

## Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet

Christian Nilsson, Jonas Söderberg och Anders Vredin<sup>1</sup>

Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik, på avdelningen för finansiell stabilitet respektive på stabsavdelningen.

Det kollektiva pensionssparandet i form av fonderade avsättningar inom tjänste- och premiepensionssystemen uppgår i Sverige till nästan 2 400 miljarder kronor. Under de senaste 20 åren har detta kapital ökat och utgör i dagsläget omkring en tredjedel av de svenska hushållens finansiella tillgångar. Att det kollektiva pensionssparandet är så omfattande gör att det kan påverka både Sveriges ekonomi i stort och det finansiella systemet i synnerhet. I denna ekonomiska kommentar pekar vi på att det svenska pensionssparandet kan ha betydelse för hushållens skuldsättning och för bankernas marknadsfinansiering och finansiering utomlands. Sambanden mellan dessa storheter måste dock utredas närmare än i denna kommentar innan några slutsatser kan dras.

### Högt kollektivt pensionssparande kan påverka det finansiella systemet

Enligt Jansson (2014) finns det mycket som talar för att pensionssystemen minskar hushållens incitament att amortera på sina skulder. I så fall skulle det kollektiva pensionssparandet kunna vara en av förklaringarna, utöver de som diskuteras i Sveriges riksbank (2014), till att de svenska hushållens skulder i förhållande till deras disponibla inkomster har ökat från drygt 90 procent i mitten av 90-talet till 174 procent 2013.<sup>2</sup> En sådan slutsats skulle också vara i linje med Isaxen m. fl. (2011), som menar just att den höga skuldsättningen bland danska hushåll kan förklaras av högt pensionssparande. Denna slutsats är dock inte självklar, se exempelvis Reiakvam och Solheim (2013).<sup>3</sup>

Det är inte oproblematiskt om det kollektiva pensionssparandet får arbetstagarna att minska på annat sparande och att skuldsätta sig mer. Pensionssparande kan inte säljas av eller belånas under perioder då de löpande inkomsterna inte är tillräckliga för att täcka arbetstagarens behov. Därmed har man inte tillgång till tjänste- och premiepensionen på samma sätt som annat sparande, såsom bankinlåning. Sålunda skapar detta pensionssparande buffertar och minskade risker i vissa avseenden, men kan samtidigt medföra ökade risker på andra håll.

Arnberg och Barslund (2014) finner att pensionssparandet leder till att det övriga sparandet minskar bland danska hushåll.<sup>4</sup> Om hushållssektorns inlåning i bank inte ökar i samma takt som bankernas utlåning till hushållen så innebär detta att bankerna i stället får finansiera sig genom att ge ut värdepapper (obligationer och certifikat) på de finansiella marknaderna. Det kollektiva pensionssparandet kan alltså vara en bidragande orsak till att de svenska bankerna, inklusive bostadsinstituten, som står

1. Författarna vill tacka Daniel Hansson och André Reslow för hjälp med att ta fram statistiken och diagram som används i kommentaren. Författarna vill också tacka Mikael Apel, Jill Billborn, Heidi Elmér, Mia Holmfeldt, Stefan Ingves, Kristian Jönsson, Björn Lagerwall, Marianne Nessén, Louise Oscarius, Göran Robertsson, Kasper Roszbach, Per Sonnerby och Marianne Sterner för värdefulla synpunkter.

2. Sveriges riksbank (2014) presenterar olika faktorer som kan förklara den starka uppgången i de svenska hushållens skuldkvot, så som avregleringen under 1980-talet, låga räntor under en längre tid, skattesystem och amorteringsfria lån.

3. I förhållande till resultaten i Isaxen m. fl. (2011) argumenterar Reiakvam och Solheim (2013) för att skillnader i (framförallt privat) pensionskapital i de nordiska länderna inte är en övertygande förklaring till de skillnader i hushållens skuldsättning som kan observeras. Hänsyn måste också tas till andra faktorer, till exempel hushållens förtroende för hållbarheten i de offentliga finanserna och utformningen av pensionssystemen.

4. Enligt studien ökar däremot det totala sparandet, det vill säga inklusive pensionssparandet.

De svenska hushållens kollektiva pensions-sparande i form av fonderade avsättningar inom tjänste- och premiepensionen uppgår till nästan 2 400 miljarder kronor. Detta sparande utgör en stor och växande andel av hushållens tillgångar. Eftersom så stora belopp är avsatta kan pensionssystemet påverka både hushållens incitament att spara i andra former och deras möjligheter att göra det. I denna kommentar pekar vi på att både svenska hushåll och banker har en helt annan finansiell situation idag än för tjugo år sedan och att detta bland annat kan hänga samman med pensionssystemet. Det kollektiva pensionssparandet kan exempelvis ha stor betydelse för hushållens skuldsättning och för bankernas marknadsfinansiering, men dessa samband bör utredas närmare än i denna kommentar.

för kreditgivningen till de svenska hushållen, har så stor andel marknadsfinansiering i förhållande till inlåning.<sup>5</sup>

Totalt sett har Sverige förstärkt sin nettoställning gentemot omvärlden under de senaste 20 åren, eftersom bytesbalansöverskottet i genomsnitt har varit 6 procent av BNP. Det totala finansiella sparandet i Sverige överstiger därmed det totala lånebehovet. Samtidigt är runt hälften av de svenska bankernas marknadsfinansiering i utländsk valuta. En stor del av denna utländska finansiering används till att finansiera tillgångar i utländsk valuta, men också till att finansiera tillgångar i svenska kronor, så som lån till svenska hushåll. Det kollektiva pensionssparandet placeras i huvudsak i fonder eller förvaltas av pensions- och försäkringsbolag. En del av detta kapital placeras i värdepapper som de svenska bankerna gett ut, men en del placeras i tillgångar utomlands. Därmed flödar en del av kapitalet ut ur det svenska finansiella systemet. En anledning till att de svenska bankerna lånar utomlands kan sålunda vara att hushållens pensionsparande till viss del sker i tillgångar i utländsk valuta.

