

## Sveriges sparöverskott stabilt i många år – men var finns pengarna?

Av Gunnar Blomberg, Sofia Kåhre och Anders Lindström  
Författarna är verksamma vid Riksbankens avdelning för penningpolitik.

### Sammanfattning

Sverige har under en period av över 20 år haft stabila överskott i bytesbalansen som motsvaras av finansiella sparöverskott mot utlandet. Ändå har sparöverskottet, sedan 2007, inte lett till någon förbättring av Sveriges finansiella nettoställning mot omvärlden. Varför har det blivit så?

Det är naturligt att förvänta sig att ett sparöverskott mot utlandet resulterar i en motsvarande förmögenhetsuppbyggnad gentemot utlandet. Det finns emellertid flera faktorer som bidrar till att förmögenheten mot utlandet inte alltid utvecklas i samma takt som det ackumulerade finansiella nettosparandet.

En sådan faktor är utvecklingen av finansiella priser. Förändringar i kronans växelkurs, aktiepriser i Sverige och utlandet samt räntor har stor påverkan på värdet hos svenska tillgångar och skulder mot utlandet. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har under åren 2008 till 2013 varit mer gynnsam än i många andra länder, med god svensk tillväxt, konkurrenskraft och starka statsfinanser. Detta har gjort att kronkursen stärkts och att vi fått en relativt snabb uppgång på den svenska aktiemarknaden. Det kan tyckas paradoxalt men den positiva ekonomiska utvecklingen för Sverige har haft en negativ inverkan på den finansiella nettoställningen mot utlandet.

Under 2014 skedde dock en omsvängning och värdet på den svenska kronan föll. Följden blev i stället en gynnsam värdeutveckling av den svenska nettoförmögenheten mot utlandet.

En annan faktor som bidrar till skillnaden mellan sparöverskottet och förmögenhetsuppbyggnaden mot utlandet är att direktinvesteringstillgångar i andra länder värderas lågt. Statistiken grundas på företagens egen försiktiga värdering i sin redovisning av till exempel dotterföretag i andra länder. Normalt ligger värderingen väsentligt under marknadsvärdet.

Slutligen finns det luckor i statistiken som behöver täppas till. Det gäller till exempel uppgifter om hushållens tillgångar direkt i utlandet, som inlåning i utländska banker eller värdepapper i utländska depåer. Behovet av att ha tillförlitlig statistik över Sveriges gränsöverskridande tillgångar har ökat, eftersom de omfattande tillgångar och skulder Sverige håller mot utlandet innebär att vi blir mer känsliga för globala finansiella störningar. Som en följd av detta planerar Riksbanken att införa ny och mer heltäckande statistik över värdepappersinnehav.

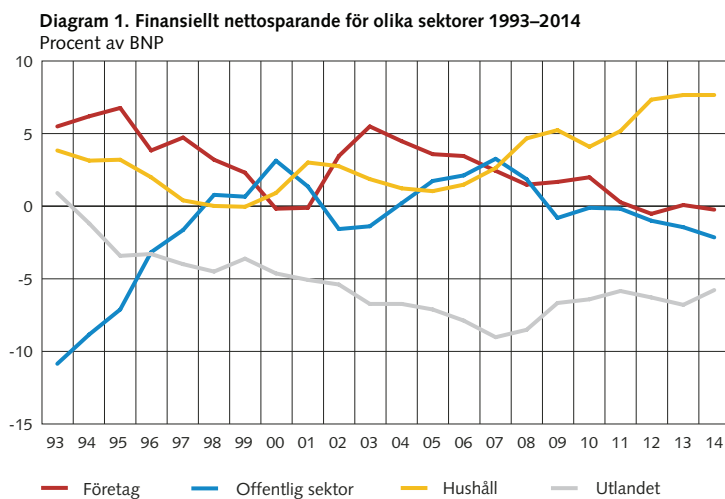
### Långvariga och stabila sparöverskott

Svensk ekonomi har länge haft stabila sparöverskott mot utlandet. Sedan slutet av 1990-talet har samtliga sektorer i svensk ekonomi – offentlig sektor, företagssektorn och hushållen – haft ett sparöverskott. Summan av det inhemska finansiella sparandet är identiskt med nettosparandet mot utlandet<sup>1</sup>.

