

Bör överskottsmålet ersättas av ett underskottsmål?

Önskemål om temporära utgiftsökningar, t ex för klimatinvesteringar, under kommande år kan motivera att överskottsmålet för offentlig sektors finansiella sparande ersätts med ett underskottsmål på 0,5 procent av BNP. På sikt kan det betyda en Maastrichtskuld på ca 50 procent av BNP. Det bör ge en rimlig säkerhetsmarginal till en skuldgräns där det uppstår offentligfinansiella hållbarhetsproblem. Ett operationellt mål för det strukturella sparandet bör sättas högre än målet för det finansiella sparandet över konjunkturcykeln.

Överskottsmålet för den offentliga sektorns finansiella sparande (skillnaden mellan intäkter och utgifter) är det centrala budgetmålet i Sverige. Det avser ett genomsnitt över konjunkturcykeln och är från 2019 1/3 procent av BNP. Finanspolitiken anses ligga i linje med målet om det strukturella sparandet (det finansiella sparandet rensat från konjunktur- och engångseffekter) inte tydligt avviker från målnivån. Överskottsmålet kompletteras av ett skuldankare för Maastrichtskulden på 35 procent av BNP. Till skillnad från överskottsmålet ses skuldankaret inte som ett operationellt mål som direkt ska styra politiken utan som ett riktmärke på medellång sikt.

Det har länge diskuterats om överskottsmålet är alltför ambitiöst. En orsak är att den offentliga skuldsättningen i Sverige minskat över tid och nu är internationellt sett mycket låg (figur 1) samtidigt som det finns många önskemål om både utgiftsökningar och skattesänkningar.

Översyner av målet för den offentliga sektorns finansiella sparande ska ske vart åttonde år, mot slutet av varannan mandatperiod för riksdagen. En parlamentarisk kommitté med detta uppdrag har nu tillsatts. Arbetet ska slutföras till senast november 2024.¹

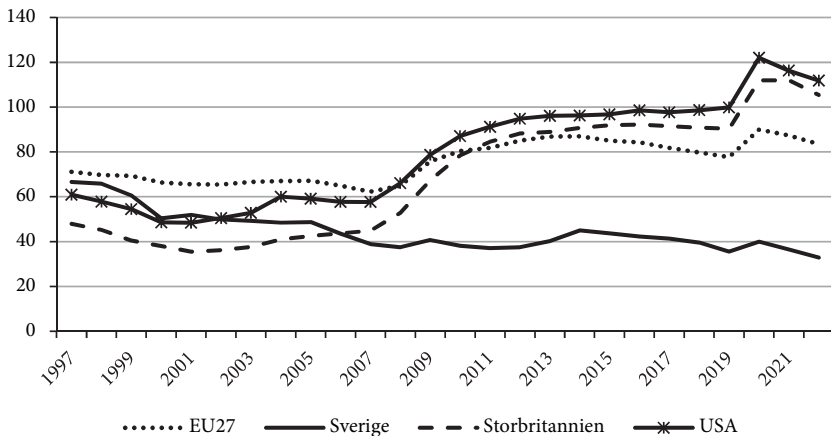
Denna artikel diskuterar aspekter som bör vägas in i en sådan översyn. Avsnitt 1 behandlar sambandet mellan finansiellt sparande, finansiell nettoförmögenhet och skuld i offentlig sektor. Avsnitt 2 analyserar vilka skuldnivåer som är förenliga med långsiktig hållbarhet, medan avsnitt 3 diskuterar skäl för lånefinansierade utgiftsökningar. Avsnitt 4 visar hur analysen påverkas av om statsskuldräntan är lägre än ekonomins tillväxttakt. Avsnitt 5 ägnas åt frågan hur budgetreglerna bör behandla pensionssystemet och avsnitt 6 diskuterar om fokuseringen på nettoutgifternas förändring i den pågående revideringen av EU:s budgetregler bör påverka det svenska budgetramverket. Avsnitt 7 sammanfattar.

LARS CALMFORS

är professor emeritus vid IIES, Stockholms universitet, och forskare vid IFN. Han har senast skrivit en bilaga om det finanspolitiska ramverket till Långtidsutredningen. Denna artikel är en vidareutveckling av bilagan. Lars.calmfors@iies.su.se

¹ Regeringen (2023).

