till franska Pernod Ricard 2008 var köpeskillingen 55 mdkr, åtta gånger högre än det bokförda värdet.

Tabell 3 ger en förteckning över statens innehav i onoterade bolag vid utgången av 2012, vilken är den senaste tidpunkt som det finns fullständig information för.[7] Det samlade värdet på bolagen var då ca 330 mdkr. Det i särklass högst värderade statliga bolaget är Vattenfall, som vid utgången av 2012 värderades till 146 mdkr. Näst högst värderat är gruvbolaget LKAB (42 mdkr), följt av Akademiska Hus (28 mdkr), Sveaskog (16,3 mdkr) och Svensk Exportkredit (14,4 mdkr). Svenska Spel har ett eget kapital som uppgår till drygt 5 mdkr och har de senaste åren haft ett årligt resultat på 5 mdkr. Trots detta redovisas företagets värde till nära noll i statens årsredovisning (och därmed även i finansräkenskaperna). Detta beror på att företagets resultat bokföringsmässigt hanteras som skatteintäkter och det egna kapitalet som upplupen skatteintäkt.

---

[6] Med justerat eget kapital avses eget kapital plus beskattade reserver.

[7] Bland de onoterade bolagen är det för närvarande bara tre bolag som staten inte har fullt ägande i: PostNord, European Spallation Source (ESS) och SOS Alarm. PostNord är en koncern som bildades 2009 genom ett samgående mellan svenska Posten och Post Danmark. Svenska staten äger 60 procent och den danska staten resterande del.

Tabell 3 Statens innehav av onoterade aktier, 2012

Miljoner kronor

Bolag	Värdering	Bolag	Värdering
Vattenfall AB	146 428	Svenska Rymdaktiebolaget	438
LKAB	41 671	Vectura Consulting AB	426
Akademiska Hus AB	28 427	Innovationsbron AB	407
Sveaskog Holding AB	16 333	Lernia	402
Svensk Exportkredit AB SEK	14 412	Apoteksgruppen i Sverige Holding AB	402
SBAB Bank AB	8 761	Apotek Produktion & Laboratorier AB	188
PostNord AB (60%)	7 013	Bostadsgaranti AB	162
Specialfastigheter i Sverige AB	6 628	Metria AB	106
Almi Företagspartner AB	6 150	SOS Alarm Sverige AB (50%)	72
SJ AB	4 886	Apotekens Service AB	55
Jernhusen AB	4 548	Göta Kanalbolag AB	42
Swedavia AB	4 290	Kungliga Dramatiska Teatern AB	31
Swedfund International AB	3 141	Kungliga Operan AB	27
Fouriertransform AB	2 979	Miljömärkning i Sverige AB	21
Apoteket AB	2 820	European Spallation Source ESS AB (74%)	17
Inlandsinnovation AB	2 020	Swedesurvey AB	14
Teracom Group AB	1 837	VisitSweden AB	12
GreenCargo AB	1 732	Arlandabanan Infrastructure AB	10
Samhall AB	1 560	Svenska Miljöstyrningsrådet AB	2,6
Systembolaget AB	1 411	Svenska Spel AB	0,3
Ersättningsmark i Sverige AB	1 146	Botniabanan AB (Likvidation pågår)	0
Svevia AB	923	SVEDAB Svensk-danska broförb, AB	0
Vasallen AB	891	Preaktio AB	0
RISE Research Institute Holding	772	**Totalt, svenska innehav**	**315 296**
Infranord AB	629	Utländska innehav	14 606
Statens Bostadsomvandlings AB	542	Totalt	329 902
Svensk Bilprovning	512		

Anm: Värdering av statens onoterade aktieinnehav i finansräkenskaperna sker enligt justerat eget kapital.
Källa: SCB:s underlag till finansräkenskaperna.

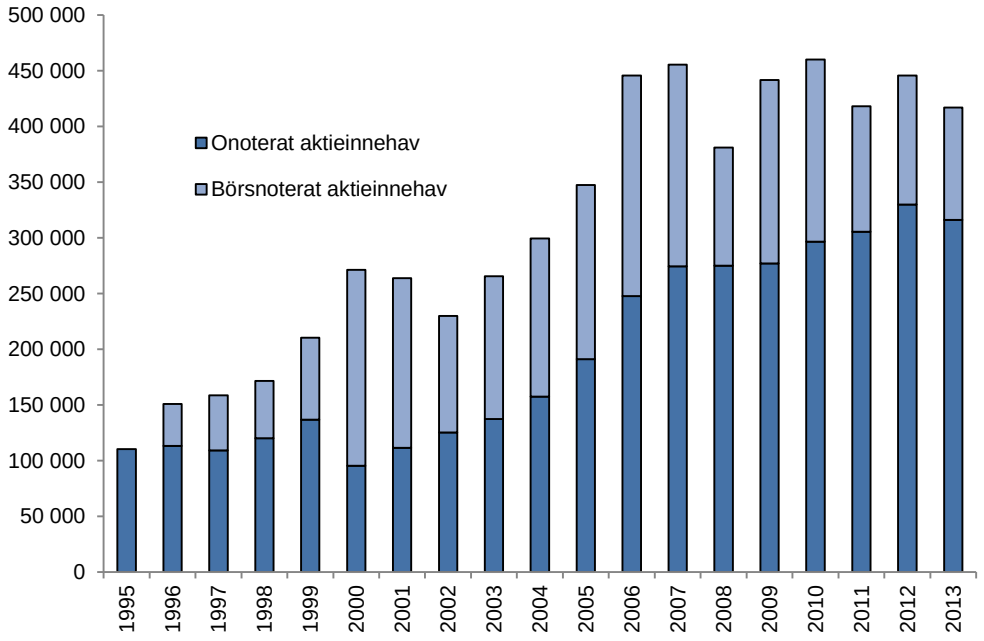
Jämfört med värdeutvecklingen på det börsnoterade aktieinnehållet, är värdeutveckling på de onoterade aktierna mindre volatil. Med undantag för år 1999 och 2013, har värdeutvecklingen varit konstant positiv. Värdeutvecklingen på det onoterade aktieinnehavet är ett resultat av värdeökning, kapitaltillskott, bolagisering, avyttring av bolag och förändrad redovisningsstandard. Att på ett precist sätt isolera priseffekten i värdeutvecklingen är därför svårt. Justerat för några av de större jämförelsestörande händelserna kan man dock skapa sig en ungefärlig uppfattning om värdeökning och avkastning som ägandet av bolagen har inneburit.

Värdeökningen av det onoterade aktieinnehavet på drygt 200 mdkr som skedde mellan 2000 och 2012 förklaras till mer än 80 procent av värdeökningar i de tre största bolagen, Vattenfall (112 mdkr), LKAB (33 mdkr) och Akademiska Hus (22 mdkr). Ungefär 30 mdkr av värdeutvecklingen förklaras dock av

övergången till IFRS-redovisningsstandarden 2005, som bl a kräver att företagets tillgångar i högre grad än tidigare marknadsvärderas. För Akademiska Hus innebar detta en ökning av det egna kapitalet med nästan 15 mdkr. 2007 var ett år av både försäljningar – framför allt Civitas Holding (Vasakronan) och Vin & Sprit – och kapitaltillskott. Diagram 13 visar summan av statens noterade och onoterade börsinnehav.

Diagram 13 Statens totala aktieinnehav

Miljoner kronor



Källa: SCB (finansräkenskaperna) och Regeringskansliet.

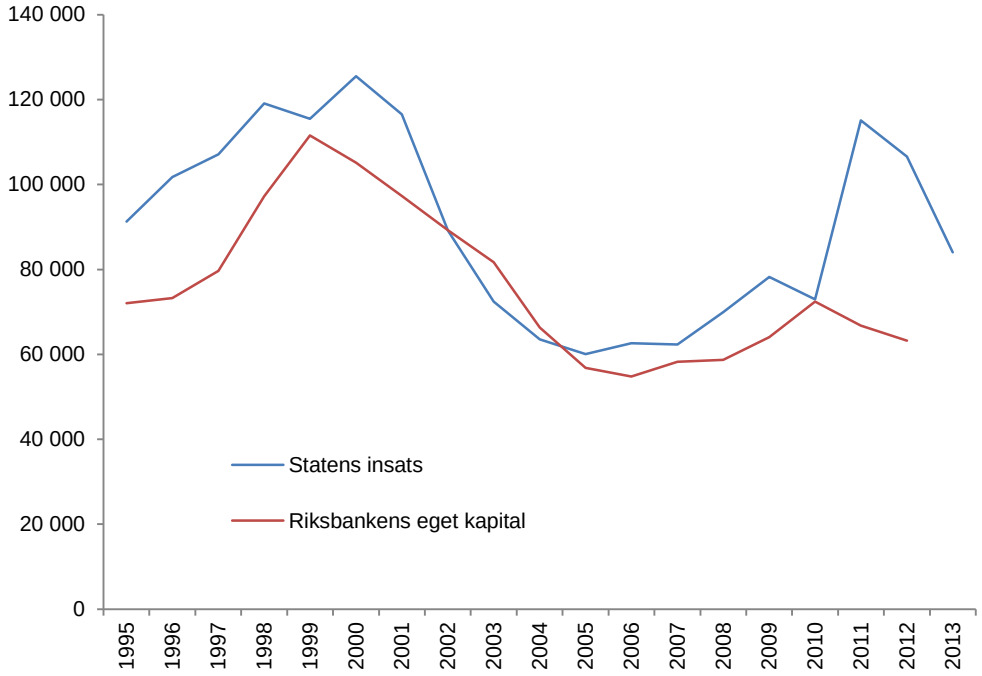
3.2.3 Andelar och insatser

Det som i finansräkenskaperna kallas *andelar och insatser* skiljer sig från aktieinnehav eftersom det inte rör sig om aktier utan andra former av ägande. För närvarande utgörs denna post till stor del av statens insats i Riksbanken. Resterande del utgörs av värden i affärsverken; dessa har värderats till ca 10 mdkr sedan 1995. Insatsen i Riksbanken har däremot fluktuerat mellan 60 och 125 mdkr under samma period. Insatsen, som den för närvarande redovisas i finansräkenskaperna, utgör summan av två poster: Riksbankens eget kapital (63 mdkr, 2012) och Riksbankens så kallade värderegleringskonton (43 mdkr, 2012).[8] Före 2011 utgjordes insatsen av eget kapital plus årets resultat, vilket försvårar jämförelse över tiden något. Efter en successiv ökning av eget kapital från 72 mdkr 1995 till 105 mdkr år 2000, minskade det egna kapitalet under flera år under 2000-talets början antingen till följd av negativt resultat eller negativ värdeutveckling i Riksbankens dispositionsfond (se diagram 14).

[8] Värderegleringskontona består av orealiserade vinster och förluster motsvarande aktuellt marknadsvärde minus anskaffningsvärden. Man skiljer på priseffekt (orealiserade värdepappersvinster), valutakurseffekt (orealiserade valutakursvinster) och guldvärdeeffekt (värdeökning sedan 2003).

Diagram 14 Statens insats i Riksbanken och Riksbankens eget kapital

Miljoner kronor



Källor: SCB och Riksbanken.

3.3 Avkastning på statens tillgångar

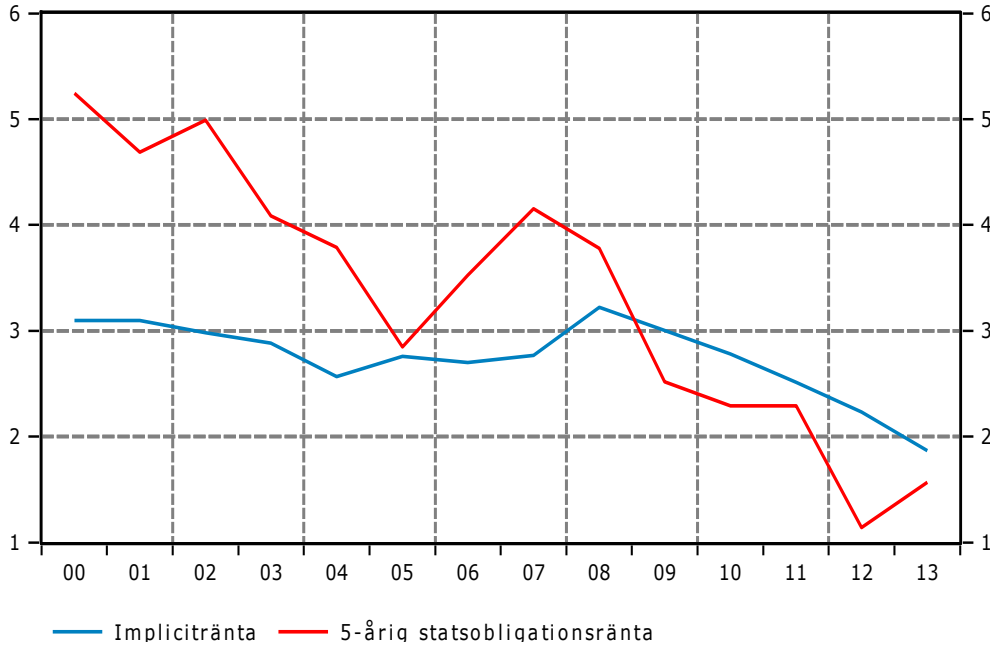
Statens räntebärande tillgångar utgörs i huvudsak av lån till Riksbanken och studielån via CSN. Tillgångarna ska därför ses mer som ett resultat av Riksgäldens och studiestödsnämndens myndighetsfunktioner än en medveten placeringsstrategi. Den implicita räntenivån har varit stabil sedan år 2000 med ett genomsnitt på 2,8 procent. Detta kan jämföras med räntan på svenska 5-åriga statsobligationer som rört sig från 5 ner till drygt 1 procent de senaste tio åren och i genomsnitt har uppgått till 3,5 procent (se diagram 15).

Vad gäller avkastning på sitt aktieinnehav, har staten fått utdelningar på mellan 15 och 20 mdkr de senaste åren från de hel- och delägda bolagen. Sedan 1995 har direktavkastningen varit i genomsnitt 4 procent (se diagram 16).[9]

[9] Direktavkastningen i procent beräknas här som utdelning i kronor i förhållande till det totala värdet på aktieinnehavet.

Diagram 15 Impliciträntesats för statens utlåning och ränta på 5-årig svensk statsobligation

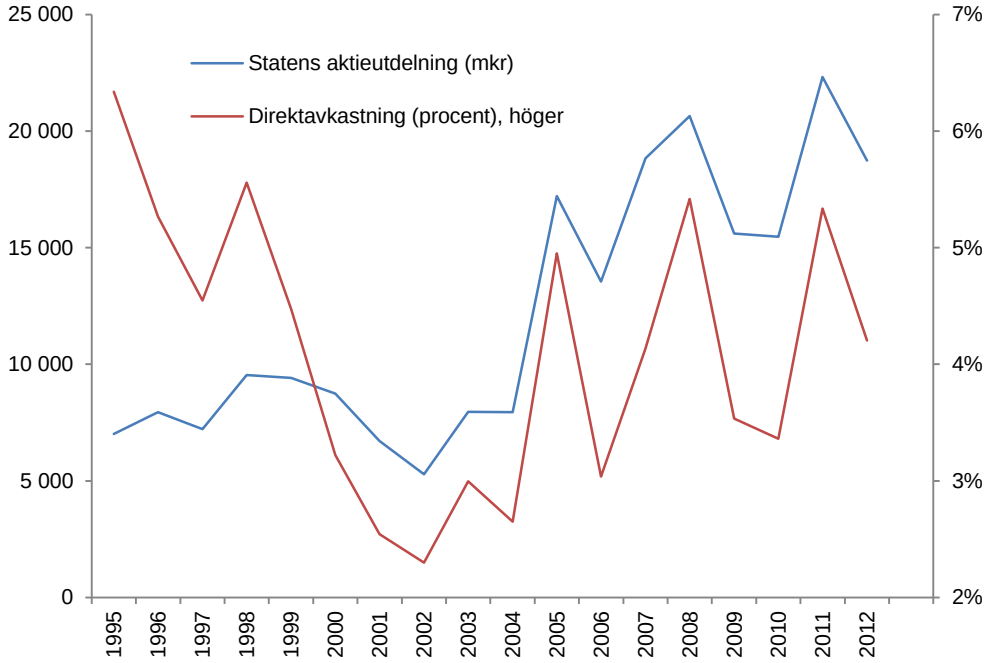
Procent



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 16 Statens direktavkastning från aktier

Miljoner kronor och procent



Källa: SCB (nationalräkenskaperna och finansräkenskaperna) och Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

3.4 Statsskulden

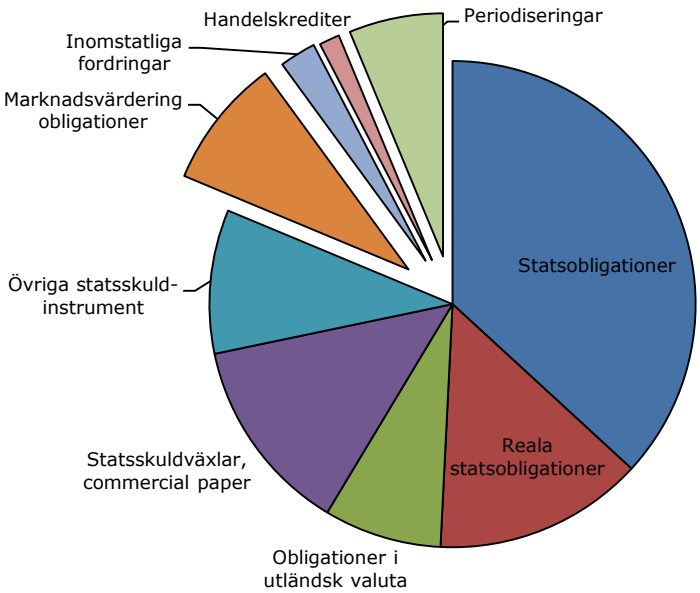
3.4.1 Officiell statsskuld och statens skulder i finansräkenskaperna

Summan av statens skulder uppgick vid utgången av 2012 till 1 377 mdkr enligt finansräkenskaperna. Detta kan jämföras med det officiella måttet på statsskulden som för 2012 uppgår till 1 119 mdkr. Måttet är officiellt i bemärkelsen att det är definierat utifrån principer fastlagda på EU-nivå. Det rapporteras av Riksgälden, men också i statens årsredovisning samt av ESV och Konjunkturinstitutet.[10] Skillnaden mellan de två måtten, som 2012 uppgick till 258 mdkr, förklaras av att skuldposterna i finansräkenskaperna är *marknadsvärderade* (och inte nominellt värderade), att skulderna redovisas *okonsoliderade* i finansräkenskaperna och att *periodiseringsposter* och vissa andra skulder ingår i skulden i finansräkenskaperna men inte i det officiella statsskuldsmåttet.

Diagram 17 åskådliggör statens skulder enligt finansräkenskaperna. De urlyfta delarna ur cirkeldiagrammet är de skuldposter som ingår i finansräkenskaperna men inte i det officiella måttet på statsskulden. Tabell 4 visar i ungefärliga termer hur den officiella skulden förhåller sig till måttet i finansräkenskaperna. Skillnaden mellan marknadsvärde och nominellt värde på obligationsskulden uppgick till 129 mdkr. Periodiseringsposterna, som uppgick till 86 mdkr vid utgången av 2012, består av så kallade upplupna kostnader och förutbetalda intäkter. Upplupna kostnader är kostnader som resultatmässigt uppstod 2012 men som vid utgången av året inte hade betalts. Förutbetalda intäkter är inkomster som erhållits under 2012 men som resultatmässigt hörde till 2013. I budgetpropositionen redovisar regeringen offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet exklusive dessa periodiseringsposter.

[10] I sin redovisning av den officiella statsskulden räknar inte Riksgälden bort statliga myndigheters innehav av svenska statsobligationer. Det är i huvudsak Insättningsgarantifonden och Kärnavfallsfonden som svarar för dessa innehav. Detta innebar att Riksgäldens mått på statskulden var ca 33 mdkr högre (1 152 662 mkr) än övrigas mått (1 119 290 mkr). Det officiella måttet på statsskulden skiljer sig från den så kallade *Maastrichtskulden*, som är det officiella måttet på hela den offentliga sektorns skuld. I Maastrichtskulden ingår, förutom statsskulden, ca 270 mdkr av kommunsektorns skuld samt ÅP-systemets kortfristiga skulder (ca –20 mdkr). Maastrichtskulden är därför ca 7 procentenheter högre än statsskulden, mätt som andel av BNP.

Diagram 17 Statens skulder enligt finansräkenskaperna



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Marknadsvärdering och nominell värdering är en distinktion som i första hand gäller obligationer. I det officiella måttet på statsskulden värderas utställda obligationer till sina nominella belopp, dvs. de slutvärden som Riksgälden åtar sig att betala när obligationerna förfaller. I värderingen av realobligationer ingår upplupen inflationskompensation. För värderingen av obligationer utställda i utländsk valuta tas hänsyn till aktuell valutakurs. Marknadsvärderingsprincipen tar, enligt uppgift från SCB, hänsyn till förändringar i marknadsräntor i förhållande till kupongräntan.