## Det svenska pensionssystemet – en kort översikt<sup>6</sup>

Det svenska pensionssystemet brukar beskrivas som en pyramid där basen utgörs av den allmänna pensionen. Nästa steg i pyramiden utgörs av tjänstepensionen och sedan på toppen finns det privata pensionssparandet. År 2011 hade 27 procent av den arbetsföra befolkningen i Sverige privat pensionsförsäkring (OECD (2013)). I den här kommentaren går vi dock inte närmare in på den privata pensionen.

Den allmänna pensionen utgörs i huvudsak av inkomstpension och av premiepension.<sup>7</sup> Inkomstpensionen finansieras genom ett fördelningssystem. Det innebär att de som förvärvsarbetar genom pensionsavgiften betalar pensionerna för dagens pensionärer och sedan får sina egna pensioner betalade av efterkommande generationer. AP-fonderna (1–4 och 6) är buffertfonder som ska utjämna svängningar i pensionsavgifter och pensionsutbetalningar i inkomstpensionen. De har tillsammans tillgångar som uppgår till drygt 1 000 miljarder kronor, vilket är nästan en fördubbling sedan 2001. Vi behandlar inte inkomstpensionen eller AP-fonderna i resten av den här kommentaren.

Premiepensionen är den del av den allmänna pensionen som individen själv får placera. Varje år betalas ett belopp motsvarande 2,5 procent av lönen före skatt in till premiepension upp till ett tak i den allmänna pensionen. Detta tak är för närvarande 426 750 kronor i årsinkomst (motvarande 35 563 kronor i månaden). Premiepensionskapitalet placeras i fonder som arbetstagaren själv väljer.<sup>8</sup>

Tjänstepensionen är en kompletterande pension som facken och arbetsgivarna kommit överens om och den är alltså, till skillnad från premiepensionen, inte lagstadgad.<sup>9</sup> Omkring 90 procent av arbetstagarna i Sverige betalar genom sin arbetsgivare in till tjänstepension.<sup>10</sup> Tjänstepensionen fyller i huvudsak två viktiga funktioner. Dels fyller den på den allmänna pensionen så att de anställda får en större andel av lönen i pension. Dels tar den vid där den allmänna pensionen slutar, det vill säga för inkomster över taket i den allmänna pensionen. Tjänstepensionen gör sålunda att individer med högre löner får pensioner som utgör en större andel av deras tidigare lön än vad den allmänna pensionen skulle ge.

Det svenska tjänstepensionssystemet är ganska invecklat med många variationer som har olika utformning. Dessutom har tjänstepensionen omförhandlats flera gånger under årens lopp, så därför beror arbetstagarens tjänstepension på bland annat ålder och typ av arbete. Tjänstepensionen är antingen förmånsbestämd, premiebestämd (även

5. Se Sveriges riksbank (2014). Även i Danmark, Norge och Finland har bankerna en omfattande marknadsfinansiering.

6. Se exempelvis Møller och Nielsen (2011) för en mer utförlig beskrivning av det svenska pensionssystemet.

7. För den allmänna pensionen är avsättningen 18,5 procent av det så kallade pensionsunderlaget. Pensionsunderlaget utgörs framför allt av arbetsinkomster och ersättningar från social- och arbetslöshetsförsäkringarna, upp till ett tak på 7,5 inkomstbasbelopp. Av pensionsavgiften går 16 procentenheter till inkomstpension och 2,5 procentenheter till premiepension. Det finns också en garantipension, som utgår till de pensionärer som haft låg eller ingen inkomst.

8. Om inget aktivt val görs av arbetstagaren placeras pengarna i AP7 Såfa.

9. I denna kommentar fokuseras på den delen av tjänstepensionen som är ålderspension. Det finns dock i de kollektivavtalade tjänstepensionerna ofta också inslag av ersättning vid sjukdom och dödsfall.

10. Alla arbetsgivare som tecknat kollektivavtal betalar in tjänstepension. Även arbetsgivare utan kollektivavtal kan ha motsvarande pensionsplaner för de anställda.

kallad avgiftsbestämd) eller en kombination av dessa. Förmånsbestämd pension ger en förutbestämd (garanterad) del av slutlönen i pension. Vid premiebestämd pension betalar arbetsgivaren kontinuerligt in en viss procent av lönen (premien), och vad arbetstagaren får ut i pension beror på inbetalningarna och den årliga avkastningen.<sup>11</sup> Sålunda bär arbetstagaren i högre grad riskerna vid premiebestämd pension än vid förmånsbestämd, där risken till stor del bärs av arbetsgivaren. Tjänstepensionen blir i allt mindre grad förmånsbestämd och i allt högre grad premiebestämd.