1. Se t.ex. Konjunkturinstitutets rapport från mars 2011 som i en fördjupning om hushållens sparande redogör närmare för sambanden mellan bytesbalans, sparande, investeringar och konsumtion.

Sverige har under en lång period haft betydande överskott i bytesbalansen och därmed även i det finansiella sparandet mot utlandet. Trots det har Sveriges förmögenhet mot omvärlden utvecklats mycket långsamt. I denna ekonomiska kommentar pekar vi på några orsaker till detta. **Prisförändringar på finansiella tillgångar har under vissa perioder bidragit till försämrad värdeutveckling av förmögenheten. En annan förklaring är att den redovisade utlandsställningen sannolikt är underskattad till följd av den redovisningsprincip som används för direktinvesteringar. Slutligen pekar vi på luckor i statistiken. Det gäller bland annat svenskars utländska tillgångar som inte fångas i statistiken i tillräckligt hög grad. Det finns starka skäl att förbättra statistiken i dessa delar.**

Sammantaget resulterar detta i ett betydande sparöverskott mot utlandet, vilket motsvaras av det svenska överskottet i bytes- och kapitalbalansen<sup>2</sup>, se diagram 1. I diagrammet redovisas detta som utlandets sparunderskott mot Sverige.



## Spegelbilden av sparöverskottet – svenska tillgångar i utlandet

I en artikel från 2006<sup>3</sup> analyseras hur den finansiella nettoställningen mot utlandet hänger samman med det ackumulerade finansiella nettosparandet. I fortsättningen används begreppet finansiell nettoställning mot utlandet synonymt med begreppet utlandsställning. I artikeln dras slutsatsen att värdeförändringar på utländska tillgångar och skulder på kort sikt är den viktigaste förklaringen till fluktuationer i utlandsställningen. Bakgrunden till detta är att svenska aktörer har stora skulder gentemot utlandet men också stora tillgångar där. Till exempel har både banker och företag en omfattande upplåning i utlandet, samtidigt som hushållens sparöverskott i till exempel pensionssparandet i stor utsträckning placeras i utlandet. I artikeln visas att detta skapar mycket höga värden på både tillgångar och skulder mot utlandet med följd att pris- och värdeförändringar får ett stort genomslag på utlandsställningen. De finansiella priser som har störst genomslag är kronans kurs mot utländska valutor, aktiemarknaden i Sverige och i utlandet samt obligationspriser.

I artikeln konstateras att bytesbalansen, som tillsammans med kapitalbalansen återspeglar det finansiella sparandet mot utlandet, fortfarande är en faktor som påverkar utlandsställningen, men att dess relativa betydelse för enskilda år har minskat sedan början av 90-talet. På lång sikt bör ändå ett ihållande bytesbalansöverskott förr eller senare slå genom på utlandsställningen.

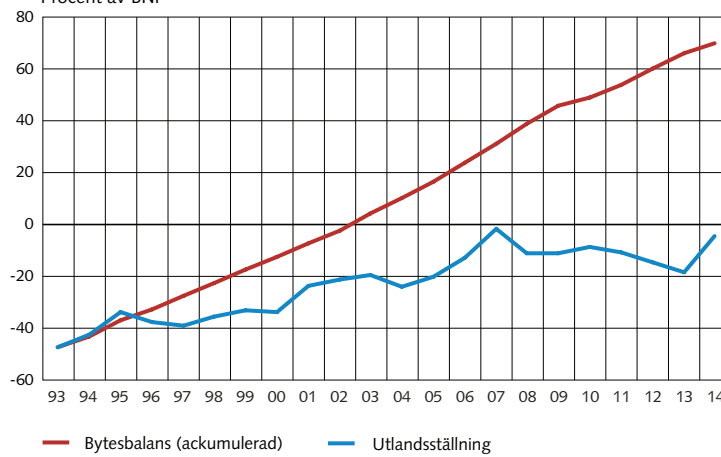
## Växande gap mellan nettosparande och utlandsställning

Frågan är då hur sambandet mellan finansiellt sparande och nettotillgångar i utlandet har utvecklats sedan artikeln från 2006. Svaret finns i diagram 2 som visar värdet av de ackumulerade bytesbalansöverskotten från 1993 och Sveriges nettoställning mot utlandet. Som framgår av diagrammet så förbättras utlandsställningen trendmässigt fram till 2007, även om förbättringen inte håller jämna steg med de ackumulerade bytesbalansöverskotten.