Figur 1
Offentlig sektors
konsoliderade brut-
toskuld (Maastricht-
skuld), procent av
BNP



Källa: ECB.

1. Finansiellt sparande, finansiell nettoförmögenhet och skuld

Ett överskottsmål har gällt sedan 1999. Trots att det tillkom för att minska den offentliga sektorns skuldsättning och förbättra den finansiella förmögenhetsställningen, ställdes inte några långsiktiga mål upp för dessa variabler. Ett skuldankare infördes först från 2019.

Eftersom det finansiella sparandet är en central bestämningsfaktor för finansiell nettoförmögenhet och skuld är det en lämplig utgångspunkt att analysera hur dessa samband ser ut. Fördjupning 1 visar att ett konstant finansiellt sparande som andel av BNP i offentlig sektor innebär att dess finansiella nettoförmögenhet, också som en andel av BNP, på sikt konvergerar mot ett konstant värde givet att även nominell BNP-tillväxt, värdestegring på sektorns icke räntebärande tillgångar och dess andel av BNP är konstanta. Approximativt gäller på lång sikt:

$$\text{Finansiell nettoförmögenhet} = (\text{Finansiellt sparande} / \text{Nominell BNP-tillväxt}) + (\text{Värdestegring} / \text{Nominell BNP-tillväxt}) \times \text{Icke räntebärande tillgångar},$$

där variablerna mäts som andelar av BNP.²

Den finansiella nettoförmögenheten är lika med Icke räntebärande tillgångar + Räntebärande tillgångar – Bruttoskuld. Om även räntebärande tillgångar är konstanta som andel av BNP, kan sambandet ovan därför skrivas om till:

$$\text{Bruttoskuld} = \text{Räntebärande finansiella tillgångar} + ((1 - \text{Värdestegring} / \text{Nominell BNP-tillväxt}) \times \text{Icke räntebärande finansiella tillgångar}) - (\text{Finansiellt sparande} / \text{Nominell BNP-tillväxt}),$$

där variablerna återigen mäts som andelar av BNP.

² Icke räntebärande tillgångar är i huvudsak aktier som ger utdelning men också över tid stiger i värde.

Fördjupning 1. Med konstant finansiellt sparande konvergerar finansiell nettoförmögenhet och bruttoskuld mot konstanta värden

Förändringen i offentlig sektors finansiella nettoförmögenhet ges av sektorns finansiella sparande plus värdeförändringen för icke räntebärande tillgångar:

$$A_t - A_{t-1} = F_t + vS_{t-1},$$

där A är finansiell nettoförmögenhet, F finansiellt sparande och S icke räntebärande tillgångar (alla i kronor) samt v relativ värdestegring på icke räntebärande tillgångar. Om både vänster- och högerled divideras med Y_t , där Y är nominell BNP, och vi utnyttjar att $Y_t = (1 + \gamma)Y_{t-1}$, där γ är nominell BNP:s (konstanta) tillväxttakt, fås:

$$\frac{A_t}{Y_t} - \frac{A_{t-1}}{(1 + \gamma)Y_{t-1}} = \frac{F_t}{Y_t} + \frac{vS_{t-1}}{(1 + \gamma)Y_{t-1}}.$$

Om a är finansiell nettoförmögenhet som andel av BNP, f finansiellt sparande som andel av BNP och s icke räntebärande tillgångar som andel av BNP, kan ekvationen skrivas om till:

$$a_t - a_{t-1} = f_t + \frac{vS_{t-1}}{(1 + \gamma)} - \frac{\gamma a_{t-1}}{(1 + \gamma)}. \quad (1)$$

Om f och s är konstanta och dessutom tillväxttakten, γ , positiv, konvergerar den finansiella nettoförmögenheten som andel av BNP till ett stabilt värde vilket fås om vi sätter $a = a_t = a_{t-1}$:

$$a = \frac{(1 + \gamma)f}{\gamma} + \frac{vS}{\gamma}. \quad (2)$$

Det gäller att $a = s + h - b$, där i tillägg till tidigare symboler h är räntebärande tillgångar och b bruttoskuld som andelar av BNP. Därför konvergerar även bruttoskulden som andel av BNP mot ett stabilt värde

$$b = h + s \left(1 - \frac{v}{\gamma}\right) - \frac{(1 + \gamma)f}{\gamma},$$

om även h är konstant.