Tjänstepensionskapitalet förvaltas främst av pensions- och försäkringsbolag (inklusive pensionskassor), såsom Alecta, AMF, Folksam, Skandia, Kåpan och SPP.<sup>12</sup> Försäkrings- och pensionsbolagen placerar i olika finansiella tillgångar, i huvudsak aktier och obligationer, inklusive betydande summor i obligationer utgivna av de svenska bankerna. Dock flödar en del pengar av tjänstepensionen ut ur Sverige eftersom bolagen även placerar i tillgångar i utländsk valuta för att sprida riskerna.

## Det kollektiva pensionssparandet har betydelse för den enskilda individen

För att ge en uppfattning om betydelsen av det kollektiva pensionssparandet för en enskild individ visar vi här ett exempel på hur stora inbetalningarna till denna kan vara under ett år. I diagram 1 visas de månatliga inbetalningarna till premiepension och premiebestämd tjänstepension för tjänstemän födda 1979 eller senare.<sup>13</sup> En medelinkomsttagare med en inkomst före skatt på omkring 25 000 kronor i månaden under 2014 har en avsättning till sin tjänstepension på drygt 1 000 kronor per månad.<sup>14</sup> Dessutom tillkommer avsättningar till premiepension på 625 kronor per månad.

Vid högre inkomster stiger det belopp som betalas in till tjänstepension snabbare eftersom denna då ska kompensera för taket i den allmänna pensionen. Vid en månadslön på 50 000 kronor betalas under 2014 knappt 6 000 kronor per månad in till tjänstepension (se diagram 1). Om även premiepensionen inkluderas, så ökar beloppet med knappt 900 kronor per månad.<sup>15</sup> Om dessa inbetalningar görs över ett antal år kan de snabbt summera till förhållandevis stora belopp. Exempelvis, om inbetalningarna vid en initial månadslön på 50 000 kronor ökar med 2 procent årligen (på grund av löneökningar) och den årliga avkastningen är 3 procent så uppgår pensionskapitalet efter tio år till drygt 1,1 miljoner kronor.

För att få en mer konkret känsla för storleken på avsättningarna till kollektivt pensionssparande, så kan dessa till exempel jämföras med vad som krävs för att amortera av ett lån på 2 miljoner kronor. Ett lån av den storleken kan betalas av på 50 år genom månatliga amorteringar på drygt 3 300 kronor, utöver räntebetalningarna på skulden. Detta är alltså ungefär lika mycket som avsättningarna till tjänste- och premiepensionssystemen för ett hushåll med två medelinkomsttagare. Det kollektiva pensionssparandet kan alltså antas vara relativt stort för många hushåll, exempelvis i förhållande till hur mycket de amorterar på sina bostadslån.<sup>16</sup> Det är dock stora skillnader mellan arbetstagarna när det gäller hur mycket pensionskapital de har eftersom detta beror på inkomsten och antalet år av intjänad tjänstepension. För att avgöra hur det kollektiva pensionssparandet mer i detalj påverkar hushållens ekonomiska ställning och risker bör man därför helst studera påverkan på individnivå på liknande sätt som görs för hushållens skuldsättning i Winstrand och Ölcer (2014).

11. Avkastningen beror främst på utvecklingen på de finansiella marknaderna. Dock kan arbetstagaren ofta, när pensionen är premiebestämd, välja att placera i en produkt där pensions- och försäkringsbolagen utlovar en garanterad avkastning på det sparade kapitalet.

12. Vid förmånsbestämd pension antingen förvaltas de insatta beloppen av ett på förhand bestämt pensions- och försäkringsbolag, skuldförs i företags balansräkning eller sätts av till en pensionsstiftelse. Vid premiebestämd pension kan arbetstagaren välja mellan flera på förhand utvalda pensions- och försäkringsbolag.

13. Detta exempel utgår från de villkor som gäller för ITP 1. Premien i ITP 1 motsvarar 4,5 procent av bruttolönen upp till 7,5 inkomstbasbelopp. Om lönen överstiger 7,5 inkomstbasbelopp är premien för den överstigande delen 30 procent. Inkomstbasbeloppet är 56 900 kronor (per år) för inkomstår 2014, vilket innebär att för den del av månadslönen som överstiger 35 563 kronor så är premien 30 procent.

14. Den genomsnittliga förvärvsinkomsten för arbetstagare i åldern 20–64 år var 25 211 kronor per månad 2012 enligt SCB. Förutom löneinkomst ingår även inkomst från pension, sjukpenning och andra skattepliktiga ersättningar från försäkringskassan.

15. För inkomster upp till en månadsinkomst på 35 563 kronor är premien 2,5 procent av lönen. Inkomster över taket är inte premiepengsgrundande varför premien 2014 som mest uppgår till 889 kronor per månad.

16. I Winstrand och Ölcer (2014) motsvarar avbetalningarna av bolån bland svenska bolånetagare en genomsnittlig amorteringstid på 99 år.