2. I betalningsbalansstatistiken motsvaras det finansiella nettosparandet av summan av bytes- och kapitalbalansen, där bytesbalansen visar utbytet av varor, tjänster, inkomster och löpande transfereringar. Kapitalbalansen är normalt en liten post där förvärv av rättigheter och kapitaltransfereringar ingår.

3. Riksbanken, Penning- och valutapolitik 2006:1, Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop? (Gunnar Blomberg, Maria Falk).

Diagram 2. Ackumulerad bytesbalans och nettoställning mot utlandet 1993–2014  
Procent av BNP



Källa: Statistiska centralbyrån

Efter 2007 försämras sambandet påtagligt. Trots att bytesbalansen under perioden 2008 till 2013 har uppvisat stora överskott har Sveriges utlandsställning fortsatt att vara negativ med en nettoskuld som varierat omkring 10 procent mätt som andel av BNP. Jämför man nettoställningen 2008 med 2013 har nettoskulden till och med ökat.

Men 2014 inträffar en vändning och utlandsställningen förbättras. Trots vändningen det sista året har det således sedan utgången av 2007 uppstått ett växande gap mellan å ena sidan storleken på Sveriges finansiella nettosparande och å andra sidan förmögenhetstillväxten mot omvärlden.

## Betydande värdeförluster i utlandsställningen enligt betalningsbalansstatistiken

En viktig förklaring till den ogynnsamma utvecklingen av nettopositionen mot utlandet är de värdeförändringar på utländska tillgångar och skulder som inträffat. I betalningsbalansstatistiken är det möjligt att se hur sparande, finansiella transaktioner, förändringen av nettopositionen och värdeförändringar hänger samman. Nedan illustrerar vi sambanden och visar hur värdeförändringar i utlandspositionen kan räknas fram med hjälp av den publicerade statistiken. Beskrivningen görs för perioden från december 2007 till december 2013, de år då Sveriges nettosparande och storleken på nettotillgångarna mot utlandet går åt motsatta håll. Se tabell 1 nedan.

Under perioden 2008 till 2013 hade Sverige ett överskott i bytes- och kapitalbalansen, som uppgick till 1 430 miljarder kronor och som motsvaras av nettosparande mot utlandet. Detta överskott leder till motsvarande placeringar i utlandet och ska därför rätteligen resultera i ett lika stort finansiellt utflöde. Det finansiella nettoflödet som redovisas i den finansiella balansen, post d, uppgick till 753 miljarder kronor under samma period<sup>4</sup>. Skillnaden, som har sin grund i brister i underlaget för betalningsbalansstatistiken, återspeglas i den så kallade restposten.

4. Sättet att med tecken beskriva transaktioners riktning i betalningsbalansen har anpassats till ny internationell standard. Ett finansiellt nettoutflöde som omfattar både tillgångar och skulder beskrivs numera med ett plustecken.

Mellan december 2007 och december 2013 har samtidigt förändringen av den svenska nettoställningen mot utlandet lett till en ökad nettoskuld, från 46 till 681 miljarder kronor.

Om man ställer den försämrade nettoställningen mot utlandet i relation till det finansiella nettosparandet, det vill säga bytes- och kapitalbalansen, så uppgår förlusterna mot utlandet till 2 065 miljarder.

Det är denna skillnad som visas i diagram 2. Gapet mellan sparandet och förändringen i utlandsposition redovisas där i procent av BNP. Tillväxten i detta gap under åren 2008–2013 motsvarar således i nominella tal drygt 2 000 miljarder kronor.

Till följd av bristerna i statistiken, som den stora restposten är ett uttryck för, går det inte att närmare beskriva och analysera beståndsdelarna i denna totala differens.

I det följande kommer vi i stället att analysera värdeförändringen i Sveriges finansiella förmögenhet genom att räkna fram skillnaden mellan å ena sidan det finansiella nettoflödet och å andra sidan förändringen i nettoställningen (rad i, i Tabell 1). Genom att jämföra de olika nettotillgångarnas förändring med det finansiella nettoflödet, kan man se hur värdeförändringarna fördelar sig på olika tillgångsslag, se tabell 2.