Finanspolitiska regler världen över innehåller ofta stadganden om skuldsättning men nästan aldrig om finansiell nettoförmögenhet. Ett skäl är att vissa finansiella tillgångar kan vara så integrerade med offentlig sektors verksamhet att det är svårt att tänka sig avyttringar av dem, ett annat att tillgångar kan ha ett osäkert värde i en kris.

Vid utgången av 2022 uppgick offentlig sektors finansiella nettoförmögenhet till 28,7 och Maastrichtskulden till 32,8 procent av BNP.

Tabell 1
Finansiell nettoför-
mogenhet och Maas-
trichtskuld på lång sikt
vid olika finansiellt
sparande, procent av
BNP

Finansiellt sparande	Finansiell netto- förmögenhet	Total konsoliderad bruttoskuld	Maastrichtskuld
0,33	33,1	49,6	28,4
0	24,1	58,6	37,4
-0,5	10,4	72,3	51,1
-1	-3,2	85,4	64,2

Anm: I beräkningarna har de exakta ekvationerna i fördjupning 1 använts. Maastrichtskulden har beräknats genom att subtrahera skillnaden mellan total konsoliderad bruttoskuld enligt Konjunkturinstitutet och Maastrichtskuld vid utgången av 2022 på 21,2 procent från den totala bruttoskulden i kolumn 3.

Källa: Egna beräkningar.

Tabell 1 redovisar vilken finansiell nettoförmögenhet och Maastrichtskuld som sektorn på sikt konvergerar mot med olika antaganden om det finansiella sparandet. Såväl räntebärande som icke räntebärande finansiella tillgångar antas förbli på samma nivåer som i slutet av år 2022: 25,5 respektive 57,2 procent av BNP.³ Jag gör vidare liknande antaganden om nominell BNP-tillväxt, 3,8 procent, och värdestegring på icke räntebärande tillgångar, 1,6 procent, som Konjunkturinstitutet (2023). I beräkningarna av Maastrichtskulden har hänsyn tagits till att den inte innefattar alla skulder.⁴

Ett finansiellt sparande enligt nuvarande överskottsmål ger enligt tabellen en långsiktig Maastrichtskuld klart under dagens skuldankare på 35 procent av BNP. Dagens överskottsmål och skuldankare förefaller alltså inte konsistenta med varandra. Med ett balansmål konvergerar skulden enligt beräkningarna i stället till ett värde något över ankaret. Ett underskott på 0,5 procent av BNP ger en Maastrichtskuld på lång sikt på ca 50 procent av BNP. Slutsatserna ligger i linje med dem i Konjunkturinstitutet (2023).⁵

2. Säkra skuldnivåer

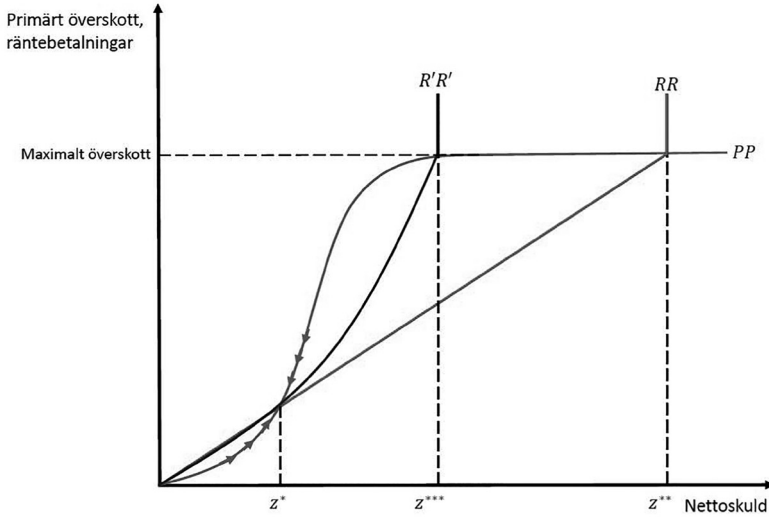
En bedömning av lämplig nivå för offentlig sektors skuld i ett normalläge måste beakta risken för att det i en kris sker en så stor ökning av skulden att den blir omöjlig att stabilisera därför att ränteutgifterna blir för höga. Detta kan analyseras utifrån följande approximativa samband:

$$\text{Förändring av nettoskuld} = (\text{Ränta} - \text{BNP:s tillväxttakt}) \times \text{Nettoskuld} - \text{Primärt finansiellt sparande} - (\text{Värdestegring} \times \text{Icke räntebärande finansiella tillgångar}),$$