## Hushållens kollektiva pensionskapital har växt i förhållande till andra tillgångar

För att få en uppfattning om hushållens samlade kollektiva pensionssparande använder vi statistik hämtad från SCB:s Sparbarometer.<sup>17</sup> Totalt sett har hushållens finansiella tillgångar ökat från knappt 2 000 miljarder kronor 1996 till 7 200 miljarder kronor 2013, se diagram 2.<sup>18</sup> Tjänstepensionskapitalet har samtidigt ökat från 320 miljarder kronor till 1 710 miljarder kronor. Dessutom har hushållens tillgångar i premiepensionssystemet under samma tidsperiod ökat från 20 miljarder kronor till 650 miljarder kronor. Det kollektiva pensionskapitalet 2013 uppgick således till nästan 2 400 miljarder kronor, vilket motsvarade runt två tredjedelar av Sveriges BNP. Sålunda är det kollektiva pensionssparandet betydelsefullt på en aggregerad nivå och dess betydelse för hushållen har ökat de senaste 20 åren.

Sedan mitten av 1990-talet fram till nu har aktier, fonder och obligationer utgjort ungefär en tredjedel av hushållens tillgångar. Under denna period har det kollektiva pensionssparandet gått om inlåningen i bank som andel av hushållens tillgångar.<sup>19</sup> Tjänstepensionen utgör i dagsläget omkring en fjärdedel av hushållens totala finansiella tillgångar, medan hushållens tillgångar inom premiepensionssystemet utgör nära 10 procent. Hushållens inlåning i bank som andel av de totala finansiella tillgångarna har sedan mitten av 90-talet legat runt 20 procent. Hushållens individuella försäkringssparande som andel av de totala finansiella tillgångarna har minskat något, till drygt 10 procent 2013. En möjlig bidragande orsak till att det individuella försäkringssparandet har minskat är att det har anpassats till att tillgångarna inom det kollektiva pensionssparandet har ökat under samma period.

## Det kollektiva pensionssparandet och de svenska bankernas marknadsfinansiering

Samtidigt som de svenska hushållen totalt sett har ökat sitt sparande har man även lånat allt mer. De svenska hushållens lån från svenska banker har ökat från 800 miljarder kronor 1996 till 2 900 miljarder kronor 2013, se diagram 3.<sup>20</sup> Under samma period har hushållens inlåning i bankerna ökat från knappt 500 miljarder kronor till runt 1 300 miljarder kronor.<sup>21</sup> Att inlåningen inte har ökat i samma takt som utlåningen till hushållen avspeglas i att de svenska bankernas marknadsfinansiering i form av obligationer och certifikat har ökat från drygt 1 000 miljarder kronor i slutet av 1990-talet till närmare 3 700 miljarder kronor 2013.<sup>22</sup>

Genom att jämföra bankernas inlåning från och utlåning till hushållen får man en uppskattning av bankernas finansieringsunderskott gentemot hushållssektorn. I diagram 4 utgörs den gula ytan av skillnaden mellan bankernas inlåning från hushållen och bankernas utlåning till hushållen (grön respektive gul linje i diagram 3). Det visar sig att detta underskott motsvarar ungefär uppbyggnaden av det kollektiva pensionssparandet. Detta är ett tecken på att det kollektiva pensionssparandet kan vara en delförklaring till bankernas finansieringsunderskott gentemot svenska hushåll och till bankernas ökade marknadsfinansiering. Marknadsfinansieringen har dock även drivits av andra faktorer, såsom mer sammanlänkade finansiella marknader och bankernas utökade verksamhet utomlands.<sup>23</sup>

17. I SCB:s Sparbarometer använder vi posten Kollektivt försäkringssparande, uppdelad på tjänstepension och premiepension, som vår uppskattning av det kollektiva pensionssparandets storlek. Dock är inte denna statistik fullständig. Exempelvis ingår inte förmånsbestämd tjänstepension från kommuner och landsting som inte har fonderats. Dessa uppgår till runt 400 miljarder kronor (SKL (2011)).

18. I denna kommentar tar vi inte hänsyn till hushållens reala tillgångar i form av småhus, fritidshus och bostadsrätter eller finansiella tillgångar och skulder för hushållens icke-vinstdrivande organisationer. SCB publicerar inte statistik över hushållens reala tillgångar, förutom hushållens innehav av bostadsrätter som definieras som en finansiell tillgång i Finansräkenskaperna. Enligt Sveriges riksbank (2013) var hushållens innehav av reala tillgångar 2011 något mindre än deras innehav av finansiella tillgångar.

19. I denna kommentar används begreppet "banker" synonymt med kreditinstitut, vilket inkluderar bostadsinstitut och andra kreditmarknadsföretag som utför liknande uppgifter som bankerna. Den statistik som redovisas för "banker" avser monetära finansinstitut (MFI).

20. Hushållen har också bland annat studie- och skatteskulder. Inräknas också dessa så uppgår de totala skulderna till 3300 miljarder kronor.

21. I diagram 3 visar den gröna linjen samma data över hushållens bankinlåning som den gröna stapeln i diagram 2. Den röda linjen i diagram 3 visar hushållens kollektiva pensionskapital som summan av tjänste- och premiepensioner (de röda och blå staplarna) i diagram 2.

22. Även förlagslån kan ses som marknadsfinansiering. Inkluderas även dessa ökar den totala marknadsfinansieringen med runt 140 miljarder kronor för 2013, majoriteten i utländsk valuta.

23. Se Sveriges riksbank (2014) för en mer utförlig diskussion om orsaker till svenska bankers omfattande marknadsfinansiering.