**Tabell 1. Betalningsbalans 2008–2013 samt utlandsställning, miljarder kronor**

a. Finansiellt nettosparande (= b + c)	1 430
b. Bytesbalans	1 467
c. Kapitalbalans	-37
d. Finansiell balans	753
e. Restpost (= d – a)	-677
f. Utlandsställning dec. 2007	-46
g. Utlandsställning dec. 2013	-681
h. Förändring av utlandsställning mellan 2007–2013 (= g – f)	-635
i. Värdeförändring av utlandsställning (= h – d)	-1 388
j. Total differens mellan tillgångsökning H och nettosparande (= h – a)	-2 065

Anm. Sättet att med tecken beskriva transaktioners riktning i betalningsbalansen har anpassats till ny internationell standard. Ett finansiellt nettoutflöde som omfattar både tillgångar och skulder beskrivs numera med ett plustecken.

Källa: Statistiska centralbyrån

**Tabell 2. Förändring av nettoposition, nettotransaktioner och värdeförändring för posterna i utlandsställningen 2007–2013**  
Miljarder kronor

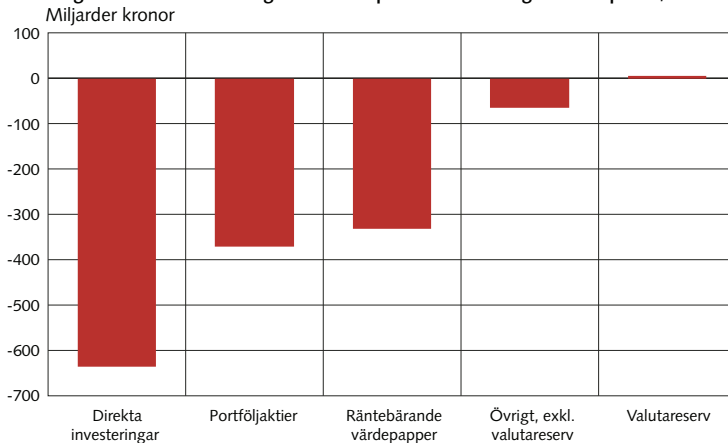
	UTLANDSPOSITION		ÄNDRING AV STOCK	TRANSAKTIONER NETTO	VÄRDEFÖRÄNDRING
	dec 2007	dec 2013			
Direkta investeringar	242	195	-47	587	-634
Portföljaktier	688	789	101	471	-370
Räntebärande värdepapper	-992	-2 776	-1 784	-1455	-329
Övrigt, exkl. valutareserv	-185	691	876	939	-63
Valutareserv	201	420	219	211	8
Totalt	-46	-681	-635	753	-1 388

Källa: Statistiska centralbyrån

I diagram 3 sammanfattas resultatet av denna beräkning med en uppdelning av värdeförändringarna på utlandsställningens huvudposter. Värdeförändringarna har till största delen utgjorts av värdeförluster. Den största delen av värdeförlusterna, något mindre än hälften, kan hänföras till direktinvesteringar, medan portföljaktier och räntebärande värdepapper vardera står för omkring en fjärdedel av förlusten. Övriga investeringar har gett upphov till små värdeförluster. Valutareserven uppvisar däremot en mindre värdestegring under perioden.

Betalningsbalansstatistiken indikerar således att värdeförändringarna haft en mycket ogynnsam inverkan på den svenska utlandsställningen. Frågan inställer sig om detta beror på att svenska aktörer varit dåliga investerare, som låtit tillgångarnas värde dala, samtidigt som värdet av skulderna mot utlandet växt, eller om det finns andra förklaringar.

Diagram 3. Värdeförändringar fördelade på utlandsställningens olika poster, 2008–2013



Källa: Statistiska centralbyrån

Nedan gör vi en genomgång av de faktorer som påverkat värdeförändringarna i utlandsställningen.