³ Liksom bruttoskulden avser siffrorna den konsoliderade offentliga sektorn, dvs interna fordringar och skulder inom sektorn har avräknats mot varandra. Uppskattningarna baserar sig på finansräkenskaper och har gjorts av Konjunkturinstitutet.

⁴ Pensionsskuld och förbetalda inkomster och obetalade utgifter ingår inte i Maastrichtskulden.

⁵ Enligt Konjunkturinstitutets kalkyler blir dock både den finansiella nettoförmögenheten och Maastrichtskulden något lägre än i min beräkning.



Figur 2
Primärt sparande,
räntebetalningar och
skuldgräns

Källa: Egen illustration.

där nettoskuld, primärt (finansiellt) sparande och icke räntebärande finansiella tillgångar återigen mäts som andelar av BNP. Primärt sparande är inkomster minus utgifter exklusive kapitalinkomster och ränteutgifter. Sambandet förklaras i fördjupning 2.

Om det finns en nettoskuld och räntan överstiger BNP:s tillväxttakt, måste det primära sparandet vara tillräckligt stort om en fortsatt ökning av nettoskulden (som andel av BNP) ska förhindras. Vanligen tänker man sig att finanspolitiken reagerar på en växande skuld genom att öka det primära sparandet.⁶ Detta illustreras av kurvan *PP* i figur 2 (ritad under antagandet att det inte sker någon värdestegring på icke räntebärande tillgångar). Den räta linjen *RR* visar de tillväxtjusterade räntebetalningarna, (ränta – tillväxttakt) × nettoskuld, under förutsättning att ränte-tillväxtdifferensen är konstant. Givet att det primära finansiella sparandet – som i figuren – reagerar tillräckligt när skulden ökar, konvergerar nettoskulden mot z^* .

Men det är också troligt att ju högre det primära sparandet är, desto svårare blir det att öka det ytterligare, eftersom det krävs alltmer smärtsamma utgiftsminskningar eller skattehöjningar: därför *PP*-kurvans *S*-form. Det finns sannolikt ett maximalt primärt sparandeöverskott som kan uppnås. Om skulden skulle öka över z^{**} , kan en fortsatt skuldökning inte hejdas: Räntebetalningarna skulle då alltid överstiga det primära sparandet. Skuldökningen skulle gå allt fortare i takt med att skulden blir större: en snöbollseffekt. I själva verket utgör z^{**} en *skuldgräns* som inte kan passeras utan att staten blir insolvent, eftersom ingen långgivare lånar ut till en låntagare som behöver lån till räntebetalningar.

⁶ Skattade regressionskvationer som går tillbaka till Bohn (1998) ger empiriskt stöd för detta.

Fördjupning 2. Skuldgränsmatematik

Ekvation 1 för den finansiella nettoförmögenhetens förändring i fördjupning 1 kan skrivas om till:

$$a_t - a_{t-1} = f_t + \frac{vs_{t-1}}{(1+\gamma)} - \frac{\gamma a_{t-1}}{(1+\gamma)} = p_t + \frac{vs_{t-1}}{(1+\gamma)} + \frac{(i-\gamma)a_{t-1}}{1+\gamma}, \quad (3)$$

där p är det primära sparandet som andel av BNP och i räntan (som antas vara densamma på finansiella tillgångar och skuld och dessutom lika med utdelningen på icke räntebärande finansiella tillgångar) om vi utnyttjar att

$$f_t = \frac{F_t}{Y_t} = \frac{P_t}{Y_t} + \frac{iA_{t-1}}{Y_t} = \frac{P_t}{Y_t} + \frac{iA_{t-1}}{(1+\gamma)Y_{t-1}} = p_t + \frac{ia_{t-1}}{1+\gamma}, \quad (4)$$

där i tillägg till tidigare symboler P är det primära sparandet i kronor. Om nettoskulden betecknas $z = -a$, blir ekvation (3):

$$z_t - z_{t-1} = -p_t + \frac{(i-\gamma)z_{t-1}}{1+\gamma} - \frac{vs_{t-1}}{1+\gamma}.$$