Tabell 4 Från officiell statsskuld till statens skuld i finansräkenskaperna, 2012

	Miljarder kronor
Statsskuld enligt statens årsredovisning	**1119**
Skuld gentemot statliga myndigheter (myndigheters statspappersinnehav)	33,4
Uppskrivning av obligationer till marknadsvärde	128,9
Statsobligationer	*83,8*
Reala statsobligationer	*47,1*
Publika obligationer, utländsk valuta	*–2,5*
Premieobligationer	*0,5*
Handelskrediter	18,7
Periodiseringsposter	86,2
Summa	**1386,2**
Oförklarad differens	–9,2
Statens skulder enligt finansräkenskaperna	**1377**

Källor: SCB, Regeringskansliet och Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

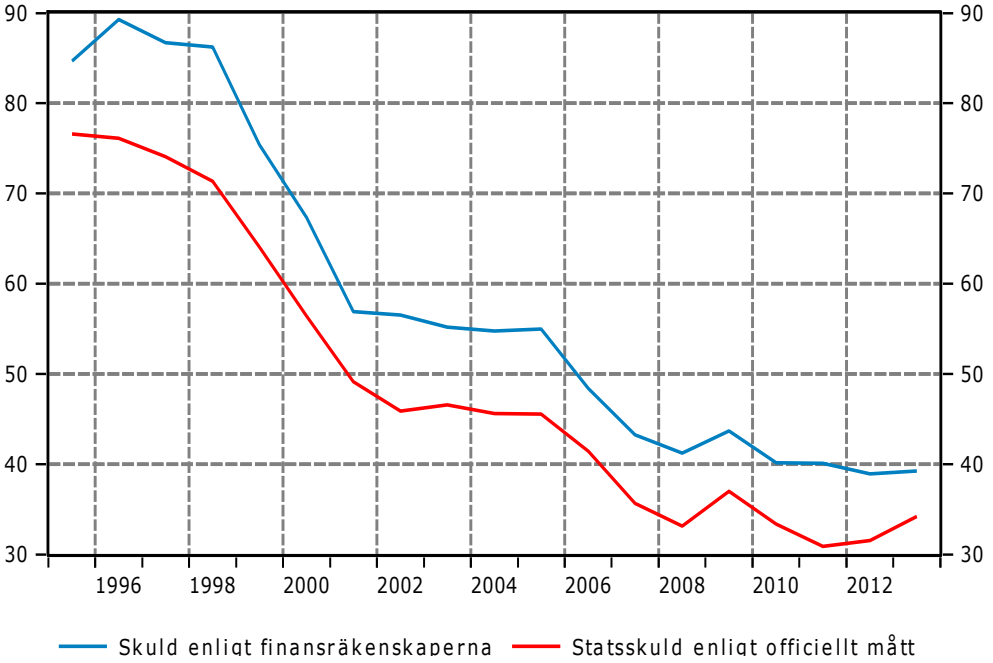
3.4.2 Statens ränteutgifter

Under 2013 ökade den officiella statsskulden med ca 120 mdkr. Ökningen av skulden förklaras i huvudsak av vidareutlåning till Riksbanken på drygt 100 mdkr. Att lånebehovet var relativt stort under 2013 beror även på det negativa finansiella sparandet i staten. Vid en tillbakablick till mitten av 1990-talet framgår att statsskulden som andel av BNP praktiskt taget har fallit kontinuerligt och mer än halverats från att ha varit nästan 77 procent 1995 till nuvarande nivå på knappt 35 procent. Diagram 18 visar statens skuld enligt finansräkenskaperna och det officiella måttet på statsskulden. Skuldmåttet ur finansräkenskaperna har legat i genomsnitt ca 20 procent högre än det officiella måttet på statsskulden sedan 1995.

Minskningen av statsskulden sett i kronor är relativt liten sedan mitten av 1990-talet; från 1 368 mdkr 1995 till 1 236 mdkr 2013. Ränteutgifterna för staten har dock fallit påtagligt. I mitten av 1990-talet uppgick räntekostnaderna till över 100 mdkr årligen, för att gradvis minska ner till 2012 års historiskt låga nivå på ca 24 mdkr (se diagram 19). Som andel av BNP har ränteutgifterna fallit från 6 procent i mitten av 1990-talet till ca 0,7 procent 2013. Diagram 20 visar hur den implicita räntesatsen (ränteutgifter dividerat med skuld) har fallit från nästan 8 procent i mitten av 1990-talet till 2,3 procent 2013.

Diagram 18 Officiell statsskuld och statens skulder enligt finansräkenskaperna

Procent av BNP



Källor: SCB och Regeringskansliet.

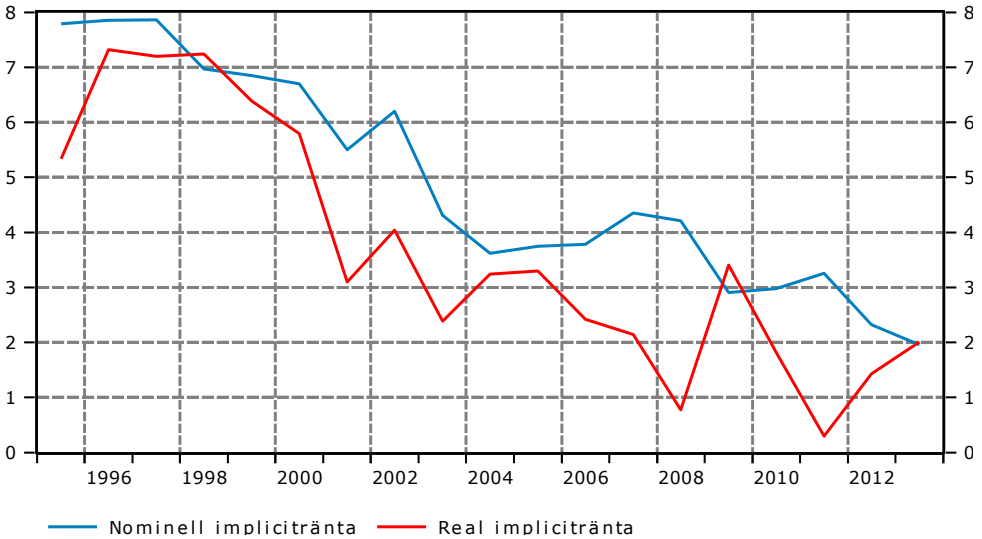
Diagram 19 Statens ränteutgifter

Miljoner kronor och procent av BNP

Källa: SCB.

Diagram 20 Statens impliciträntesats för statsskulden

Procent



Anm: Impliciträntesatsen beräknas här som ränteutgifter dividerat med det officiella måttet för statsskulden. Med real ränta avses nominell ränta minus procentuell förändring av KPI.
Källor: SCB och Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

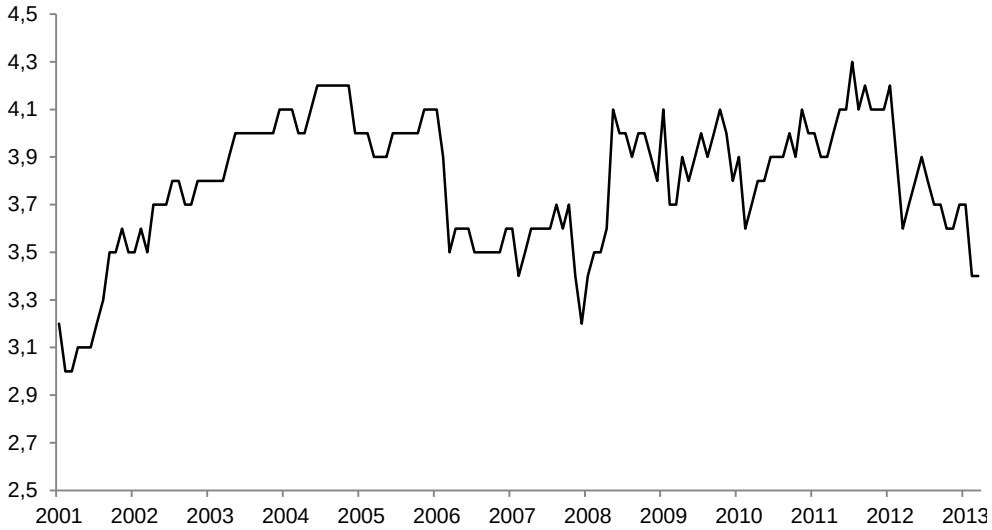
3.4.3 Skuldslag och löptid

Riktvärdena för statsskuldens fördelning säger att skulden ska bestå av 60 procent nominell kronskuld, 25 procent real kronskuld och resterande 15 procent av valutaskuld. För varje skuldslag finns en riktlinje för dess löptid (eller duration). Sedan 2012 är riktlinjen för den nominella kronskulden att räntebindningstiden ska vara mellan 2,7 och 3,2 år och för den reala

kronskulden 7–10 år. Riktlinjen för valutaskuldens löptid är 0,125 år, dvs. ca 45 dagar. Diagram 21 visar hur hela statsskuldens duration varierat mellan 3 och 4,3 år sedan början av 2000-talet.

Diagram 21 Statsskuldens duration

Antal år



Källa: Riksgälden.

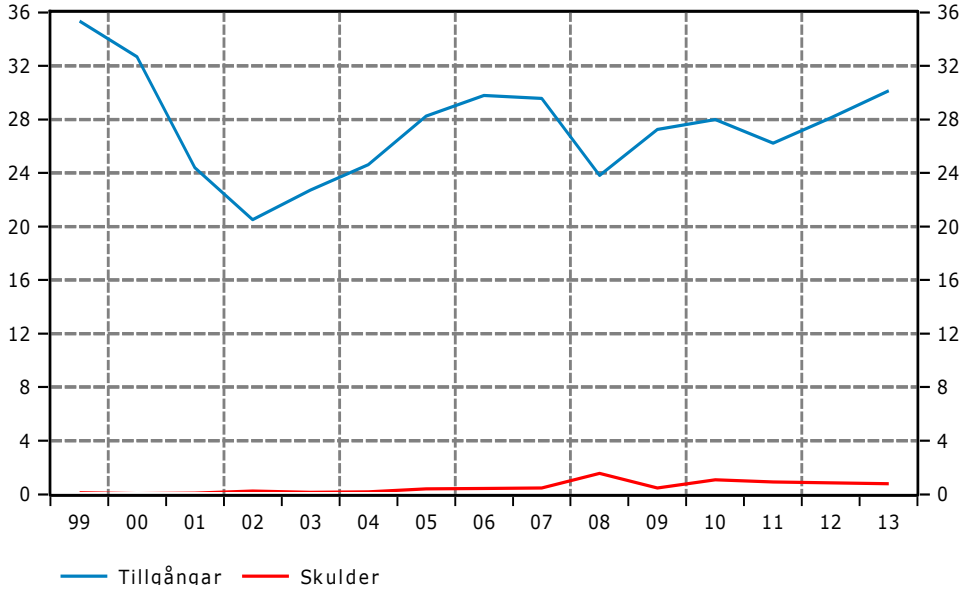
4 Ålderspensionssystemets finansiella ställning

I slutet av 2013 uppgick nettoförmögenheten i ålderspensionssystemet ("ÅP-systemet") till 1 067 miljarder kronor, vilket motsvarar drygt 29 procent av BNP.[11] De finansiella tillgångarna i ålderspensionssystemet utgörs av Första, Andra, Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonden. Dessa består i sin tur till drygt 60 procent av aktier och andra ägarandelar (icke räntebärande tillgångar) och till 30 procent av placeringar i räntebärande papper som obligationer och lån (räntebärande tillgångar). Skulderna är små i ÅP-systemet (28 miljarder eller 0,8 procent av BNP) och består av kortfristiga lån och finansiella derivat (se diagram 22).

[11] Ålderspensionssystemet (ÅP-systemet) utgörs i finansräkenskaperna av socialförsäkringssektorn. Den sjunde AP-fonden (PPM) ingår i företagssektorn och inte i ålderspensionssystemet.

Diagram 22 Ålderspensionssystemets finansiella tillgångar och skulder

Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

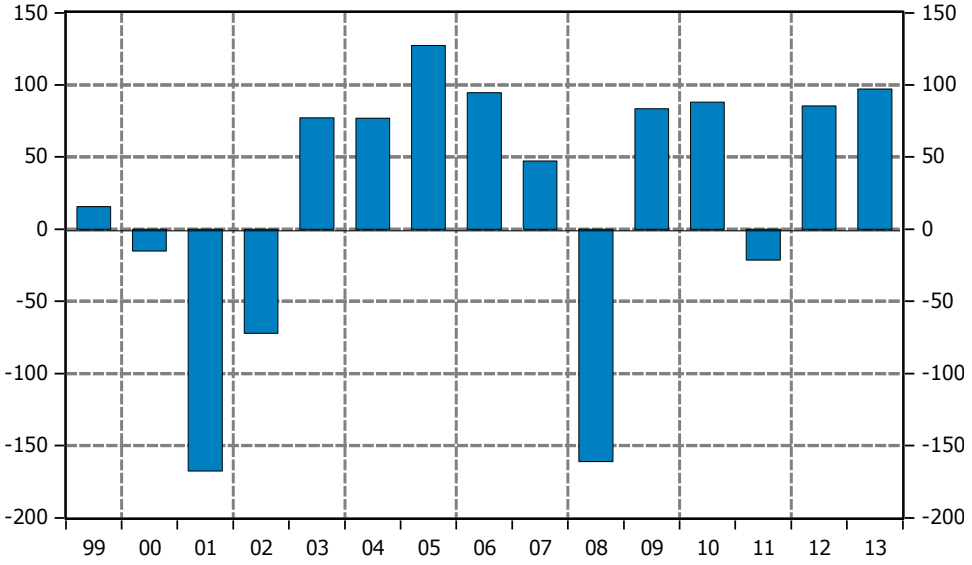
4.1 Ålderspensionssystemets tillgångar

I samband med införandet av det nya pensionssystemet överfördes 245 miljarder kronor från ålderspensionssystemet till staten under åren 1999–2001. Överföringen gjordes med hänvisning till att alla pensionsåtaganden utom den inkomstrelaterade ålderspensionen skulle finansieras via staten. Pensionsåtaganden som garantipension, efterlevandepension och förtidspension skulle därmed finansieras av statskassan. Börsfall åren 2000, 2001 och 2002 och överföringen av medel till staten gjorde att tillgångarna i ålderspensionssystemet minskade från 35 procent 1999 till 20 procent av BNP 2002. (se diagram 22 och diagram 23).

I och med de nya placeringsregler som infördes för AP-fonderna 2001 fick fonderna placera mer av sitt kapital i aktier (för placeringsregler se nedan). Överföringen av medel från ålderspensionssystemet till staten och de nya placeringsreglerna innebar att de räntebärande tillgångar minskade från drygt 25 procent som andel av BNP 1999 till cirka 10 procent av BNP 2001 eller med 319 miljarder kronor. Samtidigt ökade de icke räntebärande tillgångarna med 141 miljarder kronor eller från drygt 9 procent till drygt 14 procent som andel av BNP.

Diagram 23 Förändring av tillgångarna i ålderspensionssystemet

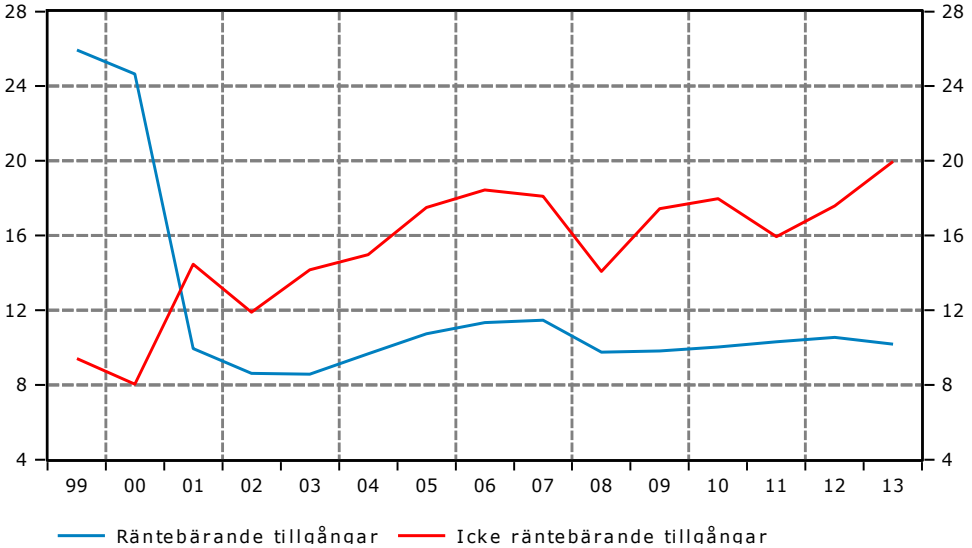
Miljarder kronor



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 24 Ålderspensionssystemets tillgångar

Procent av BNP



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

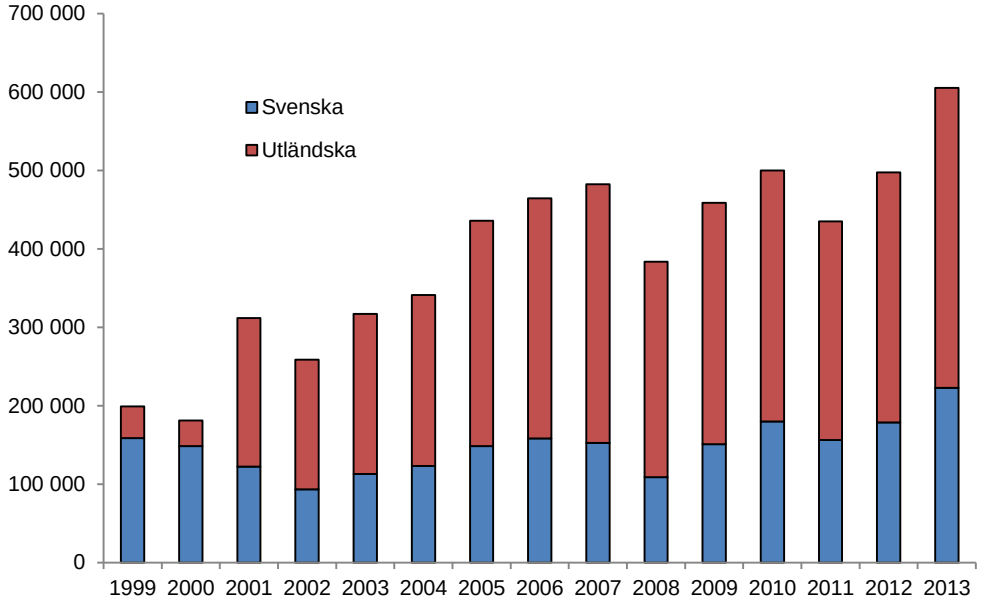
Drygt 40 procent av tillgångarna i ålderspensionssystemet består år 2013 av noterade och ej noterade aktier. Av aktieplaceringarna sker drygt 70 procent i utlandet (se diagram 25). Placeringar sker i Europa, Nordamerika, Stillahavsregionen och på tillväxtmarknader. Första AP-fondens största utländska aktiepost är i Samsung och ABB AG, medan de största svenska aktieinnehaven är H & M, Ericsson, Atlas Copco och Nordea.

AP-fonderna har från och med 2003 övergått till att placera cirka hälften av obligationsinnehav i utländska obligationer, oftast i statsobligationer (se

diagram 26). Svenskt obligationsinnehav består till största delen av svenska bostadsobligationer och svenska statspapper.

Diagram 25 Ålderspensionssystemets innehav av aktier och andra ägarandelar

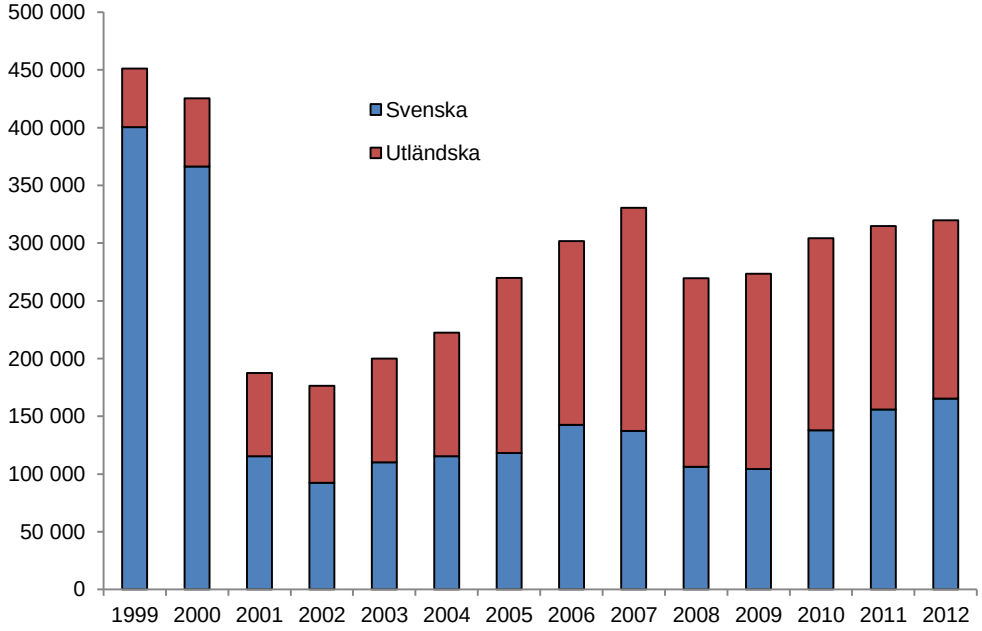
Miljoner kronor



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 26 Ålderspensionssystemets innehav av obligationer

Miljoner kronor



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

4.2 AP-fondernas placeringsregler[12]

Placeringsreglerna för Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden bestäms i lagen 2000:192 om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). De kan sammanfattas enligt följande:

- Högst 5 procent av tillgångarna får bestå av onoterade värdepapper.
- Högst 10 procent av fondkapitalet får vara exponerat mot enskild emittent (svenska staten undantagen).
- Minst 10 procent av kapitalet ska förvaltas av extern förvaltare.
- Minst 30 procent av kapitalet ska placeras i obligationer med låg kredit- och likviditetsrisk.
- Högst 40 procent av fondkapitalet får vara utsatt för valutakursrisk.
- Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på reglerad marknad eller avses att bli inom ett år från emissionen (förbud mot direktinvesteringar).
- Fonderna får inte placera i råvaror, och inte heller i finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång.
- Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på reglerad marknad i Sverige får högst uppgå till 2 procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier.
- Röstetalet i ett enskilt bolag får högst uppgå till 10 procent (30 procent i onoterade riskkapitalföretag).

AP-fonderna ska varje år överlämna årsredovisning och revisionsberättelse till regeringen. Sjätte AP-fonden ska dessutom lämna en egen utvärdering av fondens förvaltning. Regeringen ska sammanställa årsredovisningarna och utvärdera förvaltningen av fondkapitalet. Fondernas årsredovisningar, regeringens sammanställning och utvärdering av förvaltningen ska överlämnas till riksdagen senast den 1 juni året efter räkenskapsåret.