### Direktinvesteringar: Försiktig värdering och kronförstärkning påverkar värdet

En faktor som bidragit till värdeförlusten för direktinvesteringsstockarna är att transaktioner och tillgångsstockar värderas enligt olika principer i statistiken. Medan direktinvesteringstransaktioner – fusioner, förvärv av företag eller andelar i företag, etcetera – sker till marknadspris, så kommer företaget i den egna balansräkningen vanligen att bokföra värdet av förvärvet till ett lägre belopp. Tillgångens värde redovisas alltså till ett lägre belopp än transaktionen, till exempel köpeskillingen för ett förvärvat företag.

Denna försiktiga värdering påverkar också redovisningen av den svenska utlandsställningen, eftersom direktinvesteringarnas värde där baseras på värderingen i företagens balansräkning<sup>5</sup>. Tillgångar i form av direkta investeringar som förvärvats under 1998–2013 redovisades i utlandsställningen till ett belopp som i genomsnitt motsvarar endast 80 procent av transaktionsvärdet. Den försiktiga värderingen påverkar både utländska direktinvesteringar i Sverige och motsvarande svenska investeringar i utlandet.

Eftersom Sverige är nettoexportör av direktinvesteringar, med ett nettoutflöde under perioden 2008 till 2013 med 587 miljarder kronor, så leder den försiktiga värderingen till att Sveriges nettoposition mot utlandet inte förbättras i den utsträckning som kunde förväntas utifrån det stora nettoutflödet.

En annan faktor som påverkat tillgångsvärdet hos direktinvesteringarna är kronkursens utveckling. Värdet av svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet uppgick i december 2013 till omkring 2 700 miljarder kronor och detta värde påverkas av kronans kurs i utländsk valuta. Utländska direktinvesteringar i Sverige, påverkas däremot inte av kronans fluktuationer mot utländsk valuta.

Under perioden 2007 till 2013 har kronans kurs svängt rejält, med en försvagning under krisåret 2009, följt av en stark uppgång till slutet av 2013. Totalt sett har kronans kurs enligt det handelsvägda indexet KIX förstärkts med drygt 7 procent från utgången av 2007 till utgången av 2013.

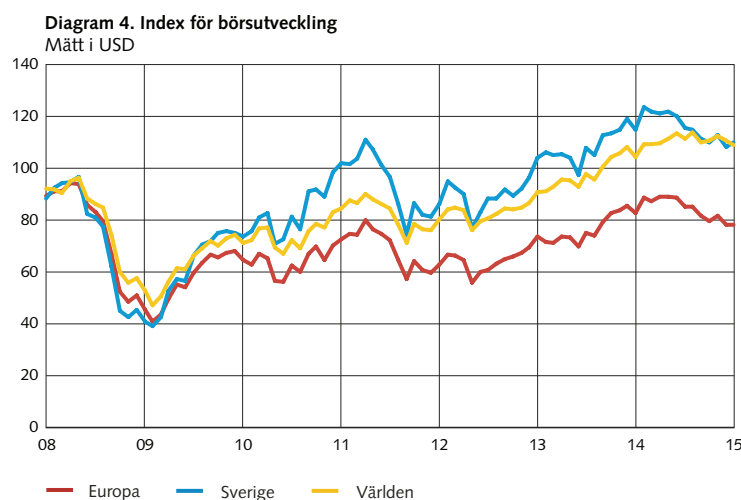
Detta har inneburit att svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet i motsvarande grad har tappat i värde, räknat i svenska kronor. Kronans förstärkning har alltså bidragit till förmögenhetsförlusten för direkta investeringar enligt diagram 3. Bidraget till denna förlust kan grovt räknat uppskattas till omkring 150 miljarder kronor.

5. I betalningsbalansen redovisas även en utlandsställning där marknadsvärdet av direktinvesteringspositionerna uppskattats med hjälp av modellberäkningar. Vi har här valt att utgå från det bokförda värdet i jämförelserna, vilket är det som ingår i Sveriges officiella utlandsställning och är en internationellt accepterad metod för att skatta direktinvesteringsstockar.