Med ett maximalt primärt finansiellt sparande, p^{max} , utgör då

$$z^{**} = \frac{(1+\gamma)p^{max}}{i-\gamma} + \frac{vs}{i-\gamma} \quad (5)$$

en skuldgräns, som om den passeras, innebär att nettoskulden alltid måste öka, dvs $z_t - z_{t-1} > 0$, ifall $i > \gamma$.

Detta slags analys har använts för att utvärdera skuldrisker.⁷ Men utan vidare förfining kan den motivera orealistiskt hög skuldsättning. Anta t ex en ränte-tillväxtdifferens på en procentenhet och ett maximalt primärt finansiellt sparande på två procent av BNP. Den senare siffran kan utifrån tidigare svenska och utländska erfarenheter antas vara i underkant.⁸ Då blir nettoskuldgården ändå så hög som 207,6 procent av BNP om vi för säker-

⁷ Ostry m fl (2010) och Ghosh m fl (2013) är två tidiga referenser. Se också Debrun m fl (2019) och Blanchard m fl (2021).

⁸ Det primära sparandet i Sverige 1997–2001 efter 1990-talskrisen uppgick enligt IMF Fiscal Monitor (2023) till 3,3 och enligt Konjunkturinstitutet till 2,2 procent av BNP i genomsnitt per år. Några exempel på stora genomsnittliga årliga primära överskott under längre perioder är Belgien 4 procent (1990–2008), Danmark 3,2 procent (1995–2008), Finland 3,5 procent (1997–2008), Irland 3,7 procent (1990–2007), Italien 2,7 procent (1992–2008) och Sverige 2,5 procent (1997–2008). Efter eurokrisen hade Cypern (2014–18), Grekland (2015–19) och Portugal (2016–19) primära genomsnittliga överskott på 2,3, 3,1 respektive 2,1 procent av BNP. I Sverige uppgick det primära strukturella sparandet till –0,5 procent av BNP i genomsnitt per år 2015–19 och till –0,3 procent av BNP 2022. De primära strukturella underskotten var större under pandemin 2020–21.

	Gräns netto- skuld	Gräns total bruttoskuld	Gräns Maast- richt-skuld	Säker Maast- richtskuld
$i^0 - \gamma = 0,01,$ $\alpha = 0,02$	79,9	162,6	141,4	91,4
$i^0 - \gamma = 0,01,$ $\alpha = 0,04$	74,8	157,5	122,1	72,1
$i^0 - \gamma = 0,01,$ $\alpha = 0,08$	46,0	128,7	107,5	57,5
$i^0 - \gamma = 0,01,$ $\alpha = 0,10$	40,8	123,5	102,3	52,3
$i^0 - \gamma = 0,005,$ $\alpha = 0,02$	102,6	185,3	164,1	114,1
$i^0 - \gamma = 0,005,$ $\alpha = 0,04$	66,1	148,8	127,6	77,6
$i^0 - \gamma = 0,005,$ $\alpha = 0,08$	47,9	130,6	109,4	59,4
$i^0 - \gamma = 0,005,$ $\alpha = 0,10$	43,1	125,8	103,9	53,9

Tabell 2
Beräkningar av skuldgränser och skuldmål som ger betryggande säkerhetsmarginaler under olika antaganden, procent av BNP

Anm: I beräkningarna har ekvation (5) i fördjupning 2 kombinerats med antagandet att $i = i^0 + \alpha z$ där i är räntan, i^0 räntan vid nettoskulden 0, z nettoskulden och α räntans känslighet för förändringar i nettoskulden 0. γ är BNP:s tillväxttakt. Värdena för α har valts utifrån en översikt av estimat i Mian m fl (2022).