Det kollektiva pensionssparandet har alltså ökat i betydelse, samtidigt som hushållens inlåning i bank minskat relativt sett och bankernas marknadsfinansiering ökat. Detta illustreras schematiskt i diagram 5 där vi för samman de data som vi diskuterat ovan. Diagrammet visar hur några av de finansiella balanserna mellan fyra sektorer – hushåll, banker, pensions- och försäkringsbolag samt utlandet – har förändrats mellan 1996 och 2013. I diagrammet redovisar vi de olika ställningsvärdena i förhållande till hushållens disponibla inkomst respektive år. I förhållande till disponibel inkomst har hushållens kollektiva pensionskapital ökat från 36 procent 1996 till 125 procent 2013, det vill säga med 89 procentenheter.<sup>24</sup> Hushållens inlåning i bank har ökat från 46 procent av den disponibla inkomsten 1996 till 71 procent 2013. Samtidigt har hushållens lån från banksektorn ökat från 84 procent av den disponibla inkomsten till 154 procent.<sup>25</sup> Bankernas underskott mot hushållen (utlåning minus inlåning) har alltså ökat med 45 procentenheter.

Som också framgår av diagram 5 har pensions- och försäkringsbolagen och utländska investerare ökat sina placeringar i certifikat och obligationer utgivna av bankerna, vilket bidragit till att finansiera bankernas inlåningsunderskott.<sup>26</sup> Att utländska investerare har ökat beror också bland annat på att de svenska bankkoncernernas verksamhet i utlandet har vuxit, den ökade utlandsfinansieringen beror alltså inte enbart på inlåningsunderskottet från svenska hushåll.<sup>27</sup> Det ska även poängteras att diagram 5 inte ger en fullständig bild av alla flöden. Till exempel saknas hushållens och pensions- och försäkringsbolagens placeringar i fonder, som i sin tur investerar i värdepapper utgivna av de svenska bankerna och aktörer i utlandet.<sup>28</sup> Detta beror bland annat på begränsningar i statistiken över innehavare av svenska emitterade värdepapper.<sup>29</sup>

## Det kollektiva pensionssparandets påverkan på det finansiella systemet bör utredas närmare

I denna kommentar har vi velat lyfta fram den roll som det kollektiva pensionssparandet kan ha i det svenska finansiella systemet. Avsättningar inom tjänste- och premiepensionssystemen kan påverka både hushållens incitament att spara i andra former (genom att detta kapital ger ett skydd under pensionen) och deras möjligheter att göra det (genom att en andel av företagens lönekostnader inte betalas ut till hushållen).

Ett enkelt räkneexempel kan vara belysande. Sedan 1996 har hushållens tillgångar i form av kollektivt pensionssparande i förhållande till den disponibla inkomsten ökat med 89 procentenheter. Samtidigt har hushållens lån från banker ökat med 70 procentenheter. Skuldbördan skulle alltså ha kunnat vara avsevärt mindre om hushållen haft möjlighet att använda belopp motsvarande de kollektiva avsättningarna till pensionen – efter hänsyn till skattekonsekvenser – för att amortera mer eller betala en större del kontant vid bostadsköp i stället för att ta lån från bankerna.<sup>30</sup> Alternativt skulle bankernas marknadsfinansiering ha kunnat vara väsentligt mindre, om de kollektiva avsättningarna till hushållens pension hade gått till bankinlåning i stället för som nu till pensions- och försäkringsbolagen. Dock går det inte att säga hur arbets-

24. Utöver att öka det kollektiva pensionskapitalet har de svenska hushållen ökat sina tillgångar i form av individuellt försäkringssparande i förhållande till den disponibla inkomsten, från 33 procent 1996 till 45 procent 2013.

25. Den skuldkvot på 174 procent av disponibel inkomst som nämndes i inledningen inkluderar även bland annat hushållens studiestulder och hushållens icke-vinstdrivande organisationer. Se även Winstrand och Ölcer (2014) för en diskussion om olika skuldmått baserade på aggregerade data respektive på individdata.

26. Pensions- och försäkringsbolagen är också betydelsefulla ägare av aktier utgivna av banker. Exempelvis äger Folksam drygt 9 procent av aktierna i Swedbank. I diagram 5 har vi valt att urskilja flöden som är relaterade till bankernas marknadsfinansiering via certifikat och obligationer. Därför saknas till exempel pensions- och försäkringsbolagens innehav av aktier utgivna av banker och aktörer i utlandet.

27. En ytterligare anledning till att bankerna finansierar sig i utlandet är att bankerna vill bredda sin investeringsbas. En annan är att pensions- och försäkringsbolagen har ökat sina investeringar i tillgångar i utländsk valuta för att diversifiera sina investeringsportföljer. Se till exempel Hilander (2014) och Blåvarg (2013) för mer utförlig diskussion.

28. Inte heller hushållens placeringar i utlandet finns med i diagram 5. Dessutom ingår mer än tjänstepension i pensions- och försäkringsbolagen, såsom sakförsäkring, och för bankerna ingår inte filialer och dotterbolag utomlands.

29. Möjligheterna att skapa en databas för innehavare av svenska emitterade värdepapper är för närvarande under utredning på Riksbanken. På Riksbankens uppdrag publicerar SCB sedan 2013 månatlig statistik över alla emissioner av värdepapper som svensk offentlig och privat sektor har genomfört i Sverige och i utlandet.