## Portföljaktier: Stark svensk börsutveckling har ökat värdet på Sveriges skuld mot utlandet

Ett framträdande drag i statistiken över Sveriges position mot utlandet är det omfattande gränsöverskridande ägandet av så kallade portföljaktier, som normalt sett utgörs av börsnoterade aktier. Både det svenska ägandet av utländska aktier och det utländska ägandet av svenska aktier uppgår till betydande belopp, 2 577 respektive 1 788 miljarder kronor vid utgången av 2013. Kursutvecklingen på den svenska aktiemarknaden i förhållande till utvecklingen på utländska börser har därför stor inverkan på Sveriges nettoförmögenhet mot utlandet.

En jämförelse av kursutvecklingen i svenska och internationella aktier visar att den svenska aktiemarknaden under åren 2008 till och med 2013 har utvecklats väsentligt bättre än omvärldens börser mätt i gemensam valuta (USD)<sup>6</sup>, se diagram 4. Från utgången av 2007 till 2013 har den svenska börserna stigit med 19 procent. Globalt sett har börserna utvecklats betydligt sämre. Världsindex har under samma tid stigit med 8 procent. Tittar man enbart på ett Europa-index, så har börserna fallit med 14 procent under samma period.



Källa: Macrobond

Effekten av detta är att utländska placerare under denna period tjänat bra på kursstegringen på den svenska aktiemarknaden, samtidigt som svenska placerare haft en sämre kursutveckling på sina placeringar i utlandet, med i många fall sjunkande aktievärden.

Börskursernas utveckling är därmed en väsentlig förklaring till de förmögenhetsförluster på 370 miljarder kronor som uppstått för portföljaktier, då de svenska skulderna mot utlandet, i form av utlänningars innehav av svenska aktier, har stigit mer i värde än tillgångarna, det vill säga de svenska innehaven av utländska aktier.

Vid sidan om utvecklingen i aktiepriserna har även kronans uppgång under perioden bidragit till de förluster som gjorts för portföljaktier. Utländska aktier är denominerade i utländsk valuta och när kronan förstärkts har det bidragit till att deras värde, uttryckt i svenska kronor, har fallit. Eftersom det saknas information om vilka utländska aktier svenska placerare har, och vice versa, går det inte att mer noggrant beräkna hur stor del av den försvagade nettopositionen som beror på aktieprisutvecklingen och på utvecklingen i svenska kronans växelkurs. Men med förenklade antaganden kan kronans bidrag till förlusten uppskattas till omkring 100 miljarder kronor.

6. Både för svenska och utländska placerare är ett index uttryckt i gemensam valuta mest relevant för att visa de skillnader i avkastning som uppstått mellan svenska och utländska aktiemarknader.

## Räntebärande värdepapper: Sjunkande räntenivåer och kronförstärkning påverkar värderingen

När det gäller posten räntebärande värdepapper domineras den av svenska bankers och företags upplåning i utländsk valuta genom värdepappersemissioner i utlandet. Denna post påverkas av två motsatta tendenser: Å ena sidan har det faktum att långräntorna fallit kraftigt under hela perioden, såväl i Sverige som internationellt, bidragit till att höja skuldens marknadsvärde. Å andra sidan har den svenska kronan förstärkts vilket bidragit till att dra ner värdet i svenska kronor av valutaupplåningen i utlandet.

Värdeförlusterna för denna post uppgår enligt sammanställningen i tabell 2 till 329 miljarder under perioden 2008 till 2013. Det statistiska underlaget gör det inte möjligt att närmare beskriva hur kronförstärkning och räntefall bidragit till denna förlust. Dagens statistik över innehav av värdepapper saknar den detaljeringsnivå som krävs för detta. Se mer nedan.

## Valutarenserv: Stigande guldpris och fallande räntor gav gynnsamt utfall

Riksbankens valutarenserv är den enda post som haft en positiv värdeutveckling under perioden. Ett stigande guldpris och fallande räntor har bidragit till att höja valutarenservens värde, samtidigt som den starkare kronan verkat i motsatt riktning. Värdestegringen har under perioden sammantaget uppgått till 8 miljarder kronor.

## Stark svensk ekonomi bidrog till förluster i utlandsställningen 2008–2013

Generellt gäller att tillgångar i utlandet för Sveriges del kan ses som en riskspridning för svenska sparare och investerare sett på makroekonomisk nivå.