4.3 AP-fondernas mål och avkastning[13]

4.3.1 Första AP-fonden

Första AP-fondens mål är att ha en genomsnittlig avkastning på över 5,5 procent per år under en femårsperiod. Målet har fastställts med utgångspunkt att minska sannolikheten för balansering inom pensionssystemet. Första AP-fonden har haft en avkastning på 2,5 procent per år den senaste femårsperioden (2008–2012) och uppfyller därmed inte sitt mål. Under den senaste 10-årsperioden uppgår den nominella avkastningen till 7 procent per år, vilket däremot överträffar fondens mål under denna period.

Cirka 47 procent av fondkapitalet i Första AP-fonden placerades i aktier 2012 varav 75 procent i utlandet. Andelen aktier har minskat med drygt 10 procent

[12] Beskrivningen baseras på SKR 2012/13:130, ”Utvärdering av AP fondernas verksamhet 2012” och AP-fondernas årsredovisningar för 2012.
[13] Beskrivningen baseras i huvudsak på AP-fondernas årsredovisningar 2012.

sedan 2003. Räntebärande papper har minskat med 3,5 procent sedan 2003. Investeringar i fastigheter är 7,7 procent 2012 och har ökat sedan 2003. Placeringar i hedgefonder var 4,3 procent. Investeringar i riskkapitalfonder 3,2 procent. Valutaexponeringen har ökat till 27,4 procent av kapitalet från 12,6 procent 2003.

Tabell 5 Första AP-fondens portfölj, 2012

	Mdkr	Andel i procent
Svenska aktier	26,6	11,4
Utländska aktier	82,2	35,2
Räntebärande instrument	85,1	36,4
Alternativa placeringar	39,8	16,0
Summa fondkapital	**233,7**	**100**

Källa: Första AP-fondens årsredovisning 2012.

4.3.2 Andra AP-fonden

Andra AP-fonden har sitt säte i Göteborg. Fondens långsiktiga mål är att ha en real avkastning på 5 procent per år. Målet är att minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen i pensionssystemet. För femårsperioden 2008–2012 har fonden haft en genomsnittlig avkastning på 2,4 procent per år, vilket innebär att fonden inte uppnått målet under perioden. Under den senaste 10 årsperioden har fonden haft en genomsnittlig avkastning på 7,6 procent, vilket motsvarar en realavkastning på 6,2 procent och fonden har då uppnått målet.

Av fondkapitalet 2012 är cirka 49 procent placerat i aktier varav 77 procent i utlandet. Av obligationsinnehavet placeras 42 procent i utlandet, 19 procent i svenska bostadsinstitut och närmare 12 procent i svenska statspapper. Alternativa investeringar ökade från 12 till 15 procent av fondkapitalet under 2012 genom investeringar i utländska fastigheter, skogs- och jordbruksfastigheter. Under 2013 utökades portföljen med direktinvesteringar i kinesiska aktier.

Tabell 6 Andra AP-fondens portfölj, 2012

	Mdkr	Andel i procent
Svenska aktier	27,0	11,2
Utländska aktier	91,3	37,8
Räntebärande instrument	86,7	35,9
Alternativa placeringar	36,5	15,1
Summa fondkapital	**241,5**	**100**

Källa: Andra AP-fondens årsredovisning 2012.

4.3.3 Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens långsiktiga mål är att uppnå en real avkastning på i genomsnitt 4 procent per år. Av fondens årsredovisning för 2012 framgår att ”Målet har fastställts med utgångspunkt i behovet av stabilitet i pensionssystemet på lång sikt och risken för värdefall i fondförmögenheten på

kort sikt". Ett ytterligare mål är att bedriva en kostnadseffektiv förvaltning. För femårsperioden 2008–2012 har fonden haft en genomsnittlig real avkastning på 0,7 procent per år. Fonden har därmed inte uppnått sitt mål. För tioårsperioden 2003–2012 har den genomsnittliga reala avkastningen uppgått till 5,3 procent per år, vilket innebär att fonden uppnått målet under denna period.

Tredje AP-fondens förvaltningsstrategi baseras på riskallokering. Portföljen byggs upp av sju riskklasser: *aktier, räntor, krediter, inflation, valuta, övrig exponering* och *absolutavkastande strategier*. Cirka 46 procent av kapitalet i Tredje AP-fonden består 2012 av aktier varav 77 procent är placerade i utlandet. Aktieportföljen diversifieras genom att placera delar av kapitalet mot alternativa index och genom tematiska investeringar som till exempel aktier med hög direktavkastning och aktier i läkemedel och bioteknik. De största svenska aktieinnehaven återfinns i H & M (2,5 mdkr) och Ericsson (1,8 mdkr).

Riskklass *räntor* består av investeringar i statsobligationer med exponering mot Sverige och USA. Riskklass *krediter* består till största delen av svenska bostadsobligationer samt företagsobligationer med hög kreditvärdighet i Sverige och i USA. Riskklass *inflation* innehåller investeringar i svenska och tyska realränteobligationer och investeringar i fastigheter skog, jordbruk och infrastruktur. Riskklass *valuta* består av fondens exponering för förändringar i valutakurser mot svenska kronor. Valutapositioner tas i syfte att öka avkastningen eller minska risken i totalportföljen. Riskklass *övrig exponering* innehåller investeringar som inkluderar kombinationer av olika risktyper.

Tabell 7 Tredje AP-fondens portfölj, 2012

	Mdkr	Andel i procent
Svenska aktier	26,2	11,2
Utländska aktier	80,9	34,7
Nominella räntebärande instrument	71,5	30,7
Reala räntebärande instrument	17,9	7,7
Alternativa placeringar	36,3	15,6
Summa fondkapital	**232,9**	**100**

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisning 2012.

4.3.4 Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fondens mål är att dess reala avkastning ska uppgå till 4,5 procent per år i genomsnitt under en 10-årsperiod, vilket är den bedömda avkastning som krävs för att pensionssystemets tillgångar och skulder ska balansera på lång sikt (40 år). Under femårsperioden 2008–2012 uppgick fondens avkastning till 3,3 procent per år vilket var lägre än fondens mål. Fondens reala avkastning uppgick den senaste 10 årsperioden till 5,8 procent per år. Fonden uppnådde därmed målet för denna period (den reala avkastningen 10-årsperioden innan dess uppgick till 2,5 procent per år).

Fjärde AP-fonden placerade cirka 53 procent av fondkapitalet i aktier 2012 varav 71 procent i utlandet. De två största svenska aktieinnehaven 2012 var H & M (3,6 mdkr) och Nordea (2,8 mdkr). De två största utländska innehaven

var Apple (1,2 mdkr) och Exxon Mobil Corporation (1 mdkr). Av obligationsinnehavet på 86,5 mdkr 2012 var 49 procent placerade utomlands (varav 23 procent i utländska statspapper), nästan 8 procent i svenska statspapper och knappt 22 procent placerade i svenska bostadsinstitut.

Tabell 8 Fjärde AP-fondens portfölj, 2012

	Mdkr	Andel i procent
Svenska aktier	34,9	15,7
Utländska aktier	84,8	37,2
Reala räntebärande instrument	82,3	36,1
Alternativa placeringar	27,8	11,0
Summa fondkapital	**229,7**	**100**

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisning 2012.

4.3.5 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden skiljer sig från de övriga AP-fonderna och omfattar betydligt mindre tillgångar. Fondens uppdrag är att investera på riskkapitalmarknaden. Fonden investerar i onoterade bolag, det vill säga i bolag som inte finns på börsen. Fonden är sluten, vilket innebär att inga inbetalningar från eller utbetalningar till pensionssystemet görs. Fonden fokuserar på investeringar i Norden. Kapitalet i Sjätte AP-fonden kommer från de 10,4 miljarder kronor som tillsköts fonden i samband med att den sjätte fondstyrelsen bildades den 1 juli 1996. Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet vuxit med 9,8 miljarder kronor vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 4,2 procent per år.

Under 2012 fick fonden ett nytt mål för investeringsverksamheten. Det nya avkastningsmålet är på 13,8 procents avkastning per år. En ny strategi innebär ett tydligare fokus på mogna företag, där fonden tidigare har haft en hög avkastning historiskt sett. Sedan starten 1996 har fonden dock haft en genomsnittlig avkastning på 4,2 procent per år vilket understiger det nya målet. Inte heller för 10-årsperioden 2003–2012 uppnåddes det nya avkastningsmålet. Den genomsnittliga avkastningen för perioden blev 5,7 procent per år.

Tabell 9 Sjätte AP-fondens portfölj, 2012

	Mdkr	Andel i procent
Företagsinvesteringar	8,0	40
Fondinvesteringar	5,7	28
Likviditetsförvaltning	6,5	32
Summa fondkapital	**20,2**	**100**

Källa: Sjätte AP-fondens årsredovisning 2012.

4.3.6 AP-fondernas genomsnittliga avkastning 2001–2012

Sammantaget är det små skillnader i avkastning mellan AP-fonderna 1–4 (netto efter kostnader). Andra AP-fonden har lyckats lite bättre i sina placeringar sedan starten 2001 med en genomsnittlig avkastning på 4,8 procent per år. Första och Tredje AP-fonderna har haft en avkastning på 4,5 procent, medan

den Fjärde AP-fonden haft en avkastning på 4,3 procent (se tabell 10). Uppräkningen av pensionsskulden som sker med inkomstindex (inklusive balanseringen) har samtidigt uppgått till 2,8 procent i genomsnitt per år. AP-fondernas avkastning efter kostnader överstiger således pensionsskuldupräkningen för perioden med mellan 1,5–2,0 procentenheter.

Tabell 10 AP-fondernas avkastning

Procent per år

	2008	2009	2010	2011	2012	2001–2012
Första AP-fonden	–21,9	20,1	10,2	–1,9	11,3	**4,5**
Andra AP-fonden	–24,1	20,4	11,0	–2,1	13,3	**4,8**
Tredje AP-fonden	–19,8	16,4	9,0	–2,5	10,7	**4,5**
Fjärde AP-fonden	–20,9	21,5	10,9	–0,7	11,2	**4,3**

Källor: Skr. 2012/13:130, ”Utvärdering av AP fondernas verksamhet 2012” och AP-fondernas årsredovisningar för 2012.

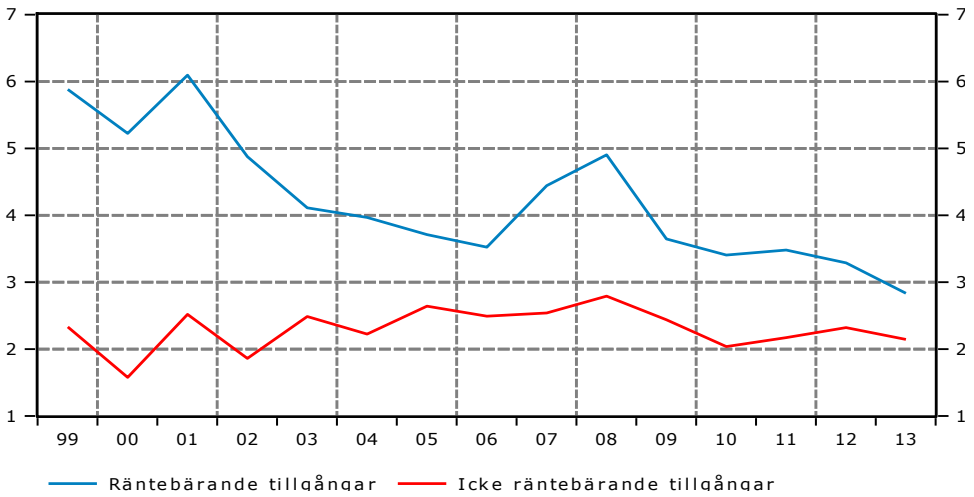
4.3.7 Beräkning av implicitavkastning i ÅP-systemet

ÅP-systemets avkastning kan beräknas implicit genom att studera nationalräkenskaperna. I nationalräkenskaperna består avkastningen av ålderspensionssystemets ränteinkomster och aktieutdelningar. Den genomsnittliga implicitavkastningen på de räntebärande tillgångarna för åren 1999–2013 blir 4,2 procent, medan avkastningen på de icke räntebärande tillgångarna under samma period i är 2,1 procent i genomsnitt per år (se diagram 27).

Ålderspensionssystemets ränteinkomster var höga under slutet av 1990-talet och åren runt sekelskiftet när räntorna var höga och de räntebärande tillgångarna betydande. Avkastningen på de räntebärande tillgångarna har fallit allteftersom räntenivåerna blivit lägre. Även de räntebärande tillgångarna minskade kraftigt under 1999–2001.

Diagram 27 Implicit direktavkastning i ålderspensionssystemet

Procent



Källor: SCB och Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

4.4 AP-fondernas historik

Den allmänna pensionsfonden inrättades 1960 med tre underliggande fondstyrelser: första, andra och tredje fondstyrelsen. Endast placeringar i räntebärande papper var tillåtet. En fjärde fondstyrelse inrättades 1974 som fick placera i aktier. 1988 inrättades en femte fondstyrelse som också fick placera i aktier. Slutligen inrättades en sjätte fondstyrelse 1996 som hade hand om medel från löntagarfonderna och som också fick placera i aktier.

De fem första fondstyrelserna ombildas 2001 till fyra AP-fonder (Första, Andra, Tredje och Fjärde) med nya mandat och uppgifter inom det nya inkomstpensionssystemet. Sjätte fondstyrelsen ombildades till Sjätte AP-fonden. Den nya sjunde AP-fonden bildades samtidigt med uppgifter inom premiepensionssystemet.

Pensionssystemets totala tillgångar består till största delen av så kallade avgiftstillgångar. De fem AP-fonderna är buffertfonder som hanterar skillnader mellan avgiftsinbetalningar och pensionsutbetalningar i ålderspensionssystemet. AP-fondernas tillgångar motsvarar cirka 12 procent av alla tillgångar i ålderspensionssystemet. Förändringen av tillgångarna i AP-fonderna påverkar därmed systemet marginellt. Men finanskrisen 2008 med fallande börskurser var dock en viktig orsak till att balanseringen aktiverades 2010.

Ansvarsfullt ägande: AP-fonderna ska ta hänsyn till etik och miljö i sina investeringar utan att göra avkall på avkastningen. Under 2006 beslutade AP 1−4 att samordna upphandlingen av etikkonsultstöd. Syftet var i första hand att effektivisera upphandlingsprocessen och spara kostnader. Etikrådets arbete avser fondernas utländska innehav. Etik- och miljöfrågor när det gäller svenska bolag hanteras av fonderna var och en för sig.

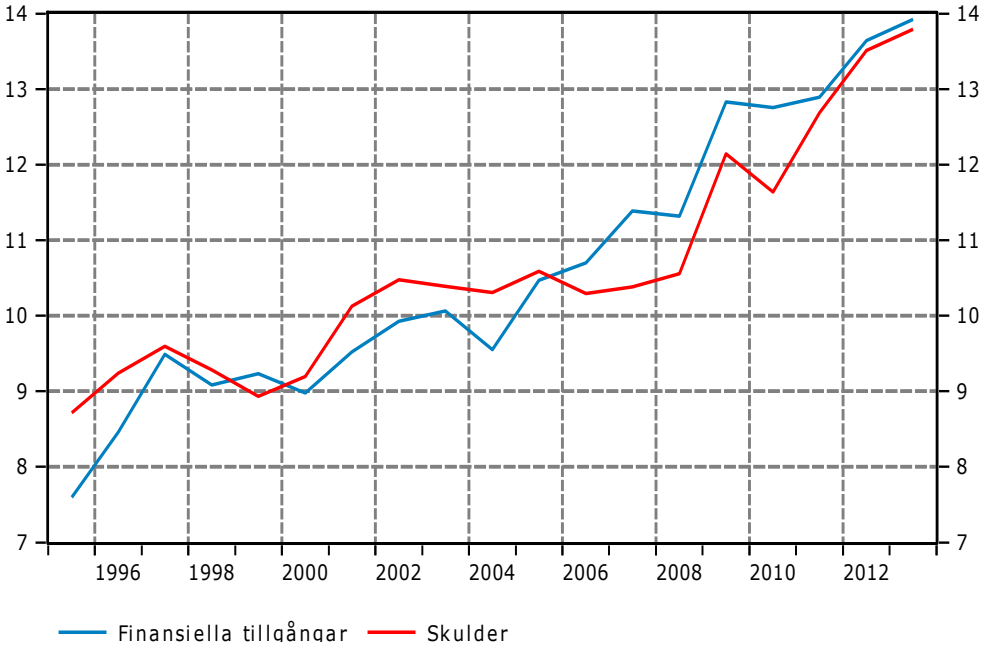
Etikrådet: Etikrådet är ett samarbete mellan Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden. Etikrådets huvuduppgift är att vara långsiktiga, ansvarstagande och engagerade ägare som påverkar bolag att förbättra sitt arbete med miljö och sociala frågor. Under 2012 förde Etikrådet dialog med 118 bolag spridda över hela världen.

5 Kommunsektorns finansiella ställning

Kommunsektorn (primärkommuner och landsting) har haft en finansiell nettoställning som pendlat mellan ungefär –1 och 1 procent av BNP under perioden 1995–2013. I slutet av 2013 var nettoställningen knappt 5 mdkr eller drygt 0,1 procent av BNP enligt finansräkenskaperna. De finansiella tillgångarna har ökat från 7,6 procent av BNP 1995 till 13,9 procent 2013. Skulderna har haft en liknande utveckling: från 8,7 till 13,8 procent som andel av BNP (se diagram 28). Sedan 2005 har tillgångarna överstigit skulderna i kommunsektorn.

Diagram 28 Kommunsektorns finansiella tillgångar och skulder

Procent av BNP



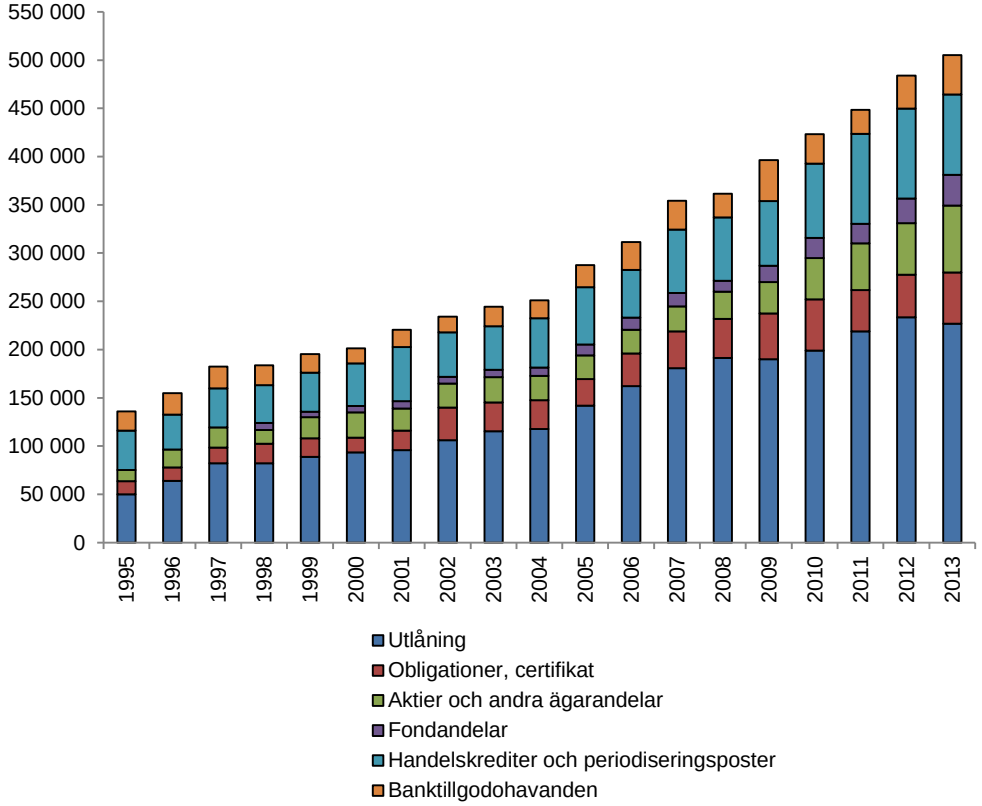
Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Två tredjedelar av kommunsektorns tillgångar är räntebärande tillgångar, som i sin tur utgörs av utlåning, obligationer och certifikat och banktillgodohavanden. Utlåningen består i huvudsak av lån till kommunala bolag.

Bland de så kallade icke-räntebärande tillgångarna finns ett aktieinnehav om ca 70 mdkr och fondandelar om 30 mdkr. Aktieinnehavet har fördubblats i värde bara de senaste fyra åren. Resten av tillgångarna består av handelskrediter och periodiseringsposter (se diagram 29).

Diagram 29 Kommunsektorns tillgångar

Miljoner kronor



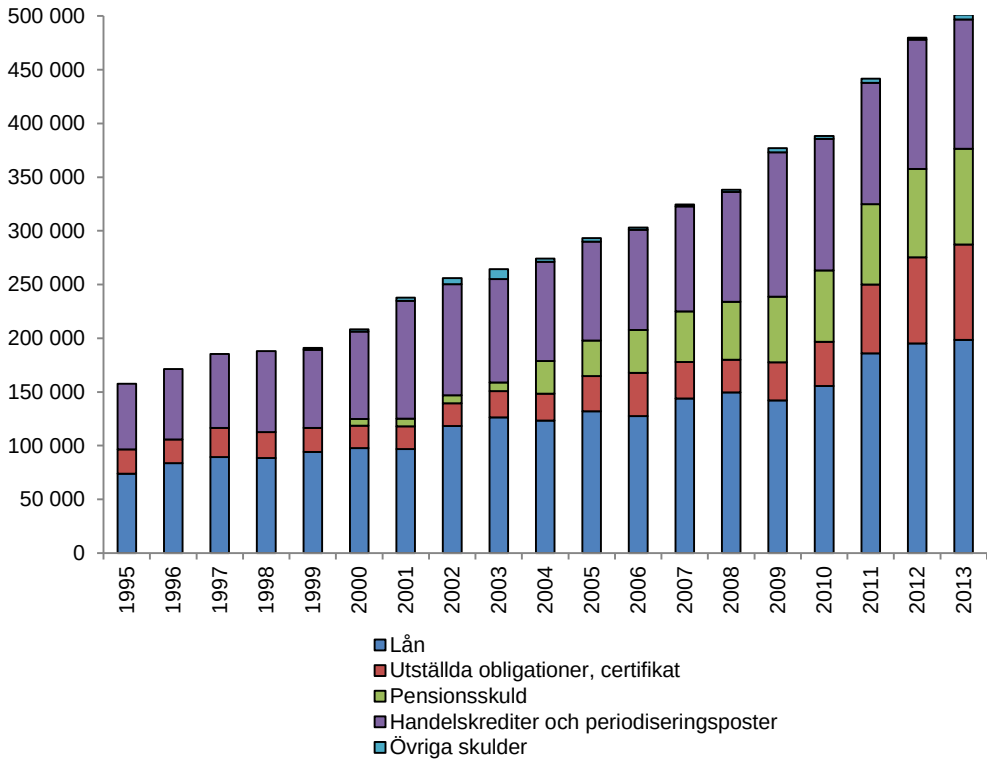
Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Skulderna i kommunsektorn är nästan lika stora som tillgångarna och uppgår för närvarande till 501 mdkr. 198 mdkr utgörs av lån och 88 mdkr av utställda obligationer och skuldcertifikat. Resterande del av kommunsektorns skuld utgörs av pensionsskulder (89 mdkr), periodiseringsposter (79 mdkr) och handelskrediter (41 mdkr).