30. Avsättningarna till kollektivt pensionssparande sker med obeskattade pengar medan pensionsutbetalningarna beskattas. Om arbetstagarna får högre lön i stället för avsättningar till kollektivt pensionssparande så skulle den disponibla inkomsten alltså ändras mindre än avsättningarna på grund av inkomstskatten.

tagarna hade agerat om de fritt fått förfoga över de belopp som nu avsatts inom det kollektiva pensionssparandet. De hade exempelvis i stället kunnat investera i aktier, fonder eller teckna privata pensionsförsäkringar.<sup>31</sup>

Den sammantagna bilden är att hushållens skulduppbyggnad finansieras indirekt inom Sverige genom ett sparande som till viss del tar omvägen via pensions- och försäkringsbolagen och omvärlden (vilket åskådliggörs i diagram 5). Detta är troligen också en delförklaring till att bankerna i hög utsträckning finansierar sig utomlands, men det behovet kommer också bland annat av deras verksamhet utomlands. Totalt sett ökar inte Sverige sin skuldbörda i förhållande till omvärlden i nettotermer, eftersom vi har ett överskott i bytesbalansen. Däremot påverkar pensionssystemet hur balansräkningarna ser ut i bruttotermer och även risktagandet för såväl hushåll som banker. Dessa har en helt annan finansiell situation än för tjugo år sedan och detta hänger troligtvis samman med, bland annat, utvecklingen av det kollektiva pensionssparandet.

Å ena sidan kan det kollektiva pensionssparandet ha bidragit till ett högt totalt nationellt sparande (som bland annat avspeglas i bytesbalansöverskottet). Pensionssystemet ger dessutom möjligheter att sprida risker inom kollektivet av arbetstagare. I dessa avseenden bidrar pensionssystemet till en mer robust samhällsekonomi. Å andra sidan kan det kollektiva pensionssparandet ha inneburit att hushållen sparat mindre i andra, mer likvida, tillgångar och dessutom ökat sin skuldsättning. Detta kan också medföra risker, och hur dessa ser ut beror också delvis på pensionssystemets utformning.

Storleken på och utformningen av det kollektiva pensionssparandet påverkar riskerna för individen på olika sätt. Det faktum att det förekommer ett omfattande pensionssparande minskar risken att man inte ska kunna försörja sig efter arbetslivets slut. Samtidigt har förändringarna i systemet, såsom övergången till allt mer premiebestämd tjänstepension, inneburit att de risker som oundvikligen finns, i högre grad bärs av arbetstagaren än av arbetsgivaren eller samhället. Om det kollektiva pensionssparandet lett till minskat privat sparande och ökad skuldsättning kan det också ha gjort hushållen mer känsliga för plötsliga inkomstbortfall och andra störningar som inträffar både före och efter pensionsåldern.

För det finansiella systemet som helhet har pensionssparandet också inneburit att Sverige gör långfristiga kapitalplaceringar utomlands samtidigt som svenska banker finansierar sig till stor del utomlands, varav en del är kortfristig. Pensionssystemet verkar således ha medfört minskade risker i vissa avseenden och ökade risker i andra. Det innebär inte att pensionssystemet är feltänkt, men sambanden mellan dessa storheter – det kollektiva pensionssparandet, hushållens skuldbörda och bankernas marknadsfinansiering – bör utredas närmare: Vilka är drivkrafterna bakom denna utveckling och vilka fördelar och nackdelar innebär den för individerna, den finansiella stabiliteten och samhället i stort?

31. Jansson (2014) visar att det historiskt, givet faktiska avkastningar på reala och finansiella tillgångar under perioden 1997–2012, var mer lönsamt för ett svenskt hushåll att spara i fonder än att amortera. Denna analys fångar dock inte hur tillgångspriser och övriga ekonomiska variabler skulle ha påverkats av en alternativ utformning av pensionssystemen.

## Referenser

S. Arnberg och M. Barslund (2014), [The crowding-out effect of mandatory labour market pension schemes on private savings: Evidence from renters in Denmark](#), CEPS Working Document, nr 390.

M. Blåvarg (2013), Det svenska banksystemets finansiering, Handelsbankens småskriftserie nr 29.

I. Hilander (2014), [Storbankernas kortfristiga upplåning i utländsk valuta och deras användning av den kortfristiga valutaswapmarknaden](#), Penning- och valutapolitik 1, Sveriges riksbank.

J. Isaksen, P. Kramp, L. Sørensen och S. Sørensen (2011), [Household balance sheets and debt – an international country study](#), Monetary Review, 4th Quarter, Part 2, Danmarks Nationalbank.

T. Jansson (2014), [PM 4 – Hushållens amorteringsbeslut, underlag till samverkansrådet för makrotillsyn](#), Sveriges riksbank.

M. Møller och N.C. Nielsen (2011), [Framtidens tjänstepensioner](#), SNS Förlag.

OECD (2013), [Pensions at a glance 2013](#).

K. Reiakvam och H. Solheim (2013), [Comparison of household debt relative to income across four Nordic countries](#), Norges Bank, Staff Memo, nr 5.

