



ANFÖRANDE

DATUM: 2021-04-12
TALARE: Vice riksbankschef Henry Ohlsson
PLATS: LO

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Den glömda förmögenheten*

Expansiv penningpolitik leder till att tillgångspriser stiger och de som äger tillgångar blir därmed mer förmögna. Men förmögenheten är ojämnt fördelad bland hushållen och därför blir också inkomsterna som förmögenheter ger (kapitalinkomsterna) ojämnt fördelade. Expansiv penningpolitik kan på så sätt leda till ojämna kapitalinkomster.

Samtidigt minskar arbetslösheten när penningpolitiken är expansiv. Det gör att arbetsinkomsterna blir jämnare än vad de annars skulle ha varit. Eftersom effekterna på kapitalinkomster och arbetsinkomster alltså motverkar varandra blir det oklart vilken effekt den expansiva politiken har på fördelningen av inkomster totalt sett.

Men detta hindrar inte att högre tillgångspriser leder till att förmögenhetsfördelningen blir ojämna. Jag kommer i detta tal att peka på en företeelse som kan mildra denna effekt. Jag börjar med ett exempel som illustrerar vad jag menar med glömd förmögenhet.

Den norska oljefonden är en av världens största fonder. År 2019 motsvarade fondens värde 285 procent av Norges nominella BNP. Norges intäkter från oljeverksamheten tillförs fonden och tillgångarna investeras sedan i utlandet. Den nominella avkastningen har i genomsnitt varit dryg 6 procent per år sedan fonden startade 1996. Den norska staten får årligen ta fondens genomsnittliga reala avkastning i anspråk. Den reala avkastningen antas vara 3 procent per år i genomsnitt. För närvarande finansieras kring 20 procent av den norska statsbudgeten med medel från oljefonden.

Men vem äger oljefondens förmögenhet? Och vem kan sägas få avkastningen på oljefondens förmögenhet? Det direkta svaret är den norska staten. Men indirekt är det skattebetalarna i Norge som äger oljefondens förmögenhet och drar nytta av den.

Det här handlar dock inte om en förmögenhet som skapas genom enskilda individers beslut att köpa sig tillgångar av olika slag och att dessa tillgångar sedan kan

* Jag vill tacka Lida Häkkinen Skans som har hjälpt mig med detta tal. Vidare har jag fått värdefulla kommentarer av Martin Flodén, Jesper Hansson, Ann-Leena Mikiver, Cecilia Roos-Isaksson, Marianne Sterner och Anders Vredin.

stiga i värde. Besluten att skapa oljefonden och om hur oljefonden ska förvaltas har varit politiska – fondens förmögenhet är till sin karaktär kollektiv. Normmännen kan heller inte sälja sina ”andelar” i oljefonden.

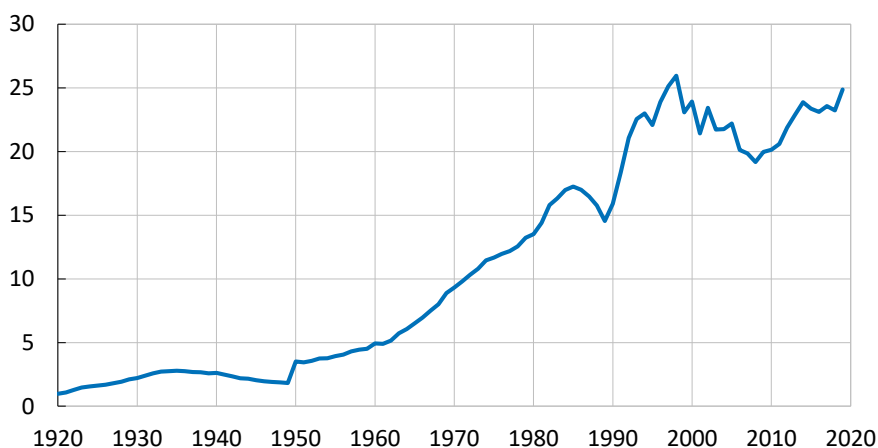
Har vi något liknande i Sverige? Både nej och ja. Vi har inte naturresurser som har skapat så stora värden som den norska oljan.¹ Därför har vi inte något som i den meningen liknar den norska oljefonden. Men över åren har det fattats ett antal politiska beslut som har inneburit att fonder byggts upp. Två exempel är systemet med AP-fonder och premiepensionssystemet. Vidare har arbetsmarknadens parter på olika områden slutit avtal om olika typer av avtalspensioner som i många fall baseras på fonder.