Kommunsektorn skulder har ökat med 4 procent som andel av BNP sedan 1995. Skulderna består framförallt av lån hos kommunala bolag och övriga lån hos finansiella företag. Som andel av BNP motsvarar dessa lån 5,5 av BNP och har ökat med knappt 1 procent sedan 1995. Skulder till hushållen i form av de kommunalanställdas försäkringssparande i tjänstepensioner redovisas från och med år 2000 och har ökat trendmässigt och motsvarar numera 2,5 procent av BNP 2013 (se diagram 31).

Diagram 30 Kommunsektorns skulder

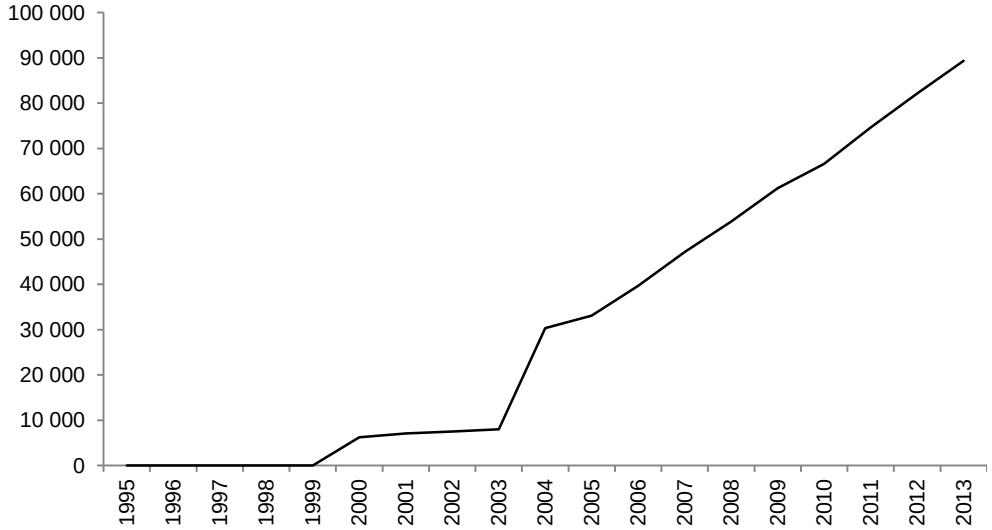
Miljoner kronor



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

Diagram 31 Kommunsektorns pensionsskuld

Miljoner kronor



Källa: SCB (finansräkenskaperna).

6 Dekomponering av den offentliga sektorns nettoförmögenhetsutveckling[14]

6.1 Hur stor del av förmögenhetsutvecklingen 1995–2012 förklaras av finansiella sparandeöverskott?

Som framgick av avsnitt 2 har den offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet stärkts med motsvarande 1300 miljarder kronor 1995–2012. Detta motsvarar en förstärkning av nettoförmögenheten som andel av BNP med knappt 50 procentenheter. Förstärkningar av den offentliga sektorns nettoförmögenhet kan i princip ske på två sätt, antingen genom positiva finansiella sparanden eller genom att tillgångarna ökar i värde (alternativt att skulderna minskar i värde). Den enklaste dekomponeringen av utvecklingen av den finansiella nettoförmögenheten tar sin utgångspunkt i följande ekvation:

$$NF_t = NF_{t-1} + F_t + V_t,$$

där NF_t är den finansiella nettoförmögenheten i sektorn (antingen offentlig sektor, stat, kommunsektorn eller ålderspensionssystemet) i slutet av period t, F_t är det finansiella sparandet i sektorn i period t och V_t är en restpost som beskriver värdeförändringar. I avsaknad av värdeförändringar följer nettoförmögenhetsutvecklingen det finansiella sparadet i sektorn. Om det finansiella sparandet är positivt ökar nettoförmögenheten och vice versa. Värdeförändringsposten innehåller per definition allt som påverkar nettoförmögenheten men som inte ingår i det finansiella sparandet. Exempel på händelser som kan utlösa sådana värdeförändringar är (se särskilt avsnitt 3 om statens nettoförmögenhet):

- Upp- eller nedskrivningar av tillgångar i onoterade statliga bolag
- Värdeutveckling på aktieinnehav i ÅP-systemet och staten
- Ändrade redovisningsprinciper
- Bolagiseringar
- Börsintroduktioner av onoterade bolag
- Försäljning av statliga bolag

Tabell 11 visar en uppdelning av förändringen av den finansiella nettoförmögenheten mellan 1995 och 2012. Som framgår av tabellen bidrog det samlade finansiella sparandet i offentlig sektor under perioden till 19 procent av förstärkningen av den finansiella nettoförmögenheten. Värdeförändringarna bidrog således till huvuddelen av förstärkningen av den offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet. De relativa bidragen bör dock inte tolkas helt bokstavligt. I avsaknad av finansiella sparandeöverskott är det

[14] Analysen i avsnittet baseras på finansräkenskaperna för tredje kvartalet 2013 och motsvarar därför inte fullt ut beskrivningen i avsnitt 2–5, som baseras på finansräkenskaperna för fjärde kvartalet 2013. Mellan dessa två tidpunkter gjordes vissa revideringar i finansräkenskaperna tillbaka till 1995.

till exempel möjligt att den offentliga sektorns tillgångar skulle varit mindre vilket skulle kunna ha bidragit till mindre värdeförändringar.

Från tabell 11 kan man också utläsa att huvuddelen, 70 procent, av förstärkningen i offentlig nettoförmögenhet har skett i staten. Statligt finansiellt sparande bidrar till en ökad nettoförmögenhet motsvarande knappt 16 procent av den totala ökningen av den offentliga sektorns nettoförmögenhet och värdeförändringar till resterande 54 procent.

Tabell 11 Bidrag av finansiellt sparande till nettoförmögenhetsförändringen i offentlig sektor 1995–2012

	Miljarder kronor	Procent
Förändring i nettoförmögenhet	**1305**	**100**
varav staten	911	69,8
varav ÅP-systemet	368	28,2
varav kommunsektorn	26	2,0
varav	***Bidrag (%)***	***Procent av bidrag***
Finansiellt sparande	**19,4**	**100**
varav staten	15,6	80,4
varav ÅP-systemet	8,1	42,0
varav kommunsektorn	–4,3	–22,4
Värdeförändringar (residual)	**80,6**	**100**
varav staten	54,2	67,2
varav ÅP-systemet	20,1	25,0
varav kommunsektorn	6,3	7,8

Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

6.2 Mer detaljerad dekomponering

Det är möjligt att dekomponera förändringen i offentlig sektors nettoförmögenhet ytterligare. Eftersom det finansiella sparandet kan delas upp i primärt finansiellt sparande och kapitalposter gäller:

$$NF_t = NF_{t-1} + F_t + V_t = NF_{t-1} + P_t + i_t NF_{t-1} + V_t,$$

där P_t är det primära finansiella sparandet i sektorn (offentlig sektor, stat, kommunsektorn eller ÅP-systemet) och $i_t NF_{t-1}$ är kapitalposterna, dvs i_t är den *implicita* nominella direktavkastningen på föregående års nettoförmögenhet. I den följande framställningen benämns denna, något oegentligt, räntan. Om båda sidor av föregående ekvation divideras med BNP i löpande pris (som betecknas Y_t och vars tillväxt från period $t-1$ till t betecknas g_t) erhålls:

$$nf_t = p_t + (1+i_t)\frac{NF_{t-1}}{Y_{t-1}(1+g_t)} + v_t = p_t + \frac{(1+i_t)}{(1+g_t)} nf_{t-1} + v_t,$$

där gemener betecknar att variablerna uttrycks i procent av BNP i löpande pris. Följande approximation gäller:

$$\frac{(1+i_t)}{(1+g_t)} \cong 1 + i_t - g_t,$$

vilket medger följande uttryck för förändringen av nettoförmögenheten:

$$nf_t - nf_{t-1} = p_t + i_t nf_{t-1} - g_t nf_{t-1} + v_t.$$

Den första termen i ekvationen visar att primärt sparande direkt påverkar förändringen i nettoförmögenheten. Den andra termen kallas *ränteeffekten*. Denna kan förstås på följande sätt. Om nettoförmögenheten i sektorn är positiv kommer en högre implicit räntesats att bidra till att nettoförmögenheten stiger som andel av BNP. Om nettoförmögenheten är negativ kommer istället en hög implicitränta att bidra till att minska nettoförmögenheten. Den tredje termen kallas *tillväxteffekt*. Den speglar att hög tillväxt, allt annat lika, tenderar att erodera nettoförmögenheten som andel av BNP om denna är positiv och öka nettoförmögenheten om den är negativ (dvs. utgör en nettoskuld). I avsaknad av primärt finansiellt sparande och värdeförändringar kommer alltså nettoförmögenheten som andel av BNP stiga om nettoförmögenheten initialt är positiv och räntan överstiger tillväxten, eller, om nettoförmögenheten är negativ, om tillväxten överstiger räntan.

Tabell 12 visar dekomponeringar av nettoförmögenheten 1995–2012 för offentlig sektor och dess delsektorer enligt föregående ekvation. I den offentliga sektorn har nettoförmögenheten som andel av BNP ökat med motsvarande 49,3 procentenheter. Den största ökningen har skett i staten som bidrar med 54 procentenheter av den totala ökningen. ÅP-systemets nettoförmögenhet som andel av BNP har däremot minskat med knappt 6 procentenheter medan kommunsektorns nettoförmögenhet som andel av BNP har ökat med drygt en procentenhet.

Primära sparandeöverskott under perioden bidrar till en ökning av nettoförmögenheten med 12 procent av BNP. Även här är skillnaderna mellan delsektorerna betydande. Staten har, å ena sidan, haft betydande primära överskott under perioden. Dessa bidrar till en förmögenhetsförstärkning motsvarande 33 procent av BNP. Å andra sidan har ÅP-systemet 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 (se nedan samt avsnitt 4 ovan).

Totalt sett över perioden 1995–2012 är ränteeffekten negativ. Detta beror på att statens nettoförmögenhet initialt var negativ tillsammans med att räntorna på denna (dvs. på statens skuld) var höga (se avsnitt 3.4). Ränteeffekten i ÅP-systemet, dvs. bidragen från direktavkastningen (räntor och utdelningar) i denna sektor är visserligen positiva men kompenserar inte fullt ut för de stora negativa ränteeffekterna i staten.

Tillväxteffekterna är kvalitativt likadana som ränteeffekten, fast med omvänt tecken som förklarats ovan. Den betydande positiva tillväxteffekten i staten beror således på att staten haft en negativ nettoförmögenhet under perioden medan det motsatta gäller för ÅP-systemet. Totalt sett är tillväxteffekten liten, vilket beror på att den genomsnittliga nettoförmögenheten i offentlig sektor uppgår endast till ca 2 procent av BNP under perioden.

Slutligen har värdeförändringar bidragit starkt till att öka nettoförmögenheten i offentlig sektor. Här är bidragen positiva i samtliga sektorer. Störst är värdeförändringarna i staten. Nettoförmögenheten är förvisso mindre i denna sektor än i ÅP-systemet, men tillgångarna, som normalt svarar för en stor del av värdeförändringarna, har varit av liknande storleksordning och sammansättning.

Tabell 12 Dekomponering av nettoförmögenhetsförändringen i offentlig sektor 1995–2012

	Procent av BNP
Förändring i nettoförmögenhet som andel av BNP	**49,3**
varav staten	53,8
varav ÅP-systemet	–5,9
varav kommunsektorn	1,3
Bidrag från (i procentenheter):	
Primärt finansiellt sparande	**12,3**
varav staten	33,2
varav ÅP-systemet	–16,3
varav kommunsektorn	–4,7
Ränteeffekt	**–4,6**
varav staten	–26,8
varav ÅP-systemet	19,9
varav kommunsektorn	2,3
Tillväxteffekt	**0,3**
varav staten	20,7
varav ÅP-systemet	–20,4
varav kommunsektorn	0,1
Värdeförändringar	**41,3**
varav staten	26,8
varav ÅP-systemet	11,0
varav kommunsektorn	3,6

Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Värdeförändringarna ses än mer detaljerat i diagram 32–35, som visar dekomponeringarna i offentlig sektor och dess delsektorer för samtliga år 1996–2012. Värdeförändringarna är positiva i offentlig sektor samtliga år utom 2002, 2008 och 2011. Dessa år var emellertid sannolikt svaga år för värdeutvecklingen av tillgångarna i noterade bolag (som staten och i än högre grad ÅP-systemet har i sina respektive portföljer). Stockholmsbörsens OMXS–index föll med 37, 42 respektive 16 procent dessa år. De negativa värdeförändringarna hänför sig mycket riktigt främst till ÅP-systemet dessa år (se diagram 34).

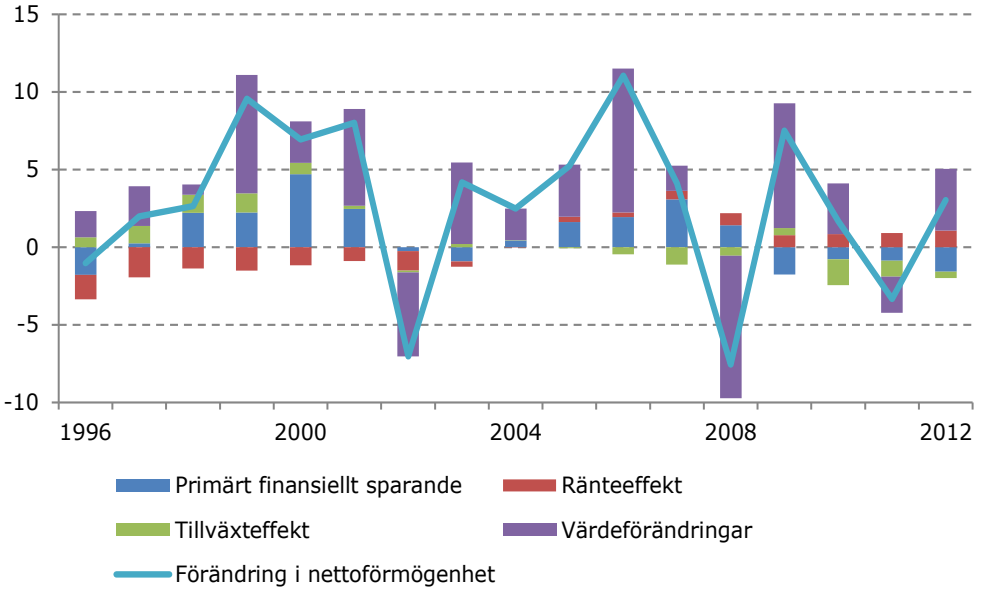
Av diagram 33 och diagram 34 framgår också de överföringar som skedde mellan ÅP-systemet, vars primära sparande var starkt negativt dessa år, och staten, där det primära sparandet var positivt.

Avslutningsvis är de negativa ränteeffekterna i staten under början av perioden tydliga i diagram 33. Dessa uppstod, som tidigare nämnts, som ett resultat av

den höga skuldnivån dessa år i kombination med ett högre ränteläge under denna tidsperiod. Senare under perioden, när statens skuld minskat som andel av BNP och nettoförmögenheten i staten närmar sig noll, avtar ränteeffekterna betänkligt.

Diagram 32 Dekomponering av förändringar i offentlig sektors finansiella nettoförmögenhet

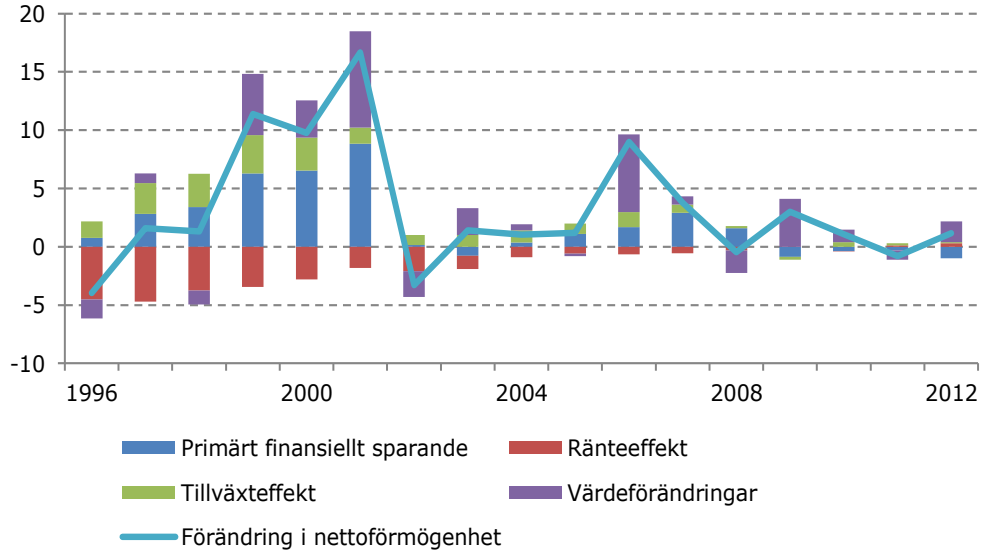
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 33 Dekomponering av förändringar i statens finansiella nettoförmögenhet

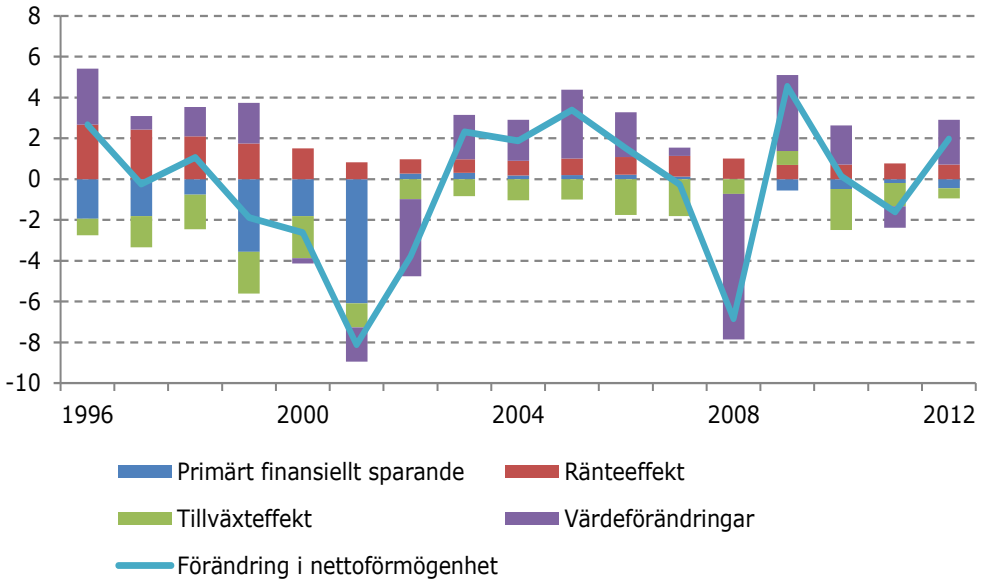
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 34 Dekomponering av förändringar i ÅP-systemets finansiella nettoförmögenhet

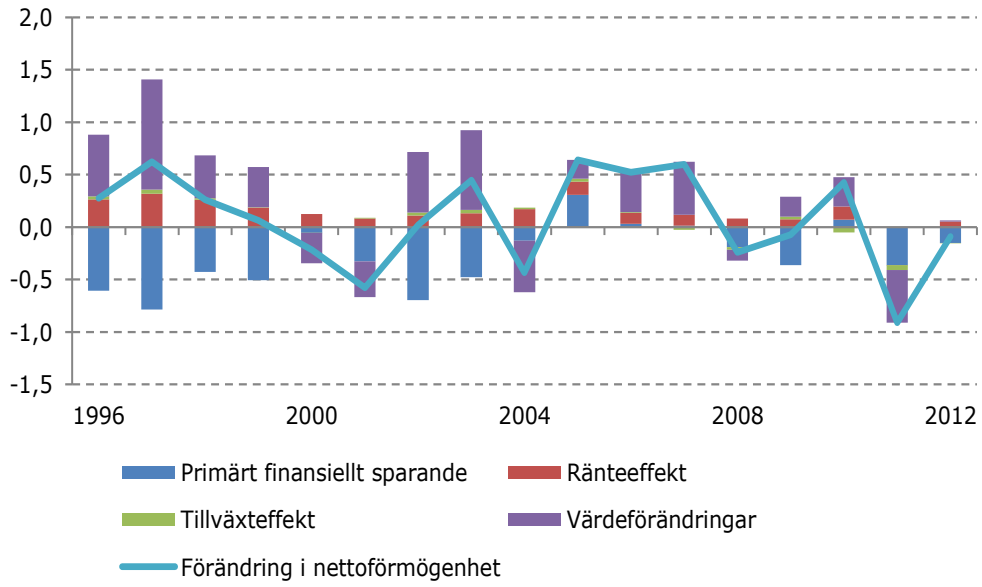
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 35 Dekomponering av förändringar i kommunsektorns finansiella nettoförmögenhet

Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

7 Överskottsmålet och den offentliga sektorns finansiella ställning

I detta avsnitt visas några starkt förenklade scenarier för utvecklingen av den offentliga sektorns och dess delsektorers finansiella nettoförmögenhet. Syftet är att belysa konsekvenserna för den finansiella ställningen av olika antaganden om avkastning och ränta på olika tillgångar och skulder samt olika nivå på överskottsmålet.