Källa: Egna beräkningar.

hets skull antar att det inte är någon värdestegring på icke räntebärande tillgångar.⁹

En mer realistisk analys tar hänsyn till att ränte-tillväxtdifferensen kan antas bli högre ju större skulden är. Därför bör räntebetalkningskurvan i figur 2 i stället se ut som $R'R'$. Det ger en lägre skuldgräns z^{***} . Tabell 2 ger exempel på beräkningar av en sådan skuldgräns under olika rimligt försiktiga antaganden. I samtliga fall är nominell BNP-tillväxt 3,8 procent och maximalt primärt sparande 2 procent av BNP. Det antas ingen värdestegring på finansiella tillgångar. Ränte-tillväxtdifferensen är 1 eller 0,5 procent enheter vid nettoskulden noll och stiger sedan med mellan 0,02 och 0,10 procentenheter för varje procentenhets ökning av nettoskuldkvoten.

Kolumn 2 visar gränsen för nettoskulden. Den omvandlas i kolumn 3 till en gräns för den totala bruttoskulden genom ett antagande om att de finansiella tillgångarna utgör samma andel av BNP som 2022 (82,7 procent). I kolumn 4 beräknas motsvarande Maastrichtskuld genom att anta att den liksom 2022 är 21,2 procentenheter lägre än den totala bruttoskulden. Slutligen redovisar kolumn 5 den Maastrichtskuld som skulle ge en säkerhets-

⁹ Beräkningen har gjorts med det exakta sambandet i fördjupning 2 och med antagandet att BNP:s tillväxttakt är 3,8 procent.

marginal på 50 procent av BNP – för att hantera en svår ekonomisk kris – till skuldgränsen.¹⁰ I alla beräkningarna hamnar den säkra Maastricht-skulden mer än 15 procentenheter över det nuvarande skuldankaret, ibland mycket över.

I en värld med osäkerhet och där förväntningar kan bli självuppfyllande går det egentligen inte att beräkna någon deterministisk skuldgräns som i tabellen. De exakta antagandena där kan förstås också ifrågasättas. Min slutsats blir ändå att en höjning av skuldankaret till 45–50 procent av BNP borde vara förenad med små risker.

3. Underskottsfinansiering och skatteutjämning

Även om en höjning av skuldankaret med 10–15 procent av BNP inte skulle bryta mot någon *hållbarhetsrestriktion*, följer inte att en sådan förändring behöver vara önskvärd. Om så är fallet eller inte beror på hur man värderar skillnader i den offentliga sektorns primära sparande mellan i dag och i framtiden.

En minskning av det finansiella sparandet innebär en lika stor omedelbar minskning av det primära sparandet. Men ett permanent lägre finansiellt sparande innebär en långsiktigt mindre finansiell nettoförmögenhet och därmed ett lägre kapitalinkomstnetto. Detta motverkar på lång sikt den minskning av det primära sparandet som ett lägre finansiellt sparande annars skulle ge. Nettoeffekten beror på relationen mellan ränta och tillväxttakt (se fördjupning 3). Om räntan är högre än tillväxttakten, blir den långsiktiga minskningen av kapitalinkomstnettot så stor att det primära sparandet på lång sikt måste öka trots att det finansiella sparandet sänkts. Det betyder utgiftsneddragningar eller skattehöjningar. Tabell 3 illustrerar sambandet.

Är det önskvärt att byta ett lägre primärt sparande på kort sikt mot ett högre sådant sparande på lång sikt? En aspekt avser samhällsekonomisk effektivitet. Om den samhällsekonomiska kostnaden av beskattning växer mer än proportionellt med (marginal)skattesatserna, vilket brukar antas,

¹⁰ Vilken säkerhetsmarginal som bör eftersträvas beror på hur låg sannolikhet för en skenande statsskuld som man vill uppnå. Skuldökningen under den svenska 1990-talskrisen var drygt 30 procent av BNP. Om man ser på alla perioder av skuldökningar i nuvarande EU-länder och Storbritannien 1999–2022 var genomsnittet 13,0, standardavvikelsen 16,7 och medianen 8,0 procent av BNP. I endast fem procent av fallen var skuldökningen större: Storbritannien (2001–15) 53, Portugal (2007–14) 60, Cypern (2007–14) 63, Spanien (2007–14) 69, Grekland (2007–11) 72 och Irland (2006–13) 97 procent av BNP. Medianen för statsskuldens ökning under finanskriser i ett antal avancerade ekonomier sedan början av 1990-talet var drygt 30 procent av BNP enligt Andersson och Jonung (2016). De förordade en säkerhetsmarginal på 75 procent av BNP motsvarande skuldökningarna i Irland och Island 2008–12. Det finns flera skäl att välja en betydligt lägre marginal för Sverige i dag: stora offentliga finansiella tillgångar (82,7 procent av BNP 2022) varav åtminstone en del borde kunna avyttras i en akut kris, striktare finansiell tillsyn och större kapitalbuffertar i bankerna än tidigare, som borde minska risken för svåra finanskriser, samt större beredskap för att hantera sådana (regler om att aktieägare och långgivare i första hand ska stå för kostnaderna vid bankfallissemang och, ifall det inte räcker, uppbyggda buffertfonder).