Det är ingen slump att det handlar om pensioner när den här typen av fonder byggs upp. På ett eller annat måste system skapas så att människor har ekonomiska resurser under hela sitt liv. Och då blir också perspektiven mycket långsiktiga. Då blir det heller inte så märkligt att den norska oljefonden egentligen heter Statens pensjonsfond utland.

Kollektiv pensionsförmögenhet i Sverige under ett sekel

Hur stor fonderad kollektiv pensionsförmögenhet har då byggts upp i Sverige? Hur stor andel av förmögenheten i Sverige finns i kollektiva pensionsfonder? Diagram 1 svarar på dessa frågor.

Diagram 1. Fonderad kollektiv pensionsförmögenhet som andel av total förmögenhet i Sverige 1920-2019, procent.



Källa: Swedish National Wealth Database, 1810-2019. Se även Waldenström (2016) och (2017).

Anmärkning. Total förmögenhet är summan av finansiella och reala tillgångar, med avdrag för finansiella skulder, och fonderad kollektiv pensionsförmögenhet.

¹ ”Malm och skog är naturresurser som har haft och har stor betydelse i Sverige. Men för att kunna dra nytta av dessa naturresurser har det krävts omfattande investeringar. Den norska oljan är på ett helt annat sätt en ”windfall gain”.

Av Diagram 1 framgår att den fonderade kollektiva pensionsförmögenheten stod för en mycket liten andel av den totala förmögenheten fram till 1960-talet. I och med att AP-fonderna kom till och avtalspensionssystemen infördes började andelen att stiga och steg nära nog trendmässigt fram till millennieskiftet. År 2019 var andelen 25 procent. Med andra ord fanns då en fjärdedel av den totala förmögenheten i Sverige i kollektiva pensionsfonder.²

Vad är det då som bestämmer den enskilda svenskens andel av den fonderade kollektiva pensionsförmögenheten? Det finns en rad faktorer som har betydelse. Den faktor som jag här särskilt vill framhålla är arbetsinkomsten. Låt mig ge ett par exempel:

Till premiepensionssystemet förs 2,5 procent av arbetsinkomsten upp till ett årligt tak.³ Systemet är obligatoriskt för alla som har arbetsinkomst. För den som börjar ta ut premiepension och aldrig slagit i taket kommer premiepensionsförmögenheten att bero på arbetsinkomsten under yrkeslivet och på hur individen har valt att placera sin premiepensionsförmögenhet. Min poäng här är att vi vet att arbetsinkomster är jämnare fördelade än kapitalinkomster. Slutsatsen blir då att premiepensionsförmögenheten är jämnare fördelad än annan förmögenhet.

Avtalspension SAF-LO är ett exempel på en partsöverenskommelse som gäller för privatanställda arbetare. Systemet är obligatoriskt för alla som arbetar i företag som är del av överenskommelsen. I detta system avsätts 4,5 procent av arbetsinkomsten upp till en brytpunkt. Om man tjänar mer än brytpunktsbeloppet läggs 30 procent av mellanskillnaden till den ursprungliga avsättningen.⁴ Även i detta system har individen ett antal placeringsalternativ att välja mellan. Slutsatsen blir även här att pensionsförmögenheten bland dem som finns inom detta avtalspensionssystem är jämnare fördelad än annan förmögenhet.

Ett annat sätt att uttrycka detta är att det finns många i Sverige som inte äger sin bostad och som inte har några finansiella tillgångar men som genom sina arbetsinkomster får del av höjda tillgångspriser genom att de har del i fonderade kollektiva pensionssystem. Så hur många är de? Det vet vi inte idag eftersom vi sedan 2007 inte har någon förmögenhetsstatistik på individnivå.

En statlig utredning har nyligen börjat arbeta med frågan om Sverige åter ska få en förmögenhetsstatistik på individnivå.⁵ Riksbanken har under lång tid framhållit att det är angeläget att denna statistik kommer tillbaka så snart som möjligt. Ett viktigt skäl är att hushållens skuldsättning har ökat trendmässigt under senare år och att vi nu vet mycket mer om hushållens skulder än om deras tillgångar.