7.1 Beräkningsförutsättningar

Utgångspunkten i denna analys är att det finns ett saldomål för det finansiella sparandet i offentlig sektor. Eftersom analysen är långsiktig (från 2012 till 2060) bortses från konjunkturella variationer och saldomålet antas därför vara uppfyllt i varje period från och med 2019.[15]

Makroekonomiska förutsättningar

Syftet med denna rapport är inte att studera makroekonomiska konsekvenser av olika överskottsmål. Men eftersom utvecklingen av nettoförmögenhetens utveckling som andel av BNP i stor utsträckning påverkas av BNP-utvecklingen används BNP i löpande pris från Konjunkturinstitutets beräkning av de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet från mars 2014.[16] Denna BNP-utveckling är också förenlig med beräkningen av ålderspensionssystemets primära inkomster och utgifter (se nedan). BNP-utvecklingen innefattar implicit att inflationsmålet uppnås – från och med 2019 växer därför konsumentprisindex såväl som BNP-deflatorn med 2 procent per år. BNP i löpande pris antas vidare vara oförändrad oavsett vilka antaganden som görs vad gäller avkastningar och överskottsmål. Detta är en stark förenkling och innebär att resultaten ska tolkas med försiktighet och betraktas som belysande räkneexempel snarare än betingade prognoser.

Kommunsektorn

Kommunsektorn behandlas mycket översiktligt och förenklat. Den finansiella nettoförmögenheten antas där ligga kvar nära noll som andel av BNP under hela perioden. Vidare antas det primära finansiella sparandet i kommunsektorn liksom värdeförändringar på sektorns tillgångar vara noll varje år under perioden 2013–2060.

Det finansiella sparandet i kommunsektorn som andel av BNP i löpande pris är per definition:

$$fsk_t = pfsk_t + kapk_t = kapk_t,$$

[15] Det finansiella sparandet 2013–2018 antas följa Konjunkturinstitutets beräkning av det finansiella sparandet vid oförändrade regler från *Konjunkturläget,* december 2013.

[16] Se ”Är ett bibehållet offentligt åtagande ett hållbart offentligt åtagande?” Specialstudie 39, Konjunkturinstitutet, mars 2014. Detta scenario baseras i sin tur på den makroekonomiska prognosen i *Konjunkturläget,* december 2013.

där fsk_t är det finansiella sparandet som andel av BNP, $pfsk_t$ är det primära finansiella sparandet som andel av BNP (som antas vara noll varför den andra likheten gäller) och $kapk_t$ är nettot mellan kapitalinkomster och kapitalutgifter som andel av BNP. Dessa förenklade antaganden kring kommunsektorns finanser innebär att det finansiella sparandet i kommunsektorn är oberoende av överskottsmålet.

I avsaknad av värdeförändringar utvecklas nettoförmögenheten i kommunsektorn som andel av BNP enligt:

$$nfk_t = \frac{nfk_{t-1}}{1+g_t} + fsk_t = \frac{nfk_{t-1}}{1+g_t} + kapk_t,$$

där g_t är tillväxttakten i BNP i löpande pris. Att nettoställningen i kommunsektorn antas vara oförändrad som andel av BNP i löpande pris, $nfk_t = nfk_{t-1} = nfk^*$ innebär således att:

$$fsk_t = kapk_t = \left(\frac{g_t}{1+g_t}\right) * nfk^*,$$

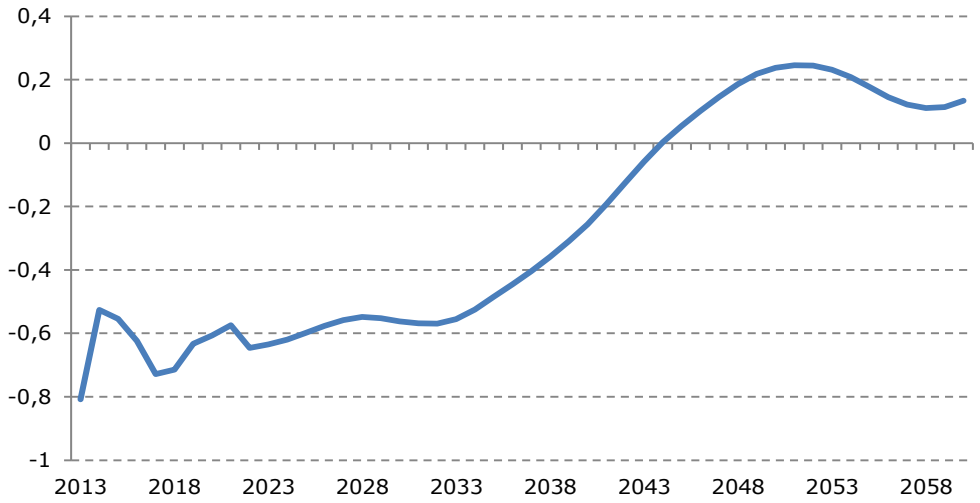
dvs. kapitalinkomsterna växter i takt med BNP i löpande pris för att bibehålla nettoförmögenheten i kommunsektorn konstant som andel av BNP.

Ålderspensionssystemet

I slutet av 2012 motsvarade den finansiella förmögenheten i ålderspensionssystemet 27 procent av BNP. Nettoförmögenhetsutvecklingen i ålderspensionssystemet drivs dels av avkastningen på AP-fondernas tillgångar, dels av utvecklingen av det primära sparandet i sektorn som utgörs av avgiftsinbetalningar minus pensionsutbetalningar som i sin tur till stor del bestäms av utvecklingen av lönesumma, KPI och antalet pensionärer. diagram 36 visar ålderspensionssystemets primära finansiella sparande som andel av BNP.

Diagram 36 Primärt finansiellt sparande i ålderspensionssystemet

Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

I denna rapport görs ingen analys av utvecklingen av ålderspensionssystemets primära sparande. Det primära sparandet i ålderspensionssystemet hämtas från Konjunkturinstitutets beräkning av de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet från mars 2014. Dessa primära inkomster och utgifter är därmed förenliga med den BNP-utveckling i löpande pris som beräkningarna utgår ifrån.

Det finansiella sparandet i ålderspensionssystemet som andel av BNP i löpande pris är per definition:

$$fsa_t = pfsa_t + kapa_t,$$

där fsa_t är det finansiella sparandet som andel av BNP, $pfsa_t$ är det primära finansiella sparandet som andel av BNP och

$$kapa_t = r_t^{RA} * \frac{R_{t-1}^A}{1+g_t} + r_t^{IRA} * \frac{IR_{t-1}^A}{1+g_t} - r_t^{SA} * \frac{S_{t-1}^A}{1+g_t}$$

är nettot mellan kapitalinkomster och kapitalutgifter som andel av BNP. R_{t-1}^A är räntebärande tillgångar som andel av BNP, IR_{t-1}^A är icke-räntebärande tillgångar (främst aktier) som andel av BNP, S_{t-1}^A är ålderspensionssystemets bruttoskuld som andel av BNP och r_t^{iA} är respektive tillgångs nominella direktavkastning (skuldens ränta), $i = \{R, IR, S\}$.

Av dessa ekvationer framgår att det primära sparandet och de initiala (2012 års värden) nivåerna på tillgångar och skulder, dessas avkastning och tillväxten i BNP i löpande pris avgör utvecklingen av det finansiella sparandet i ålderspensionssystemet som således är oberoende av nivån på överskottsmålet. När avkastningen i ålderspensionssystemet varieras för att belysa olika scenarier kommer emellertid det finansiella sparandet i ålderspensionssystemet att variera vilket, om ett givet överskottsmål ska nås, kommer att få motsvarande följdverkningar (med omvänt tecken) på statens finansiella sparande. Dessutom kommer den avkastning som ålderspensionssystemet uppnår på sina tillgångar som inte är en del av det finansiella sparandet, dvs. värdeförändringar främst på AP-fonernas aktieinnehav, att ha motsvarande effekter. För en given total avkastning blir det finansiella sparandet i ålderspensionssystemet lägre ju större del av denna avkastning som är värdeförändringar. Även detta kommer att utlösa justeringar av statens finansiella sparande om ett överskottsmål på en viss nivå ska nås.

Värdeförändringar antas uppstå endast i icke-räntebärande tillgångar. Ålderspensionssystemets portföljval kommer därför få implikationer för vilket finansiellt sparande som krävs i staten för att uppnå ett visst överskottsmål, eftersom det senare är definierat som ett mål för den offentliga sektorns finansiella sparande. ÅP-systemets placeringsregler tas för givna och begränsar portföljvalen. Dessa regler stipulerar att minst 30 procent av tillgångarna ska placeras i obligationer med låg kredit- och likviditetsrisk (se avsnitt 4.2). ÅP-systemets portföljvalsstrategi antas vara att ca 35 procent av det primära sparandet används för nettoköp (eller försäljning om det primära sparandet i ÅP-systemet är negativt) av räntebärande tillgångar, 62 procent av det primära sparandet används för nettoköp av icke-räntebärande tillgångar och återstående 3 procent används för justeringar av bruttoskulden. Dessa andelar motsvarar

dessa tillgångars andel av den totala stocken av tillgångar och skulder i slutet av 2012.

Staten och den offentliga sektorn som helhet

Överskottsmålet har tillämpats sedan 2000. Sedan 2010 är det reglerat i budgetlagen att det ska finnas ett mål för den offentliga sektorns finansiella sparande. Eftersom målet uttrycks som ett mål för den offentliga sektorns finansiella sparande och kommunsektorns respektive ÅP-systemets finansiella sparanden inte styrs av överskottsmålet så krävs det för varje kombination av sparanden i kommunerna respektive ÅP-systemet en viss nivå på statens finansiella sparande för att överskottsmålet ska nås. Formellt gäller:

$$fss_t = \text{Överskottsmål} - (fsa_t + fsk_t),$$

där fss_t är statens finansiella sparande och Överskottsmål är det sparande i offentlig sektor som överskottsmålet motsvarar. Liksom i ÅP-systemet antas staten ha direktavkastning på sina tillgångar och betala ränta på sina skulder, enligt:

$$fss_t = pfss_t + kaps_t = pfss_t + r_t^{RA} * \frac{R_{t-1}^S}{1+g_t} + r_t^{IRA} * \frac{IR_{t-1}^S}{1+g_t} - r_t^{SA} * \frac{S_{t-1}^S}{1+g_t}.$$

Därav följer att, om överskottsmålet ska nås, så måste det primära sparandet i staten vara

$$pfss_t = \text{Överskottsmål} - (fsa_t + fsk_t) - \left[r_t^{RA} * \frac{R_{t-1}^S}{1+g_t} + r_t^{IRA} * \frac{IR_{t-1}^S}{1+g_t} - r_t^{SA} * \frac{S_{t-1}^S}{1+g_t}\right].$$

Liksom i ÅP-systemet antas värdeförändringar uppstå endast i icke-räntebärande tillgångar. Även statens portföljval kommer därför få implikationer för vilket *primärt* sparande som krävs i staten för att uppnå ett visst överskottsmål.

Räntebärande tillgångar antas vara konstanta som andel av BNP. Argumentet för detta antagande är att statens räntebärande tillgångar till stor del utgörs av CSN-lån och vidareutlåning till Riksbanken (se avsnitt 3). Dessa verksamheter är en produkt av att staten tillhandahåller en service via sina myndigheter snarare än ett aktivt portföljval. På lång sikt är det därför en rimlig approximation att dessa tillgångar utvecklas i takt med ekonomin som helhet. Detta innebär att det finansiella sparande som dessa tillgångar genererar till stor del ”används” för att upprätthålla stocken som andel av BNP. Allt övrigt finansiellt sparande används för att justera bruttoskulden, dvs. vid överskott amorteras skulden. Vidare antas staten varken nettoköpa eller nettosälja icke-räntebärande tillgångar, vilkas värde således följer värdeförändringarna.

7.2 Några enkla räkneexempel

Detta avsnitt presenterar beräkningar av nettoförmögenhetsutvecklingen 2013–2060 i offentlig sektor. I de olika exemplen varieras avkastningsstrukturen och överskottsmålet för att belysa hur dessa influerar den långsiktiga förmögenhetsutvecklingen.

Exempel 1 – inga värdeförändringar

Som en utgångspunkt analyseras här värdeutvecklingen på den offentliga sektorns tillgångar och skulder i ett hypotetiskt fall där den totala avkastningen på alla tillgångar är 5 procent, både i staten och i ÅP-systemet, och skuldräntorna i båda delsektorerna också är 5 procent. Detta antagande innebär att portföljvalen inte har någon betydelse för nettoförmögenhetsutvecklingen.

Som en utgångspunkt visas resultaten vid ett överskottsmål på dagens nivå, det vill säga målet antas vara ett finansiellt sparande i offentlig sektor motsvarande 1 procent av BNP. Resultaten visas i den första kolumnen av tabell 13. Som framgår av tabellen motsvarar den offentliga sektorns nettoförmögenhet ca 24 procent av BNP 2060. Detta är nära den långsiktiga balanspunkt som nettoförmögenheten konvergerar till under dessa förutsättningar. Denna motsvarar kvoten mellan överskottsmålet och BNP-tillväxten i löpande pris (som är ca 4,0 procent i beräkningarna) och uppgår således till ca 25 procent av BNP.[17] Bruttoskulden i staten blir i detta exempel knappt 15 procent av BNP (uttryckt som statens bruttoskuld enligt finansräkenskaperna).

De två andra kolumnerna i tabell 13 visar nettoförmögenheten 2060 vid överskottsmål motsvarande 0 respektive –1 procent av BNP. Som framgår av tabellen är ÅP-systemets nettoförmögenhet opåverkad av annorlunda överskottsmål. Detta gäller eftersom det finansiella sparandet i denna sektor inte drivs av överskottsmålet. Justeringen till ett annat överskottsmål uppstår i stället i staten. Ett lägre överskottsmål innebär ett lägre finansiellt sparande och även ett lägre primärt sparande i motsvarande grad. Av detta skäl blir nettoamorteringarna på statsskulden mindre i dessa fall. Vid ett balansmål för de offentliga finanserna motsvarar statens bruttoskuld ca 36 procent av BNP och vid ett saldomål på –1 procent av BNP blir bruttoskulden 57 procent av BNP. Nettoförmögenheten blir motsvarande lägre (drygt 20 respektive 40 procentenheter lägre i staten och offentlig sektor).

Tabell 13 Offentlig nettoförmögenhet 2060 vid olika överskottsmål: exempel 1

Procent av BNP	**1 % av BNP**	**0 % av BNP**	**–1 % av BNP**
Offentlig sektor	**23,6**	**2,6**	**–18,4**
Kommuner	0,1	0,1	0,1
Ålderspensionssystemet	23,5	23,5	23,5
Stat	–0,1	–21,0	–42,0
Staten	**–0,1**	**–21,0**	**–42,0**
Räntebärande	11,7	11,7	11,7
Icke räntebärande	3,5	3,5	3,5
Skuld	15,3	36,2	57,2
Ålderspensionssystemet	**23,5**	**23,5**	**23,5**
Räntebärande	9,1	9,1	9,1
Icke räntebärande	16,3	16,3	16,3
Skuld	1,9	1,9	1,9

Anm: I kalkylen antas 5 procents avkastning på alla tillgångar och inga värdeförändringar.
Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

[17] 0,01 / 0,04 × 100 procent = 25 procent. Se t.ex. Finanspolitiska rådets rapport 2012 för en härledning av detta resultat.

Exempel 2 – samma totalavkastning på alla tillgångar och vissa värdeförändringar på icke-räntebärande tillgångar

I detta avsnitt antas att 2 procentenheter av de 5 procent i totalavkastning som alla tillgångsslag ger uppstår i form av värdeförändringar på icke-räntebärande tillgångar. Som framgick av avsnitt 6 har sådana värdeförändringar varit betydande sedan 1995. Att viss del av avkastningen uppkommer som värdeförändringar kommer att påverka förmögenhetsutvecklingen på följande sätt. Ju högre värdeförändringarna är i ÅP-systemet, desto lägre blir det finansiella sparandet i sektorn för en given totalavkastning. Vid ett givet överskottsmål kommer detta att tvinga fram ett motsvarande högre finansiellt sparande i staten. Om statens icke-räntebärande tillgångar därtill också ger avkastning i form av värdeförändringar kommer det krävas ytterligare högre *primärt* sparande i staten.

Tabell 14 visar resultaten från beräkningarna med ovanstående antaganden. Med ett överskottsmål på 1 procent av BNP blir den offentliga sektorns nettoförmögenhet ca 35 procent av BNP, dvs. ca 10 procent av BNP högre än med samma överskottsmål men utan värdeförändringar. Liksom i det tidigare exemplet sker justeringarna i staten på grund av de mekanismer som beskrevs i föregående stycke. Det extra finansiella sparande som värdeförändringarna indirekt ger upphov till medför större nettoamorteringar på statsskulden, som motsvarar endast knappt 10 procent av BNP. Lägre överskottsmål förskjuter skuldstocken i staten i motsvarande grad som i det förra exemplet.

Tabell 14 Offentlig nettoförmögenhet 2060 vid olika överskottsmål: exempel 2

Procent av BNP	**1 % av BNP**	**0 % av BNP**	**–1 % av BNP**
Offentlig sektor	**35,2**	**14,2**	**–6,8**
Kommuner	0,1	0,1	0,1
Ålderspensionssystemet	23,5	23,5	23,5
Stat	11,5	–9,4	–30,4
Staten	**11,5**	**–9,4**	**–30,4**
Räntebärande	11,7	11,7	11,7
Icke räntebärande	9,1	9,1	9,1
Skuld	9,3	30,2	51,2
Ålderspensionssystemet	**23,5**	**23,5**	**23,5**
Räntebärande	9,1	9,1	9,1
Icke räntebärande	16,3	16,3	16,3
Skuld	1,9	1,9	1,9

Anm: I kalkylen antas 5 procents avkastning på alla tillgångar, varav 2 procentenheter värdeförändringar på icke-räntebärande tillgångar.
Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Exempel 3 – högre totalavkastning på icke-räntebärande tillgångar och direktavkastningar baserade på historiska genomsnitt

I många sammanhang är det rimligt att anta att totalavkastningen på aktier är högre än på obligationer, eftersom aktier normalt är mer riskfyllda tillgångar som investerare kräver en riskpremie för att inneha.

De avkastningsantaganden som används i detta exempel framgår av tabell 15. I detta exempel antas att ÅP-systemets totalavkastning på icke-räntebärande tillgångar är 2 procentenheter högre än på räntebärande tillgångar som i sin tur antas ge samma totalavkastning (ränta) som sektorn betalar på sina skulder. En överavkastning på 2 procentenheter på aktier får antas vara en relativt försiktig överavkastning på aktier. För räntebärande tillgångar (och skulder) används fortfarande 5 procents avkastning. Detta är i linje med historiska genomsnitt på 3 procents real avkastning på dessa tillgångar. Staten antas inte ha samma överavkastning på icke-räntebärande tillgångar som ÅP-systemet. Anledningen är att en betydande del av dessa tillgångar i staten utgörs av periodiseringsposter som kan antas ha en låg avkastning. Staten antas ha värdeförändringar motsvarande 4 procent, vilket sammanfaller med den genomsnittliga nominella BNP-tillväxten. Detta innebär, under de antaganden som gjorts, att statens icke-räntebärande tillgångar blir ungefär konstanta som andel av BNP. Det är inte uppenbart hur man ska se på detta. För en given total avkastning i staten kan man hävda att staten (regeringen) i stor utsträckning själv kan välja fördelningen mellan direktavkastning (utdelningar) och värdeförändringar (som för de onoterade bolagen i huvudsak består av balanserade vinster). Det kan då vara en rimlig utgångspunkt att staten ser till att dess företag utgör en konstant andel av ekonomin, till exempel genom att hålla tillbaka utdelningarna från dessa bolag.

Tabell 15 Avkastningsantaganden för räntebärande och icke räntebärande tillgångar

Procent	**Staten**	**ÅP–systemet**
Räntebärande tillgångar	5	5
Direktavkastning icke räntebärande tillgångar	2,3	2,8
Skuldränta	5	5
Värdeförändring icke räntebärande tillgångar	4	4,2

Under dessa antaganden blir nettoförmögenheten enligt tabell 16. Högre avkastning på icke-räntebärande tillgångar innebär att dessa blir större på sikt än i övriga scenarier. Eftersom en stor del av avkastningen på dessa tillgångar inte ingår i det finansiella sparandet utlöser det emellertid inte motsvarande mindre primärt finansiellt sparande i staten. Det bidrar också till att nettoförmögenheten i staten blir större än i andra scenarier. ÅP-systemets nettoförmögenhet blir ca 50 procent av BNP. I staten blir nettoförmögenheten knappt 20 procent vid ett överskottsmål på 1 procent av BNP. Detta är också ungefär 20 procent av BNP högre än i fallet då all avkastning antas ingå i det finansiella sparandet. Totalt sett blir offentlig sektors nettoförmögenhet ca 70 procent av BNP, ungefär 45 procentenheter högre än i fallet då all avkastning antas ingå i det finansiella sparandet.