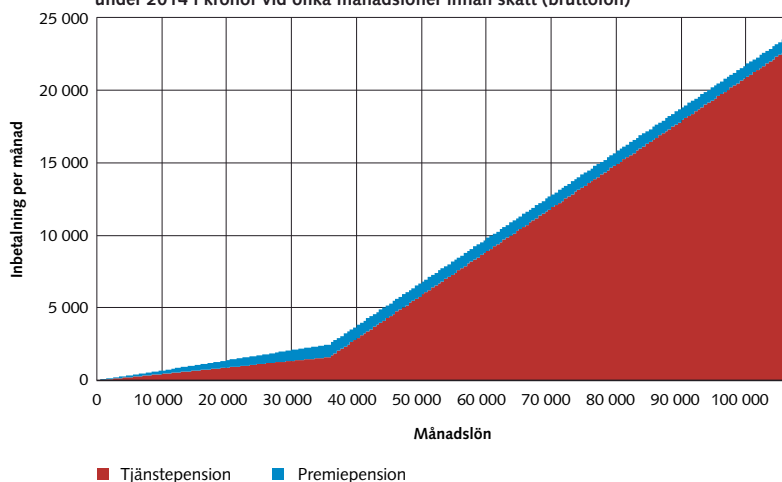
SKL (2011), [Enkätredovisning: Kommuners och landstings pensionsskuld](#), Sveriges kommuner och landsting.

Sveriges riksbank (2013), [Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen](#), fördjupningsruta i Penningpolitisk rapport februari 2013.

Sveriges riksbank (2014), [Från ax till limpa – den svenska bolånemarknaden och dess roll i det finansiella systemet](#).

J. Winstrand och D. Ölcer (2014), [Hur skuldsatta är de svenska hushållen?](#), Ekonomiska kommentarer nr 1, Sveriges riksbank.

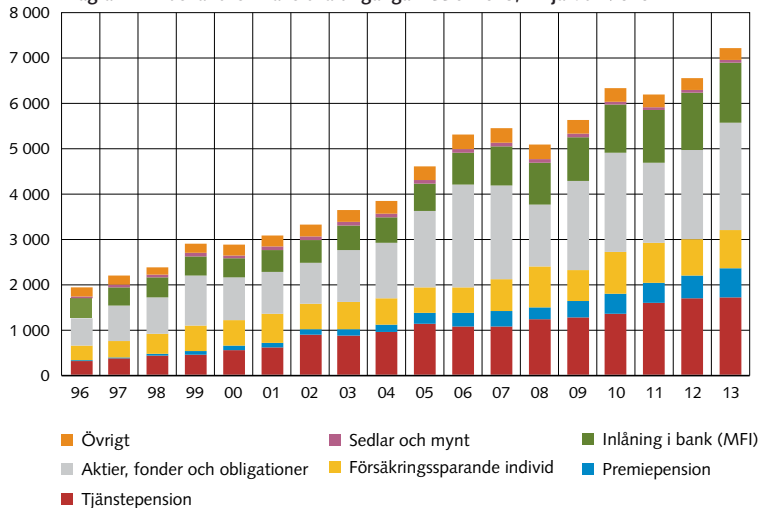
**Diagram 1. Månatlig inbetalning (premie) till tjänstepension (ITP 1) och premiepension under 2014 i kronor vid olika månadslöner innan skatt (bruttolön)**



Anm. Sjukpension och premiefrielseförsäkring är inte inkluderade i dessa siffror. Månadslönen avser alla pensionsgrundande inkomster.

Källa: Collectum och Sveriges riksbank

**Diagram 2. Hushållens finansiella tillgångar 1996–2013, miljarder kronor**

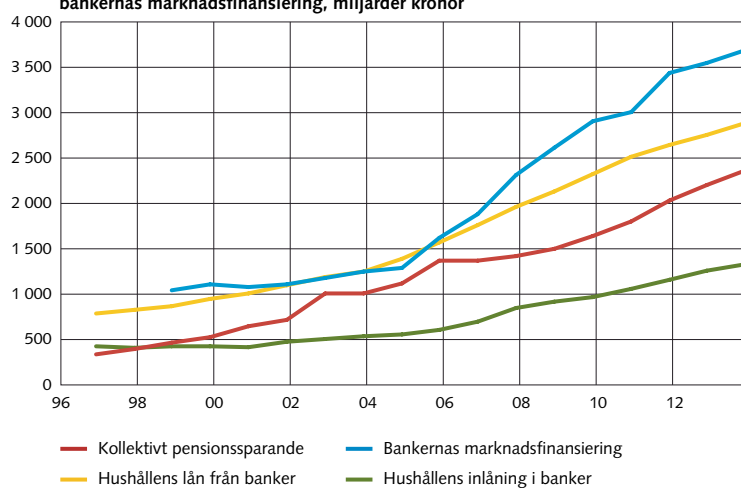


Anm. Exklusive bostadsrättsandelar och finansiella tillgångar för hushållens icke-vinstdrivande organisationer. Den statistik som redovisas för banker avser monetära finansinstitut (MFI).