Under perioden 2008–2013 är det en relativt sett stark svensk ekonomi som bidragit till förluster i utlandsställningen. Denna period har globalt sett kännetecknats av en finanskris som följts av en statsfinansiell kris som särskilt påverkat länder i Europa. Den svenska ekonomin har under denna tid stått sig väl, med god tillväxt, konkurrenskraft och med ordnade statsfinanser. Detta har bidragit både till kronförstärkningen och till den starkare tillväxten i svenska aktiepriser, jämfört med i omvärlden. Resultatet blev att den svenska nettopositionen mot utlandet påverkades negativt.

I en motsatt situation fungerar riskspridningen så att om den svenska ekonomin skulle utvecklas ogynnsamt med följd att kronkursen faller och den svenska köpkraften försvagas, så kommer tillgångar som hålls i utlandet att utvecklas mer gynnsamt. Sådana tillgångar som hålls i valutor som stärks mot kronan påverkas inte av de svenska spararnas försvagade köpkraft. Tvärtom stiger värdet av ett sådant sparande uttryckt i svenska kronor.

Om den svenska aktiemarknaden samtidigt sjunker i förhållande till omvärldens aktiemarknader, så uppstår samma effekt; de svenska sparare som valt att sprida sitt innehav även till utländska aktier får del av den mer gynnsamma utvecklingen i omvärlden. Samtidigt kommer värdet på utlandets innehav av svenska aktier, som utgör en svensk skuld mot utlandet, att utvecklas långsammare.

En gynnsam svensk ekonomisk utveckling får därmed en positiv effekt på den svenska nettoförmögenheten gentemot utlandet.

## Kronfallet 2014 bidrog till förbättrad utlandsställning

Under 2014 vände utvecklingen i den svenska utlandsställningen. Till följd av den expansiva penningpolitiken som innebar att styrräntan sänktes till en historiskt låg nivå, noll procent, har kronans kurs försvagats. Räknat enligt KIX-index har kronan fallit med knappt 7 procent och därmed närmast sig den nivå som rådde vid utgången av 2007.

På samma sätt har under 2014 den svenska aktiemarknaden, se diagram 4, försvagats jämfört med världsindex räknat i gemensam valuta.

Eftersom Sverige har en betydande valutaexponering med nettotillgångar i utländska valutor på över 4 600 miljarder kronor och ett stort gränsöverskridande ägande av portföljaktier så har detta tillsammans lett till svenska kursvinster på utländska tillgångar. Nettositionen förstärktes under 2014 med 525 miljarder och eftersom det finansiella utflödet uppgick till 112 miljarder, så uppgick värdestegringarna i kronor räknat till 413 miljarder kronor. Värdestegringarna på den finansiella nettositionen motsvarar därmed strax över 10 procent av BNP under 2014.

## Luckor i statistiken behöver täppas till

Även om det finns förklaringar till att den svenska utlandsställningen har utvecklats ogynnsamt under ett antal år, så räcker det inte för att förklara det gap som växt fram mellan vårt sparande mot utlandet och storleken på våra nettotillgångar (se diagram 2). Den negativa restposten visar att det är betydande flöden, sannolikt i huvudsak finansiella investeringar i utlandet, som inte täcks in av betalningsbalansstatistiken. Ett exempel är de tillgångar som svenska hushåll håller direkt i utlandet. Värdepapper som hushållen håller direkt i utländsk depå och inlåning i utländsk bank är exempel på tillgångar som är svåra att täcka i statistiken. Genom de avtal som Skatteverket gjort med utländska motsvarigheter om utbyte av information finns möjligheter att börja utreda och uppskatta storleken på dessa tillgångar.

Riksbanken har också genomfört en förstudie i syfte att ta fram ett underlag för beslut om förbättrad statistik över värdepappersinnehav. Metoderna för att samla in uppgifter om gränsöverskridande värdepappersportföljer och transaktioner har nämligen inte ändrats sedan 1990-talet samtidigt som marknaderna har expanderat kraftigt. Med nya metoder skulle vi få en väsentlig uppgradering av underlaget för den ekonomiska statistiken, inklusive statistiken över betalningsbalansen och utlandsställningen, med ökad täckning och möjligheter att beräkna effekter av prisförändringar och växelkursförändringar med större precision.