Tabell 16 Offentlig nettoförmögenhet 2060 vid olika överskottsmål: exempel 3

Procent av BNP	**1 % av BNP**	**0 % av BNP**	**–1 % av BNP**
Offentlig sektor	**69,4**	**48,5**	**27,5**
Kommuner	0,1	0,1	0,1
Ålderspensionssystemet	52,3	52,3	52,3
Stat	17,1	–3,9	–24,9
Staten	**17,1**	**–3,9**	**–24,9**
Räntebärande	11,7	11,7	11,7
Icke räntebärande	23,1	23,1	23,1
Skuld	17,8	38,7	59,7
Ålderspensionssystemet	**52,2**	**52,2**	**52,2**
Räntebärande	9,1	9,1	9,1
Icke räntebärande	45,1	45,1	45,1
Skuld	1,9	1,9	1,9

Anm: I kalkylen antas avkastning enligt tabell 15.
Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

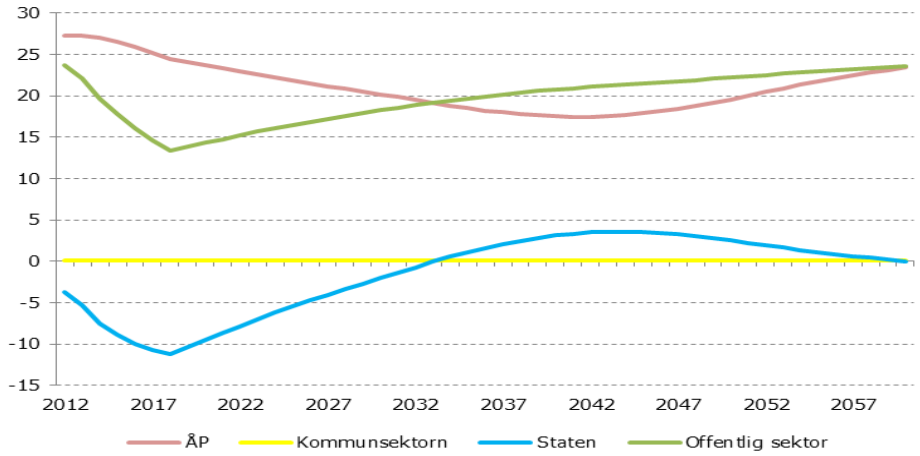
8 Diagrambilaga: Utvecklingen av finansiell nettoförmögenhet och finansiellt sparande under olika antaganden om avkastning och överskottsmål

8.1 Inga värdeförändringar, 5 procents avkastning på alla tillgångar och 5 procents skuldräntor (Exempel 1)

8.1.1 Överskottsmål motsvarande 1 procent av BNP

Diagram 37 Offentlig sektors nettoförmögenhet

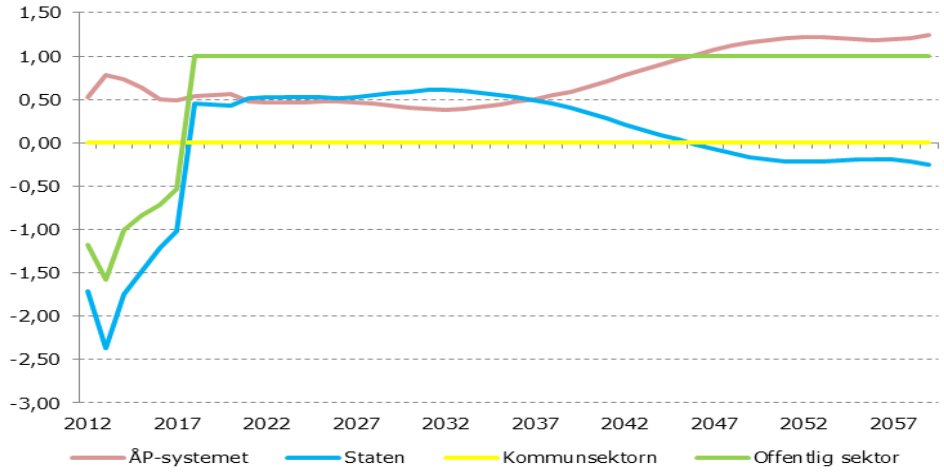
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 38 Finansiellt sparande i offentlig sektor

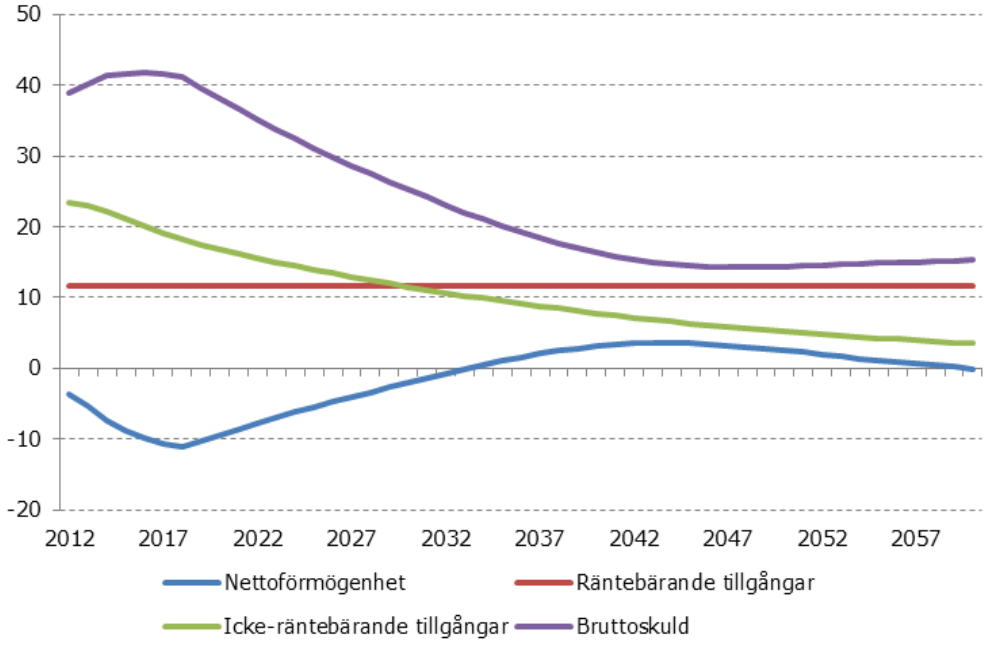
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 39 Statens brutto- och nettoförmögenhet

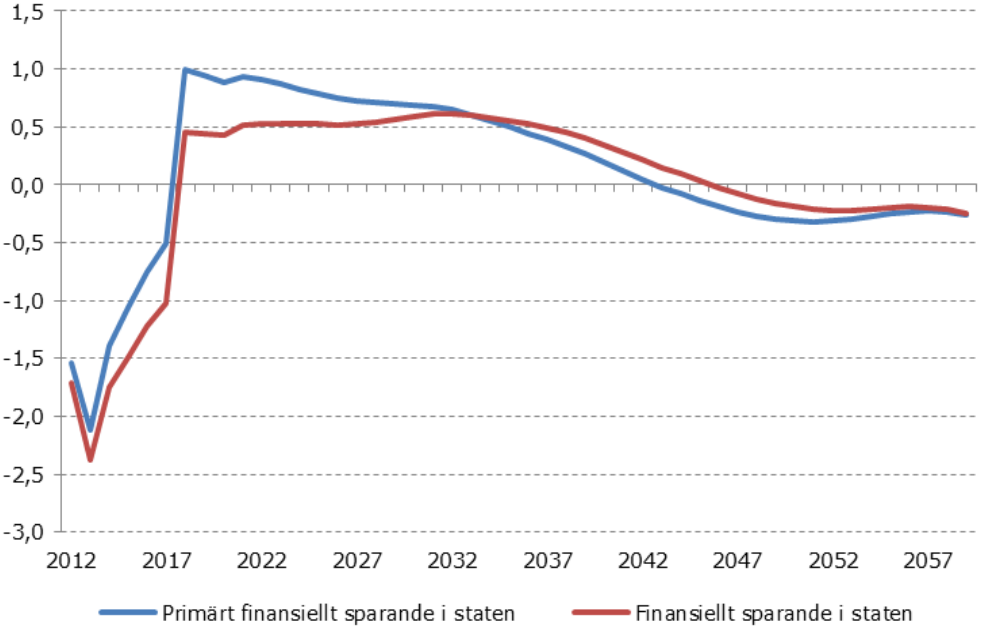
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 40 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP

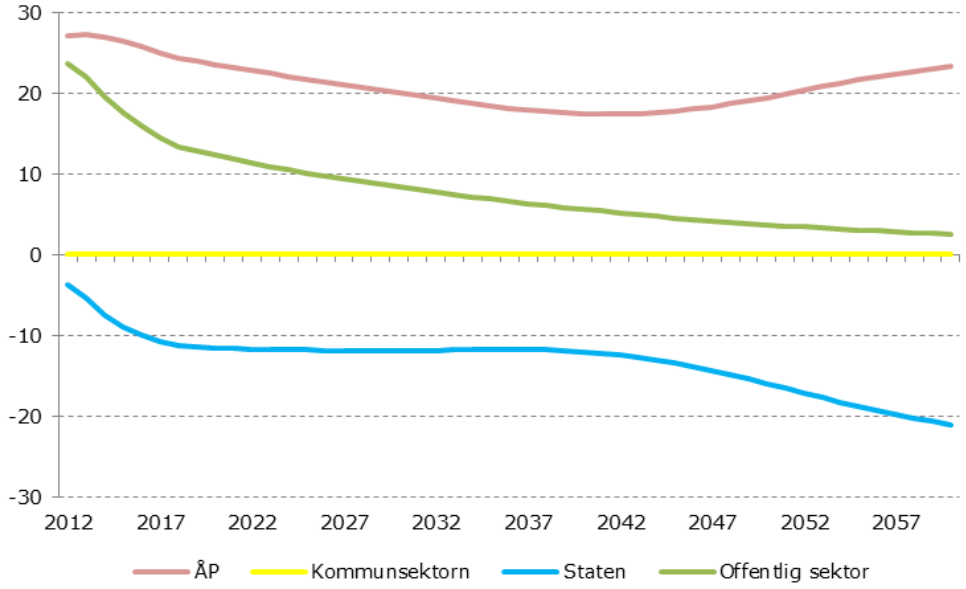


Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.1.2 Överskottsmål motsvarande 0 procent av BNP

Diagram 41 Offentlig sektors nettoförmögenhet

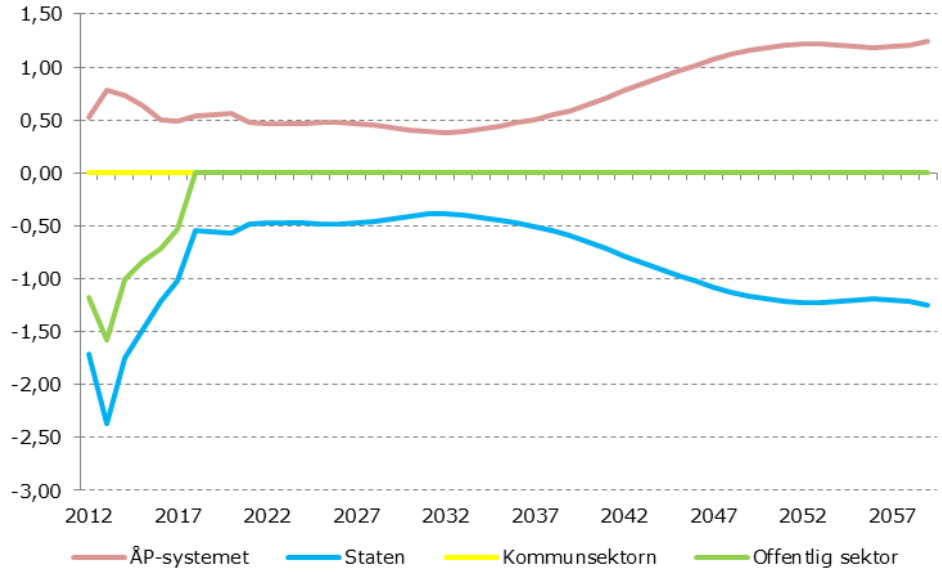
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 42 Finansiellt sparande i offentlig sektor

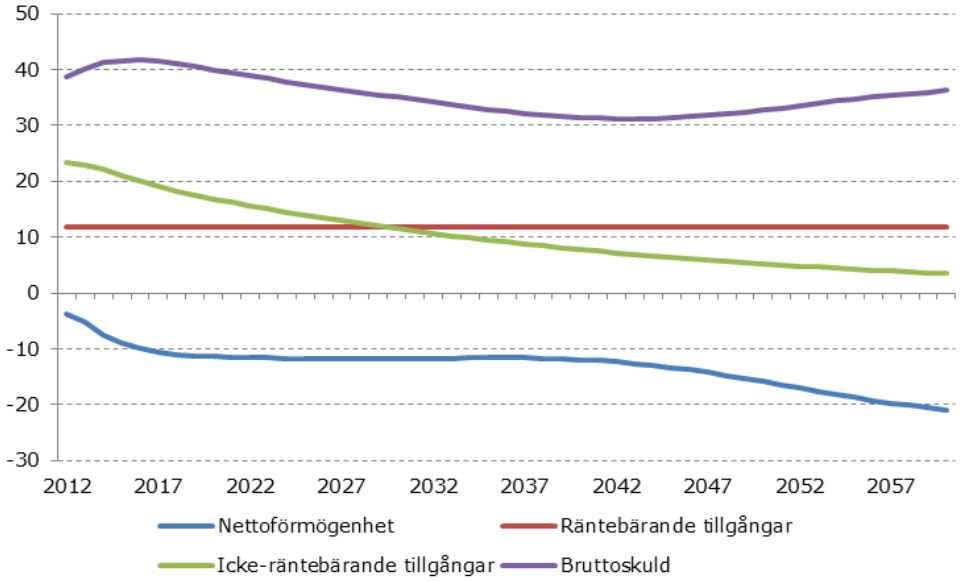
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 43 Statens brutto- och nettoförmögenhet

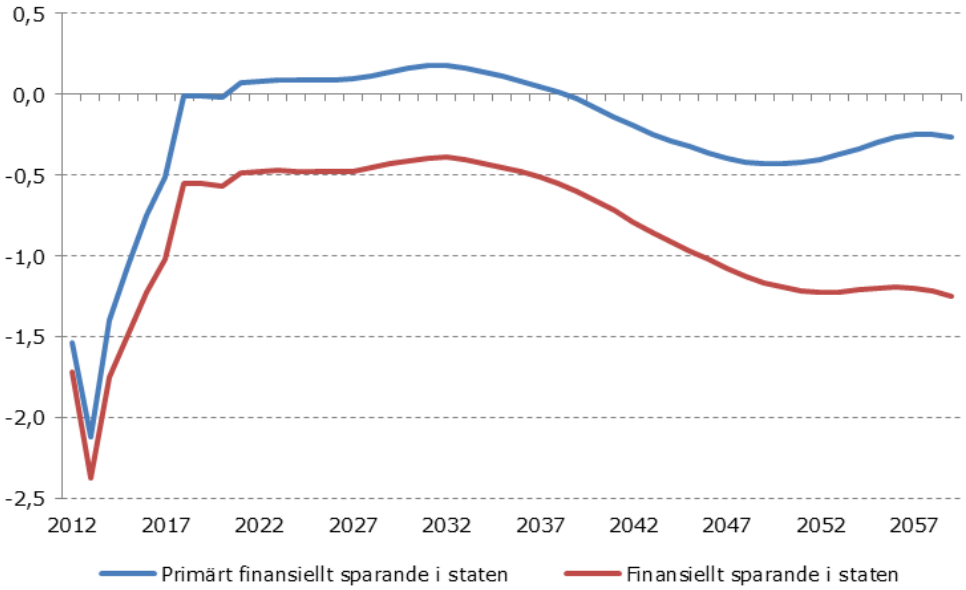
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 44 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP

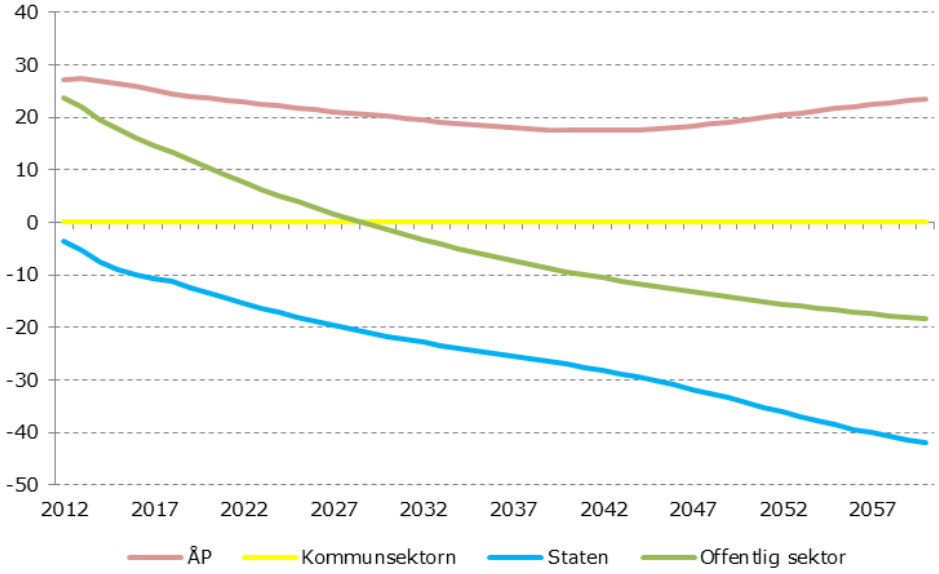


Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.1.3 Överskottsmål motsvarande –1 procent av BNP

Diagram 45 Offentlig sektors nettoförmögenhet

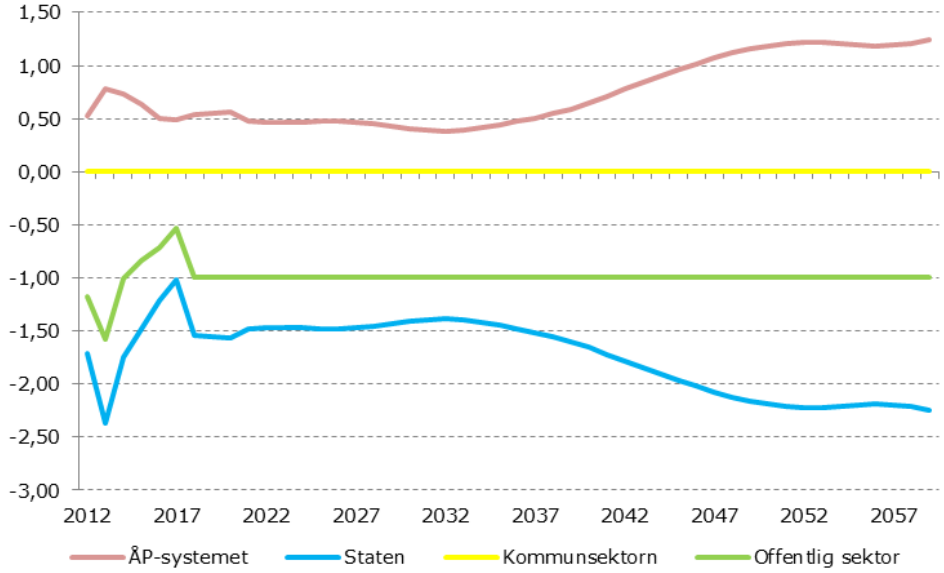
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 46 Finansiellt sparande i offentlig sektor

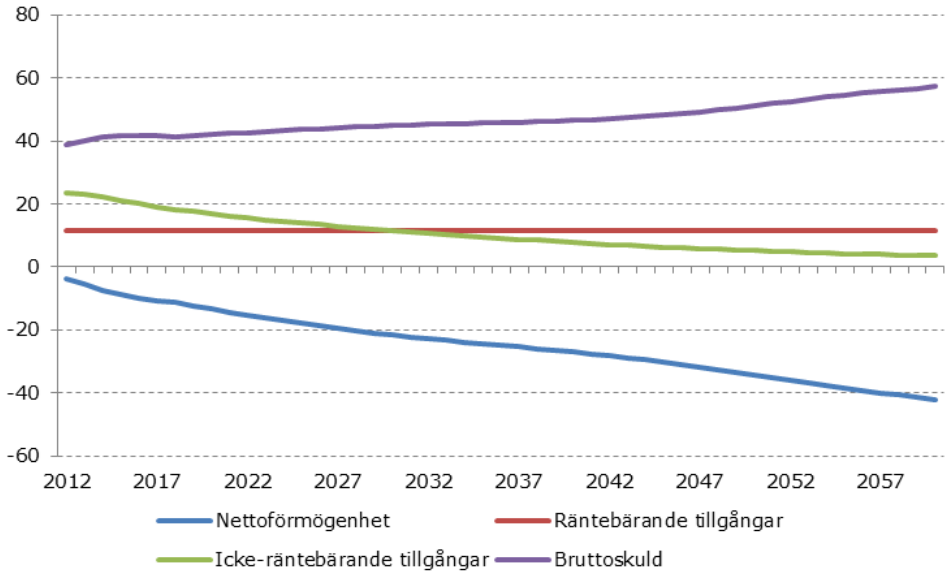
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 47 Statens brutto- och nettoförmögenhet

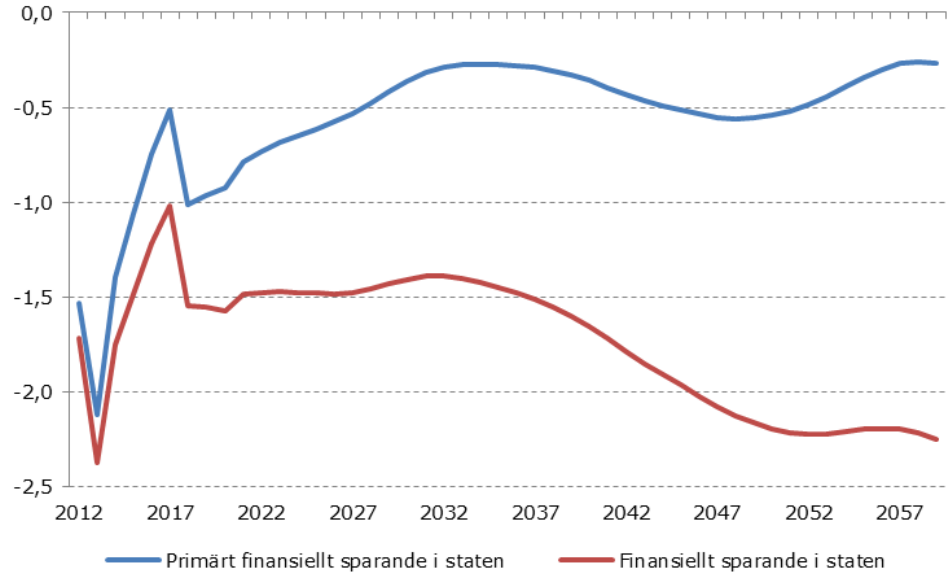
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 48 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP



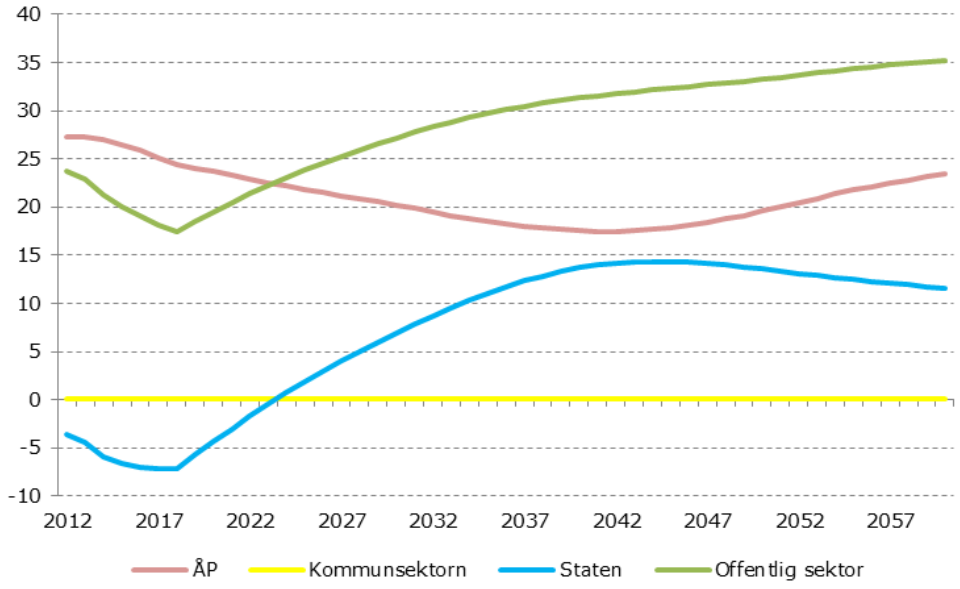
Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.2 Totalavkastning motsvarande 5 procent på alla tillgångar varav 2 procentenheter utgör värdeförändringar på icke räntebärande tillgångar (Exempel 2)

8.2.1 Överskottsmål motsvarande 1 procent av BNP

Diagram 49 Offentlig sektors nettoförmögenhet

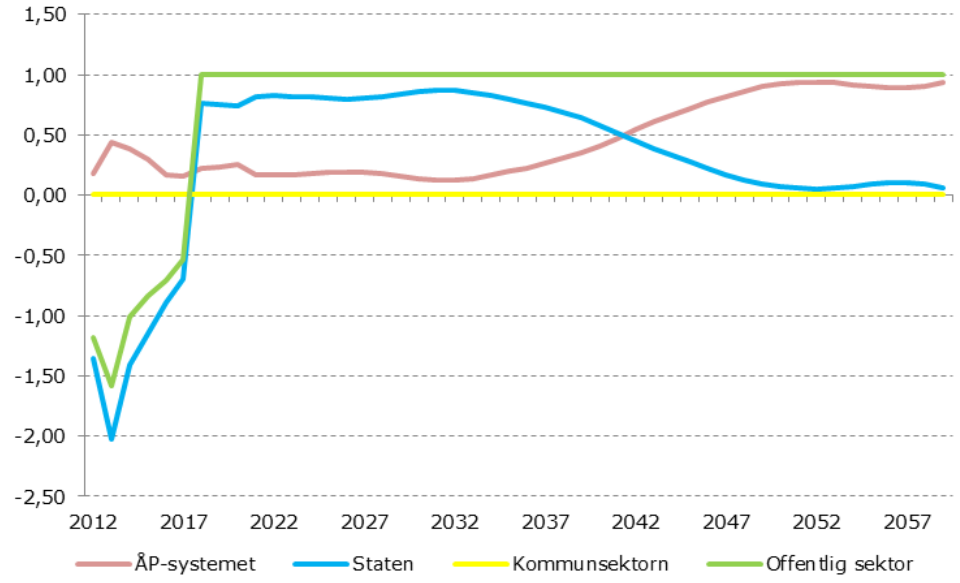
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 50 Finansiellt sparande i offentlig sektor

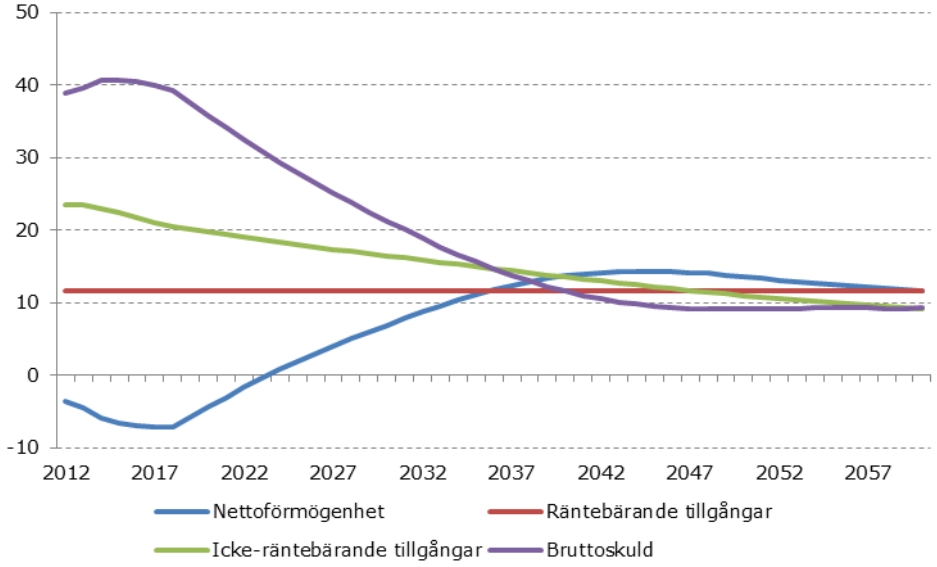
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 51 Statens brutto- och nettoförmögenhet

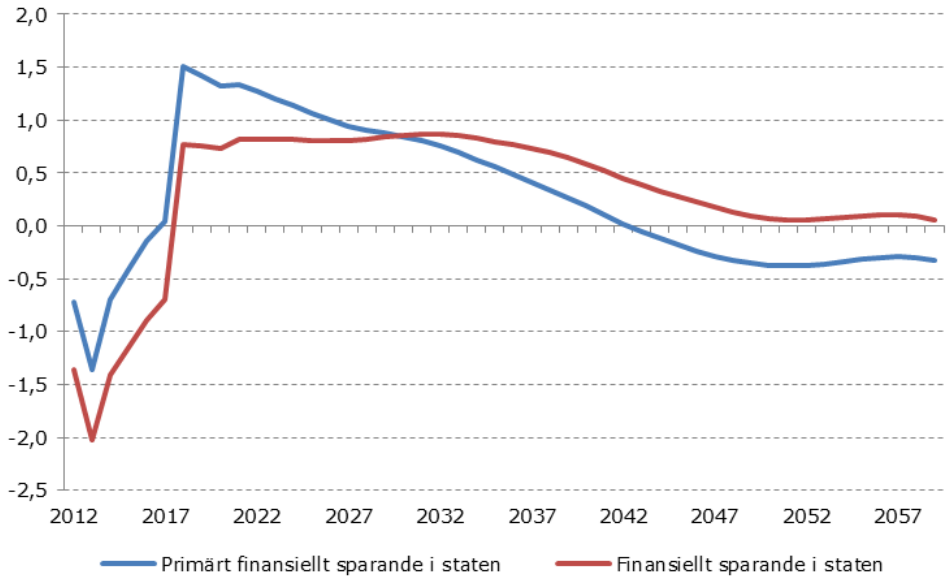
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 52 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP

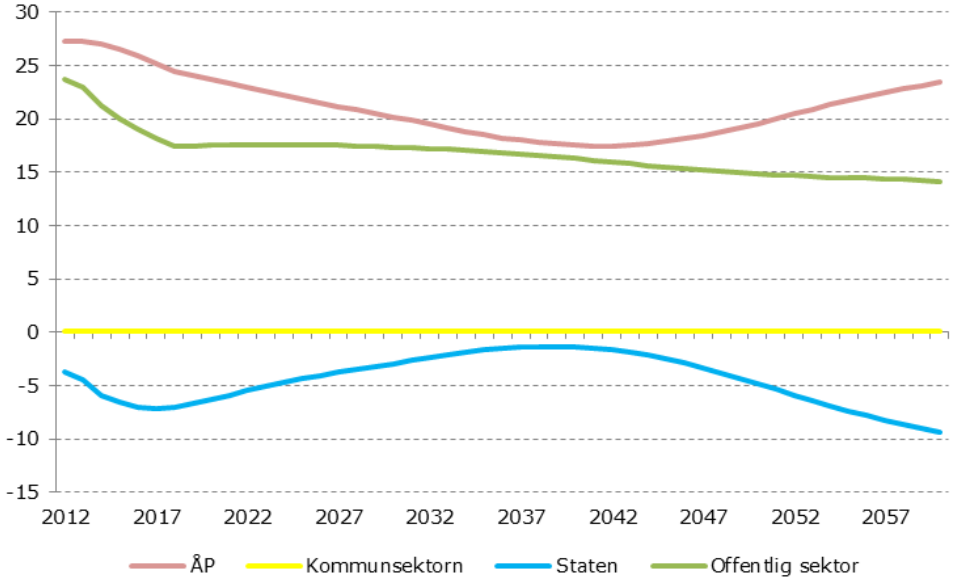


Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.2.2 Överskottsmål motsvarande 0 procent av BNP

Diagram 53 Offentlig sektors nettoförmögenhet

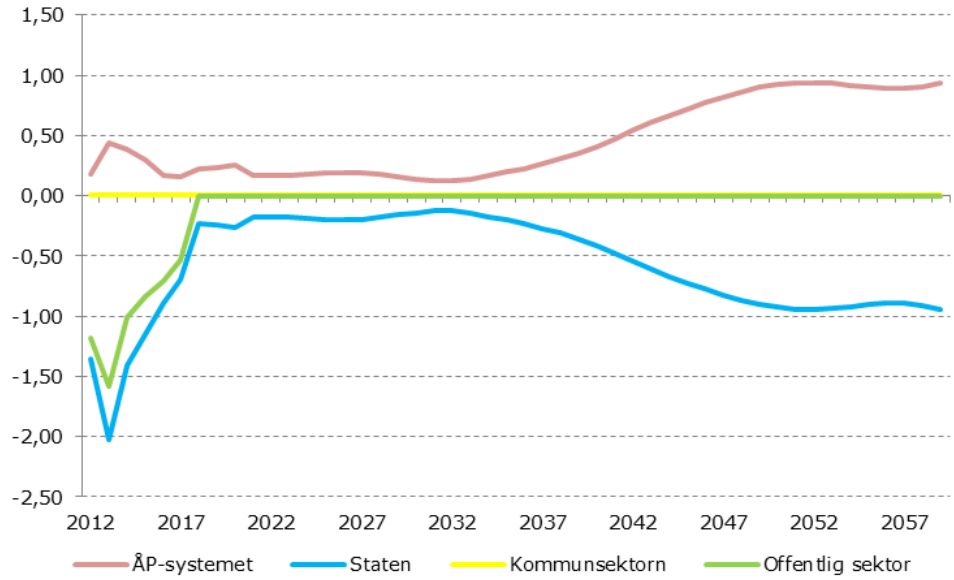
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 54 Finansiellt sparande i offentlig sektor

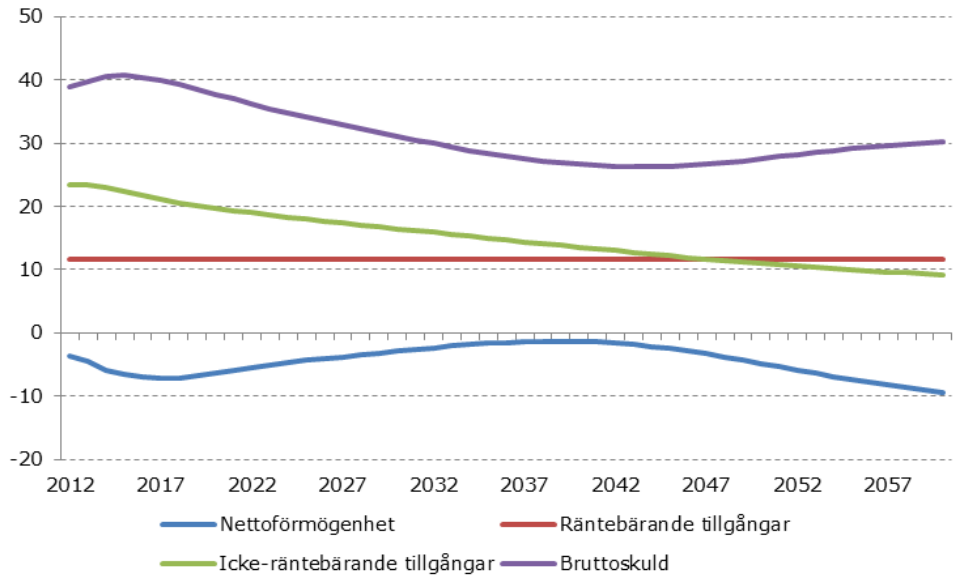
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 55 Statens brutto- och nettoförmögenhet

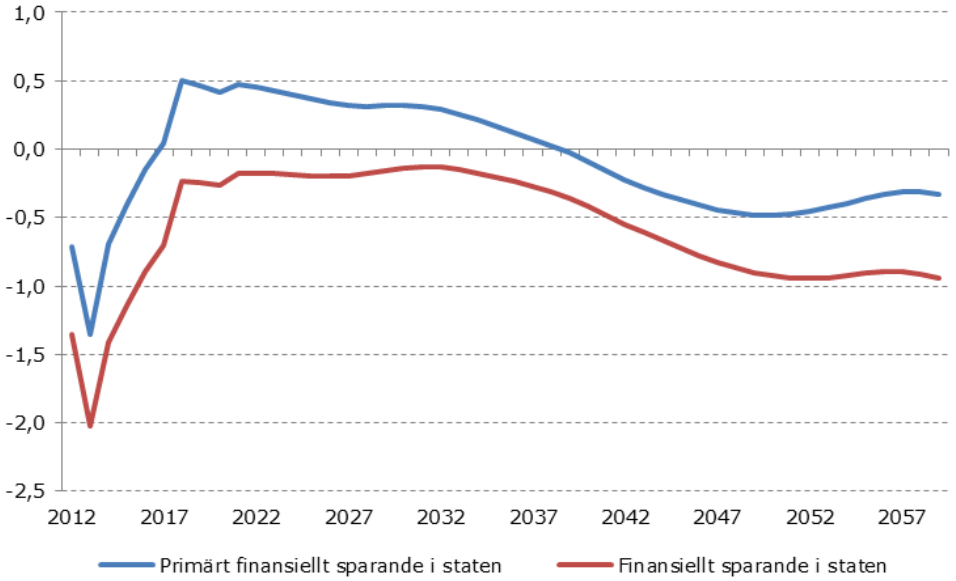
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 56 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP

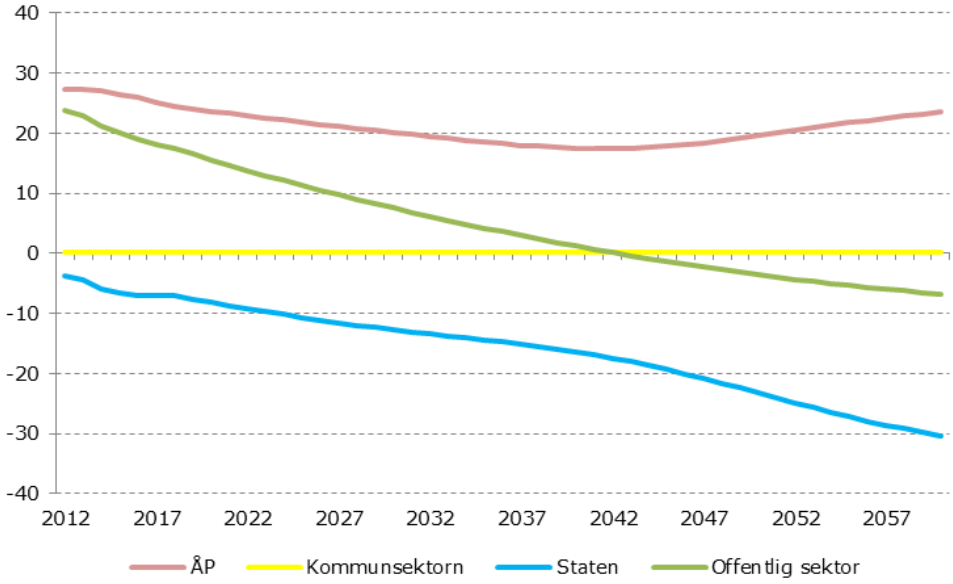


Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.2.3 Överskottsmål motsvarande –1 procent av BNP

Diagram 57 Offentlig sektors nettoförmögenhet

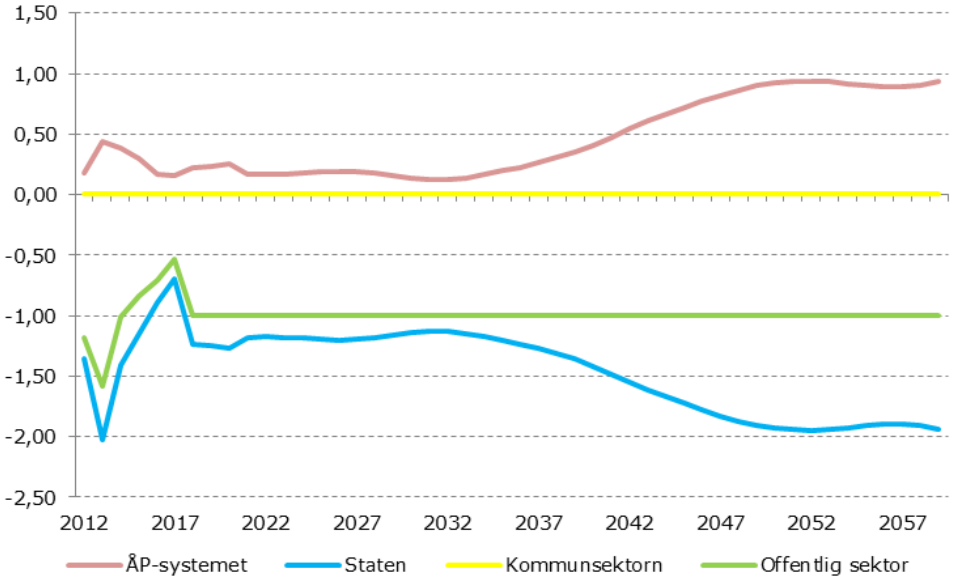
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 58 Finansiellt sparande i offentlig sektor

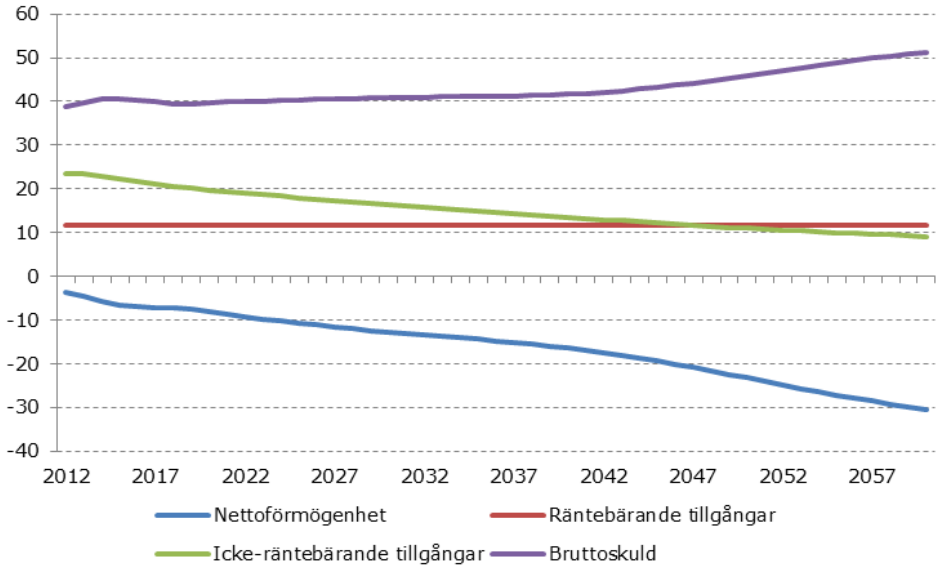
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 59 Statens brutto- och nettoförmögenhet

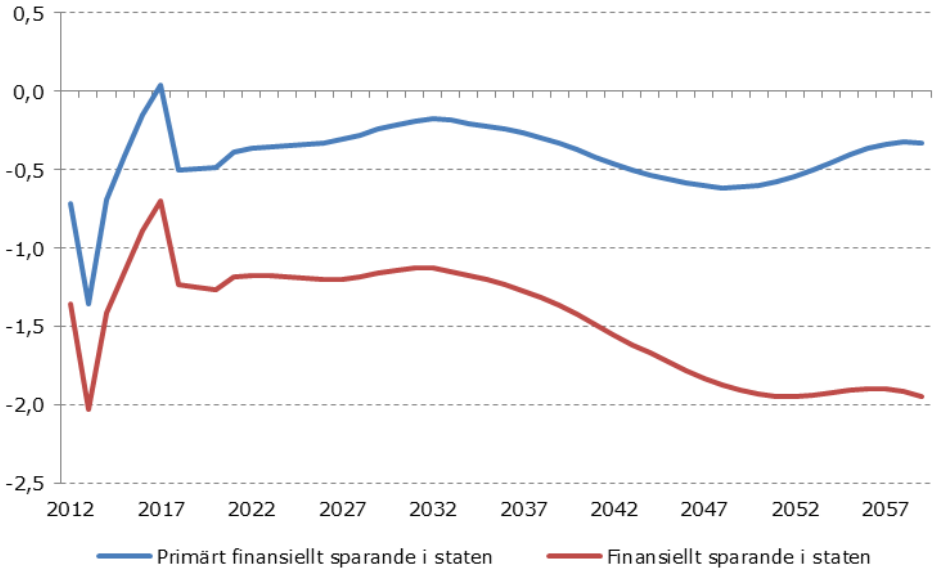
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 60 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP



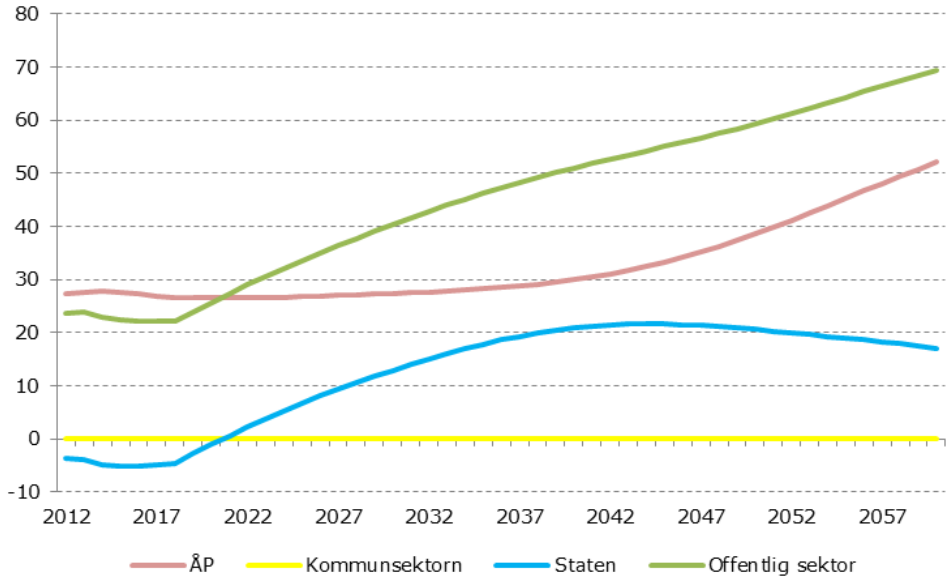
Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.3 Avkastning enligt tabell 15 (Exempel 3)

8.3.1 Överskottsmål motsvarande 1 procent av BNP

Diagram 61 Offentlig sektors nettoförmögenhet

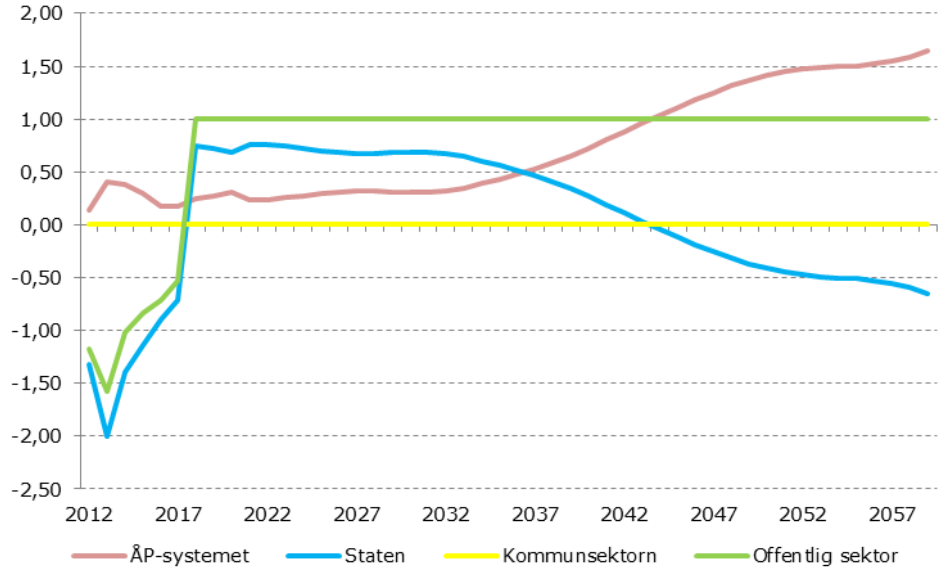
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 62 Finansiellt sparande i offentlig sektor

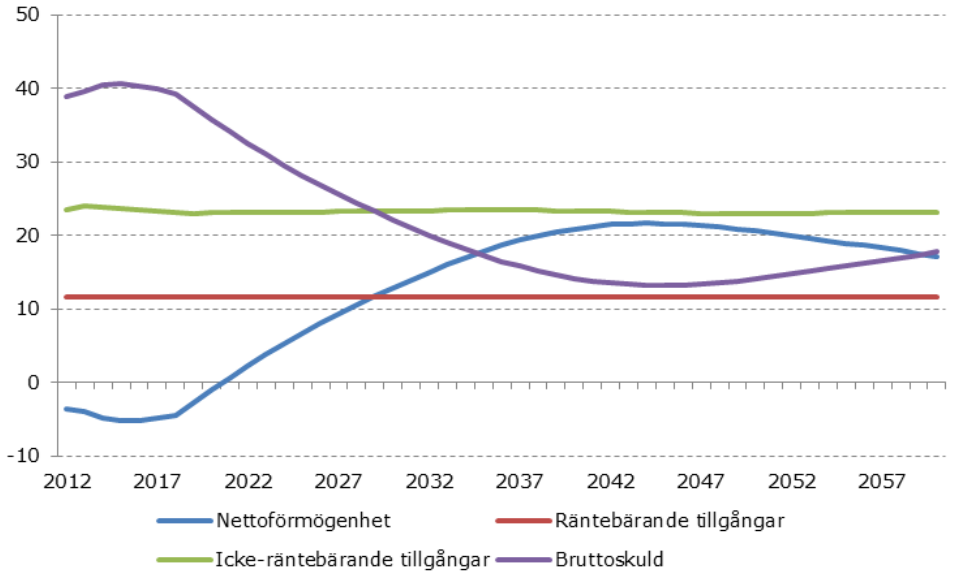
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 63 Statens brutto- och nettoförmögenhet

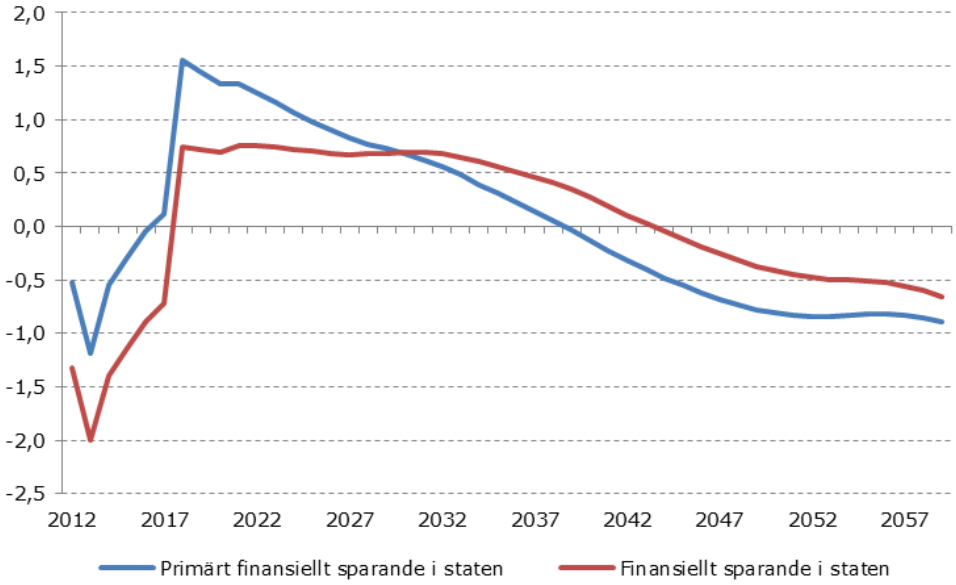
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 64 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP

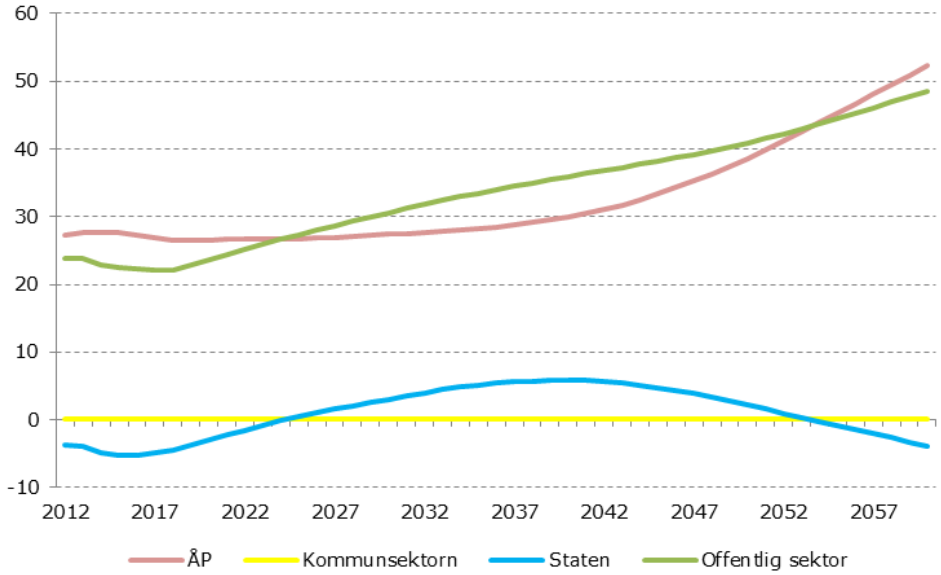


Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.3.2 Överskottsmål motsvarande 0 procent av BNP

Diagram 65 Offentlig sektors nettoförmögenhet

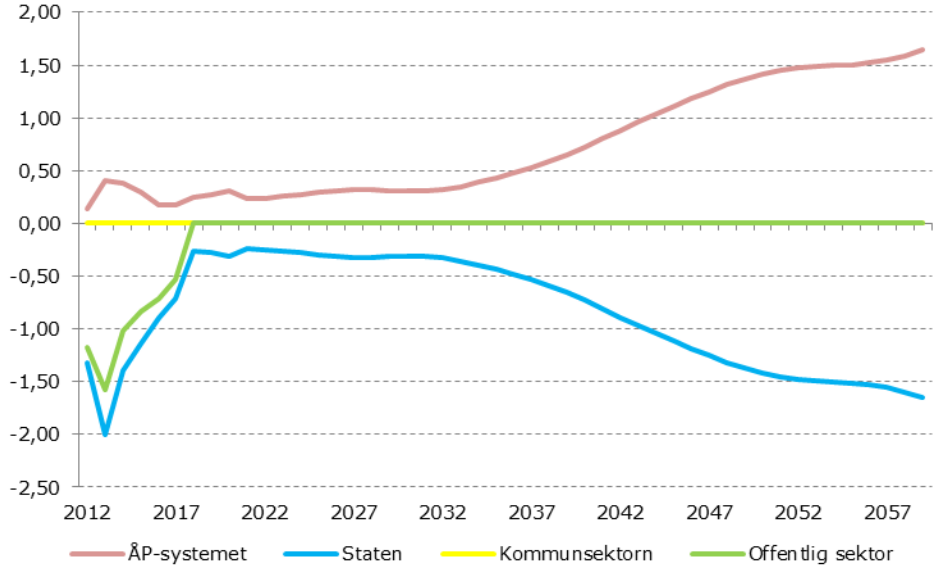
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 66 Finansiellt sparande i offentlig sektor

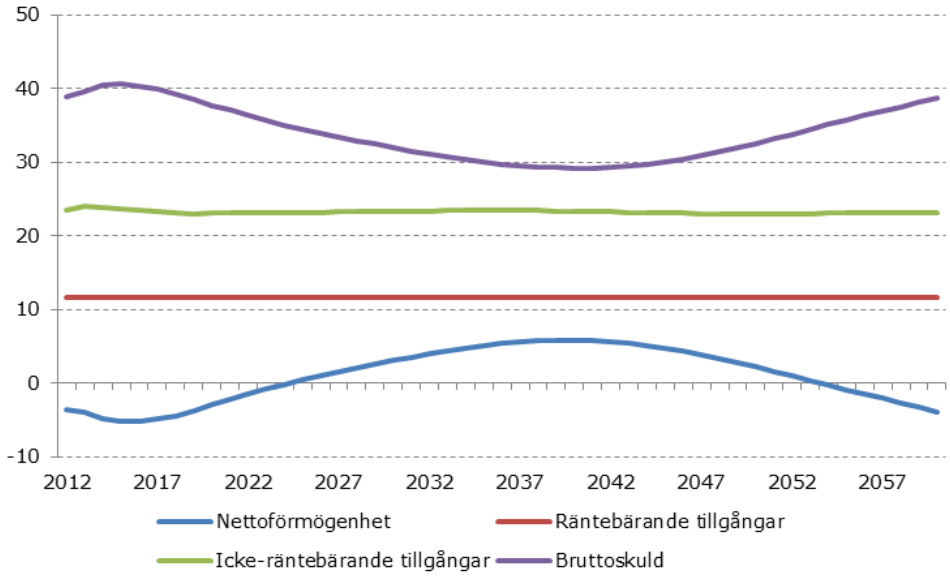
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 67 Statens brutto- och nettoförmögenhet

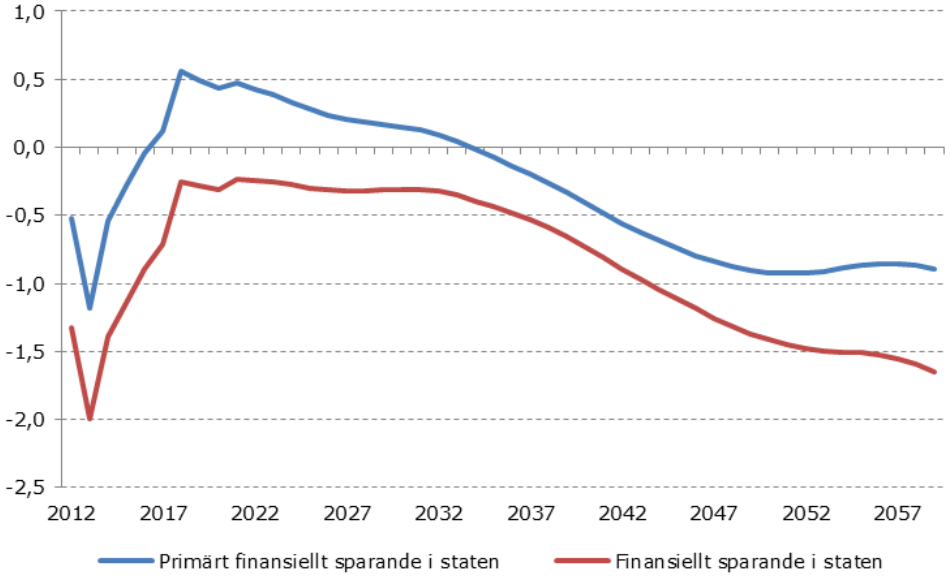
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 68 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP

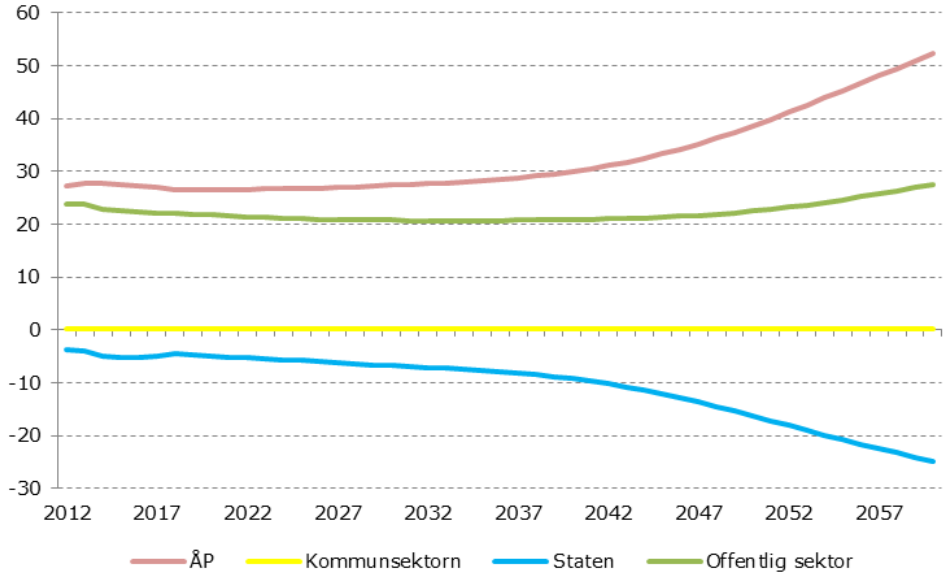


Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

8.3.3 Överskottsmål motsvarande –1 procent av BNP

Diagram 69 Offentlig sektors nettoförmögenhet

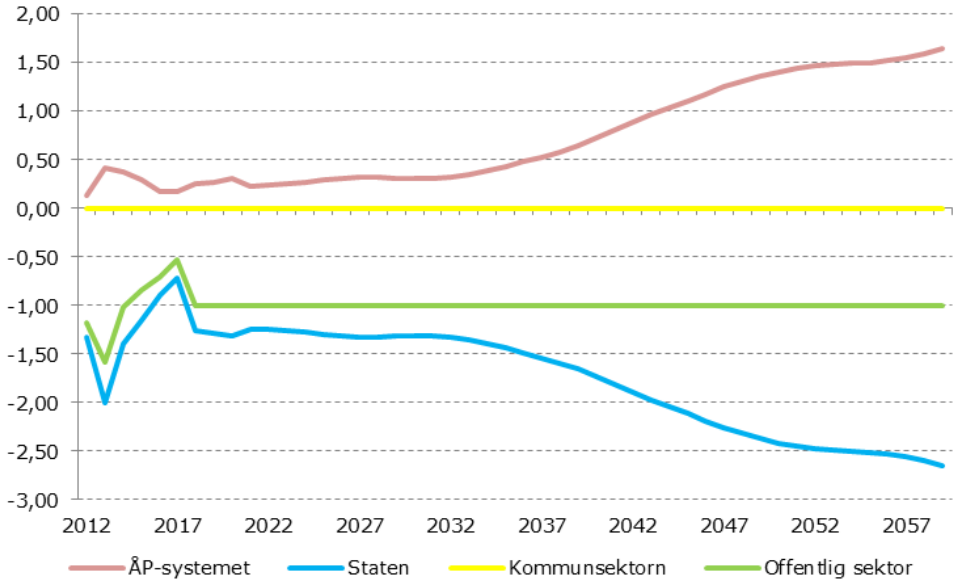
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 70 Finansiellt sparande i offentlig sektor

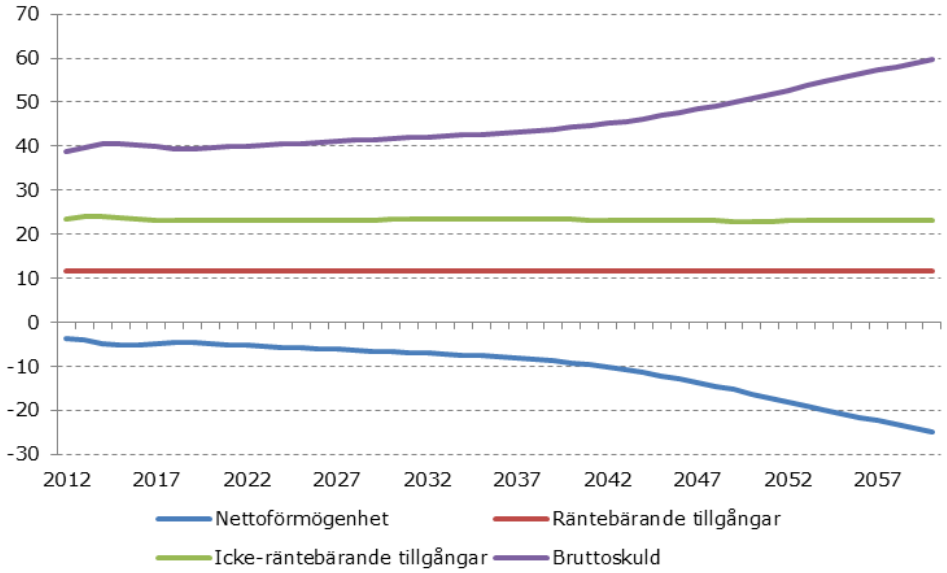
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 71 Statens brutto- och nettoförmögenhet

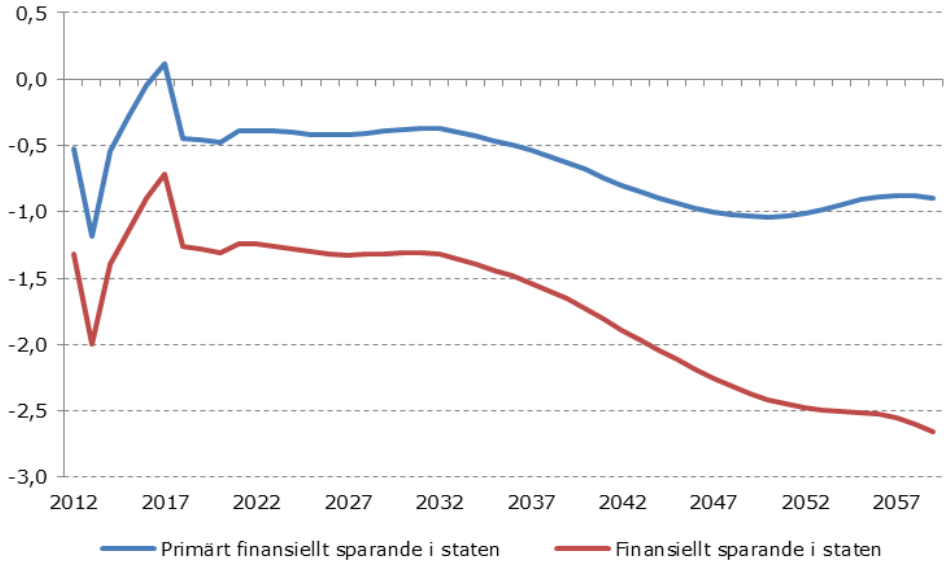
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.

Diagram 72 Statens primära och finansiella sparande

Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutets egna beräkningar.