En ny förmögenhetsstatistik skulle också kunna hjälpa till att skingra vår brist på kunskap om andra typer av förmögenhet som liknar den fonderade kollektiva pensionsförmögenhet som jag hittills diskuterat. Jag tänker till exempel på den förmögenhet som skapas genom enskilt pensionssparande och på den som skapas

² Nilsson m. fl. (2014) diskuterar det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet.

³ Det årliga taket är satt till 7,5 inkomstbasbelopp. För 2019 fanns taket vid en arbetsinkomst på 43 300 kr per månad.

⁴ Den årliga brytpunktsinkomsten är satt till 511 500 kr för 2021. Detta motsvarar en månatlig arbetsinkomst på 42 600 kr.

⁵ Utredningens direktiv finns att läsa på <https://www.regeringen.se/rattsliga-dokument/kommittedirektiv/2021/01/dir.-20214/>.

genom sparande i livförsäkringar. Det är idag oklart hur dessa typer av förmögenhet är fördelade eftersom de är resultatet av enskilda individers beslut.

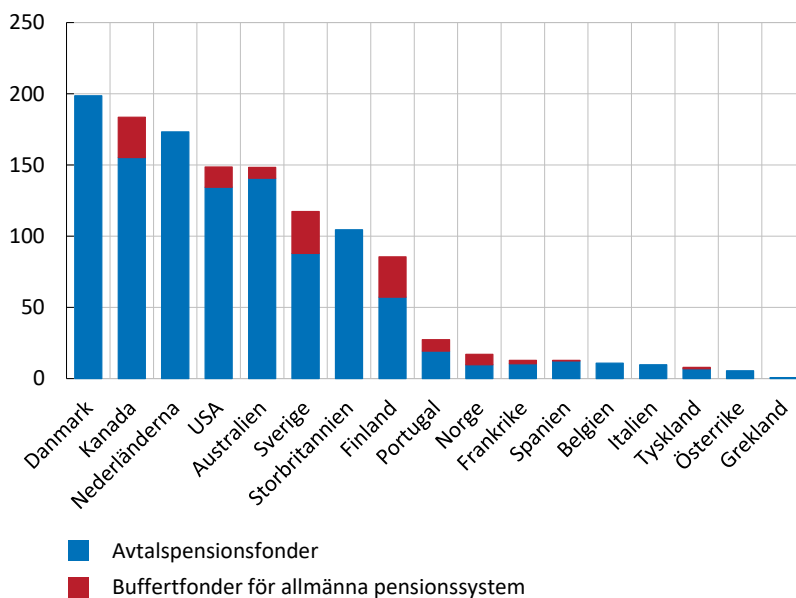
Internationell jämförelse

Hur ser det då ut i vår omvärld? Finns det glömd förmögenhet även i andra länder? Diagram 2 presenterar en internationell jämförelse för ett urval av länder. Jag har hämtat data från OECD (2019).⁶ De blå staplarna visar förmögenheten i avtalspensionsfonder i relation till BNP. De röda staplarna visar förmögenheten i buffertfonder för allmänna pensionssystem.

Som framgår av figuren finns mycket stor förmögenhet i de danska avtalspensionssystemen. I USA, Canada och Australien finns det också mycket stora fonderade belopp i avtalspensionssystem. För Sveriges del framgår AP-fondernas betydelse. De fonderade förmögenheterna är inte lika stora som den norska oljefonden men exempelvis Danmark, med fonder motsvarande cirka 200 procent av BNP, ligger i vart fall inte så oerhört långt efter.

Bland euro-länderna avviker Nederländerna och, i viss mån, Finland genom att ha omfattande fonderad pensionsförmögenhet. Däremot är sådana förmögenheter försumbara i Tyskland, Frankrike, Italien, Spanien, Belgien, Österrike och Grekland.

Diagram 2. Fonderad pensionsförmögenhet i relation till nominell BNP 2019, procent.



Källa: OECD (2019), Table 9.2.

⁶ En tidigare jämförelse av detta slag finns i Ohlsson m. fl. (2020), Appendix D.