Bakgrunden till den utredning som gjorts inom Riksbanken är främst de växande kraven på tillförlitlig och detaljerad information. De omfattande tillgångar och skulder Sverige håller mot utlandet innebär att vi blir mer känsliga för globala finansiella störningar. Svenska aktörers finansiella tillgångar och skulder påverkas i dag i hög grad av variationer i växelkurser och utländska finansiella priser. Detta gör också att behovet av att kunna bedöma eller förutse vilka effekter sådana störningar kan få för svenska placerare har blivit allt viktigare, till exempel för Riksbankens arbete inom området finansiell stabilitet.

## Vart tog då pengarna vägen?

I denna kommentar har vi pekat ut tre faktorer som bidragit till det växande gapet mellan Sveriges finansiella nettosparande och Sveriges finansiella nettosition mot utlandet.

Den viktigaste faktorn är variationer i finansiella priser, som kronkurs, aktiepriser och räntenivåer. Under perioden 2008 till 2013 har en relativt sett stark svensk ekonomi påverkat de finansiella priserna på ett sätt som missgynnat Sveriges finansiella nettosition. Under 2014 skedde en omsvängning och en fallande krona gav i stället upphov till stora kursvinster i utländska tillgångar. Eftersom Sverige har en hög nivå på både skulder och tillgångar mot utlandet med en omfattande privat upplåning i utlandet och stora placeringar i utlandet av privat sparande, så har variationerna i finansiella priser stor betydelse för de svenska aktörernas finansiella förmögenheter. Beroende på prisutvecklingen på olika marknader och på hur tillgångar och skulder mot utlandet fördelas på olika tillgångsslag så kommer också förmögenhetseffekterna att variera över tiden.

En annan faktor är värderingsprinciperna när det gäller direktinvesteringstillgångar. Försiktighetsprincipen i företagsbokföringen leder vanligtvis till en låg värdering av



gränsöverskridande direktinvesteringstillgångar. Sverige har under en mycket lång tid varit nettoexportör av direktinvesteringsskapital och, genom de värderingsprinciper som tillämpas, har detta under lång tid bidragit till att försvaga Sveriges finansiella nettposition.

En näraliggande fråga är om svenska investeringar i utlandet, till exempel i form av företagsförvärv eller köp av utländska aktier, har varit särskilt förlustbringande och i så fall kan ha bidragit till den växande skillnaden mellan vårt finansiella nettospårande och storleken på svenska nettotillgångar i utlandet. Betalningsbalansstatistiken ger dock inte underlag för att svara på sådana frågor. Det går med den nuvarande statistiken inte att se om det svenska innehavet av utländska aktier har en sämre kursutveckling än genomsnittet för internationella aktier. När det gäller direktinvesteringar är det också mycket svårt att avgöra om enskilda förvärv varit framgångsrika eller förlustbringande.

En tredje faktor är luckor i statistiken, som innebär att vi har en undertäckning av nettotillgångar i utlandet. Frånvaron av uppgifter om tillgångar som hushåll håller direkt i utlandet är en del av detta. Inom Riksbanken har också en utredning gjorts om ny statistik över innehav av värdepapper. Ett beslut i enlighet med förslagen i utredningen skulle modernisera och förbättra underlaget för statistiken om värdepappersinnehav och därmed också uppgifterna om utlandsställningen. Förslagen skulle öka möjligheterna att analysera pris- och valutaeffekter och ligger i linje med vad många europeiska länder redan har genomfört.

Pengarna har alltså inte försvunnit. En försämrad värdeutveckling under vissa perioder kan förklaras av prisförändringar på finansiella tillgångar vilket var fallet mellan 2008 och 2013. Dessutom finns anledning att tro att den redovisade utlandsställningen är underskattad eftersom Sverige, som är nettoexportör av direktinvesteringsskapital, i statistisk bemärkelse tenderar att missgynnas av den redovisningsprincip som används för direktinvesteringar. Vidare har studien visat på oförklarliga diskrepanser i statistiken, speciellt inom värdepappersområdet och vad gäller hushållens tillgångar i utlandet, vilka också tenderar att systematiskt underskatta svenska tillgångar i utlandet. Det finns därför skäl att vidareutveckla statistiken över Sveriges betalningsbalans och utlandsställning för att förbättra täckning och analysmöjligheter.