Källa: SCB Sparbarometern



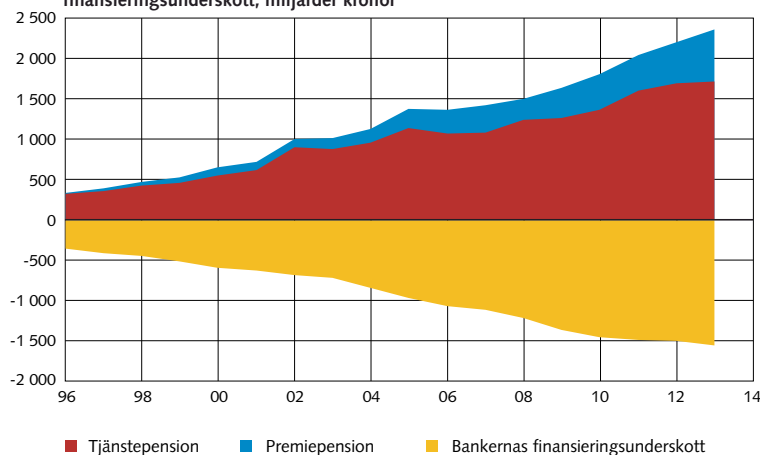
**Diagram 3. Hushållens kollektiva pensionskapital, inlåning i bank, lån från bank samt bankernas marknadsfinansiering, miljarder kronor**



Anm. Den statistik som redovisas för banker avser monetära finansinstitut (MFI). Bankernas marknadsfinansiering avser obligationer och certifikat. Bankernas dotterbolag registrerade utomlands ingår inte i dessa siffror.

Källor: SCB Sparbarometern och Finansräkenskaperna

**Diagram 4. Hushållens tjänstepensions- och premiepensionskapital samt bankernas finansieringsunderskott, miljarder kronor**

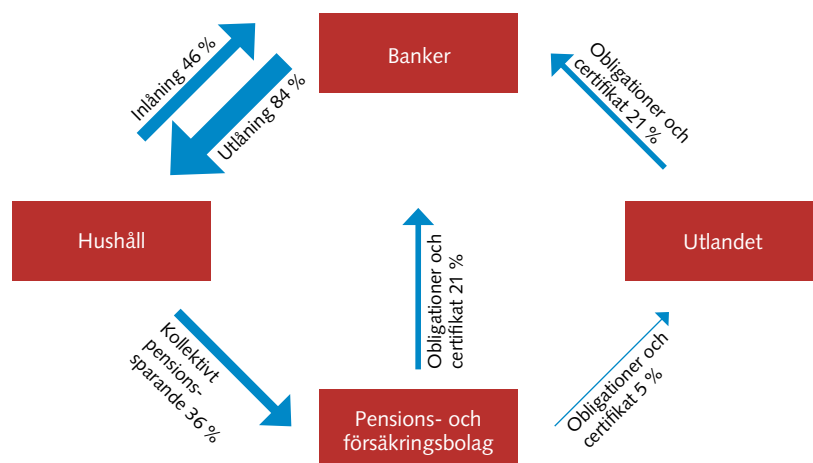


Anm. Bankernas finansieringsunderskott beräknas som inlåning från hushållen minus utlåning till hushållen. Den statistik som redovisas för banker avser monetära finansinstitut (MFI).

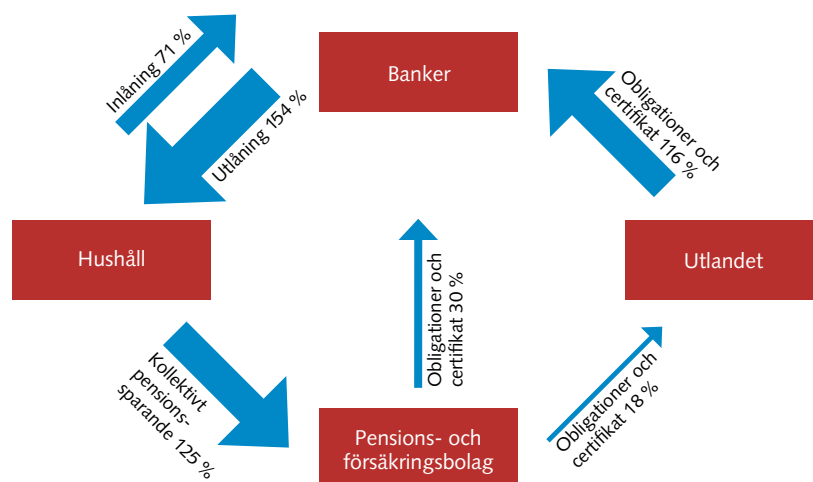
Källor: SCB Sparbarometern och Finansräkenskaperna samt Sveriges riksbank

Diagram 5. Översikt av vissa förhållanden inom det svenska finansiella systemet (tillgångar i förhållande till hushållens totala disponibla inkomst)

1996



2013



Anm. Riktningen på pilen avser åt vilket håll flödet går. Storleken på pilen åskådliggör storleken på tillgångsinnehavet och procentsatsen anger tillgångarna i förhållande till hushållens totala disponibla inkomst. I pensions- och försäkringsbolagen ingår inte bara tillgångar kopplade till pensionsystemen utan också till exempelvis sakförsäkring. För bankerna ingår inte filialer och dotterbolag utomlands. Den statistik som redovisas för banker avser monetära finansinstitut (MFI). Hushållssektorns disponibla inkomst 1996 uppgick till 993 miljarder kronor, 2013 uppgick den till 1 882 miljarder kronor.

Källor: SCB Sparbarometern och Finansräkenskaperna samt Sveriges riksbank