I knappt hälften av OECD-länderna finns det obligatoriska kollektiva pensionsfonder (som premiepensionssystemet) eller semiobligatoriska kollektiva pensionsfonder (som *Avtalspension SAF-LO*).⁷ De länder i figuren som har obligatorier är Danmark, Nederländerna, Australien, Sverige, Finland och Norge. Men för Norges del är förmögenheten försumbar jämfört med förmögenheten i oljefonden.

Jag har inte tillgång till information som visar hur den fonderade pensionsförmögenheten är fördelad i de länder som inte har obligatorier baserade på arbetsinkomsten. Därför är det heller inte möjligt att säga om de fonderade pensionsförmögenheterna mildrar de negativa effekter som expansiv penningpolitik och höjda tillgångspriser har på förmögenhetsfördelningen. Däremot är det klart att det rimligen inte kan finnas någon sådan mildrande effekt i de flesta euro-länderna eftersom det inte finns någon fonderad pensionsförmögenhet i dessa länder.

Negativa effekter mildras i Sverige

Det finns tre saker som resonemanget i detta tal inte handlar om. För det första var införandet av ATP-systemet med tillhörande AP-fonder kontroversiellt i sin tid.⁸ Men nu finns AP-fonderna här.

För det andra finns det delade meningar om huruvida fonderade pensionssystem är att föredra framför att betala pensioner ur löpande skatteintäkter. Men, som sagt, nu finns pensionsfonderna här.

För det tredje har den globalt trendmässiga nedgången i realräntor gjort det svårare att få avkastning på förmögenhet, särskilt om man vill hålla säkra finansiella tillgångar som statspapper. De tillgångar vars priser har ökat är mer riskfyllda att hålla. Men detta är inte vad resonemanget i detta tal handlar om.

Detta är vad talet handlar om: I Sverige finns en jämförelsevis stor andel av förmögenheten i kollektiva pensionsfonder som har byggts upp med hjälp av obligatoriska avgifter baserade på individernas arbetsinkomster. Denna förmögenhet är därför jämnare fördelad än annan förmögenhet. När tillgångspriserna stiger får därför fler del av förmögenhetsökningen än om de kollektiva pensionsfonderna hade saknats.

När inflationen i Sverige väntas ligga under målet bedriver Riksbanken en expansiv penningpolitik. Syftet är att inflationen ska röra sig upp mot målet. Samtidigt kommer även produktion och sysselsättning att öka.

Men expansiv penningpolitik har även andra konsekvenser. Till exempel gör stigande tillgångspriser att förmögenhetsfördelningen blir ojämnare. I Sverige mildras dock denna effekt av det faktum att en jämförelsevis stor andel av förmögenheten finns i kollektiva pensionsfonder. I många länder finns inte sådana fonder. Denna glömda förmögenhet är en aspekt att ta med i diskussionen om fördelningseffekter av expansiv penningpolitik.

⁷ OECD (2019), Table 9.1, se även OECD (2020).

⁸ Ylva Hasselberg och jag har skrivit om detta, se Hasselberg och Ohlsson (2016).

Referenser

Hasselberg, Y. och Ohlsson, H. (2016), "Collective wealth formation: Conflict and compromise in Sweden, 1950-2000", i Hudson, P. och Tribe, K., red., *The contradictions of capital in the twenty-first century: The Piketty Opportunity*, Agenda Publishing, s. 109-130.

Nilsson, C., Söderberg, J. och Vredin, A. (2014), "Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet", *Ekonomisk kommentar* 2014(3), Sveriges Riksbank.

OECD (2019), *Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b6d3dcfc-en>.

OECD (2020), *Pension Markets in Focus 2020*, <http://www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm>.

Ohlsson, H., Roine, J och Waldenström, D. (2020), "Inherited wealth over the path of development: Sweden, 1810–2016", *Journal of the European Economic Association* 18 (3), s 1123-1157.

Waldenström, D. (2016), "The National Wealth of Sweden, 1810-2014", *Scandinavian Economic History Review* 64(1), s. 36-54.

Waldenström, D. (2017), "Wealth-income ratios in a small, developing economy: Sweden, 1810-2010", *Journal of Economic History* 77(1), s. 285-313.