Ränte-tillväxt-differens	Förändring av primärt finansiellt sparande på kort sikt	Förändring av kapitalinkomstnetto på lång sikt	Förändring av primärt finansiellt sparande på lång sikt
1	-1	-1,26	0,26
0,5	-1	-1,13	0,13
0	-1	-1	0
-0,5	-1	-0,87	-0,13
-1	-1	-0,74	-0,26

Tabell 3

Förändring i primärt sparande i procent av BNP på lång sikt när finansiellt sparande sänks med en procent av BNP

Anm: Den nominella BNP-tillväxten har antagits vara 3,8 procent. I samtliga fall minskar den finansiella nettoförmögenheten med 27,3 procent av BNP.

Källa: Egna beräkningar.

är det effektivt med ett jämnt skatteuttag över tid, *tax smoothing*, i stället för högre skattesatser vissa perioder och lägre andra (Barro 1979). Tillfälliga utgiftsökningar bör därför inte finansieras genom temporärt höjda skatter. De senare bör höjas permanent men endast med vad som krävs för att de offentliga finanserna ska vara långsiktigt hållbara. Tillfälliga utgiftsökningar motiverar därför finansiering genom lån (lägre finansiell nettoförmögenhet). Det finns argument för att sådana tillfälliga utgiftsökningar är motiverade under kommande år. Den kanske främsta anledningen är kravet på stora klimatinvesteringar (inklusive i energisystem) för att snabbt minska koldioxidutsläppen. Andra skäl kan vara behov av investeringar i eftersatt infrastruktur (t ex vägar och järnvägar samt kommunala VA-system) och rättsväsendet (kriminalvårdsanstalter). Det kan också behövas en investeringspuckel i försvaret för snabb materielanskaffning. Vi kan vidare vilja ge stora tillfälliga stöd till Ukraina såväl under pågående krig som för senare återuppbyggnad.

4. Negativ ränte-tillväxtdifferens

Analysen ovan förutsatte att statsskuldräntan överstiger tillväxten. Detta har emellertid inte varit fallet under senare år. Forskningen har också visat att sådana negativa ränte-tillväxtdifferenser varit vanliga under de senaste två seklerna. Enligt Mauro och Zhou (2021) var den genomsnittliga differensen i avancerade ekonomier -1,3 procentenheter 1800–2018. Det är en öppen fråga om den framtida räntan långsiktigt kommer att vara lägre än tillväxten. En försiktig bedömning är att det finns en icke obetydlig sannolikhet för detta.¹¹ I så fall ställs traditionella slutsatser om de offentliga finanserna på huvudet. Med en negativ ränte-tillväxtdifferens försvinner målkonflikten mellan lägre primärt sparande på kort och på lång sikt. Som framgår av tabell 3 och fördjupning 3 innebär ett lägre finansiellt sparande då att det primära sparandet sjunker inte bara kort- utan också långsiktigt:

¹¹ Se t ex Blanchard (2023), Lundvall (2023) och Mossfeldt (2023).

Fördjupning 3. Sambandet mellan finansiellt sparande och primärt sparande på lång sikt

Från ekvation (4) i fördjupning 2 fås följande uttryck för det primära sparandet på lång sikt:

$$p = f - \frac{ia}{1 + \gamma}. \quad (6)$$

Om ekvation (6) kombineras med ekvation (2) för den finansiella nettoförmögenheten, a , i fördjupning 1 gäller:

$$p = \frac{(\gamma - i)f}{\gamma} - \frac{ivs}{\gamma(1 + \gamma)}.$$

Det följer att

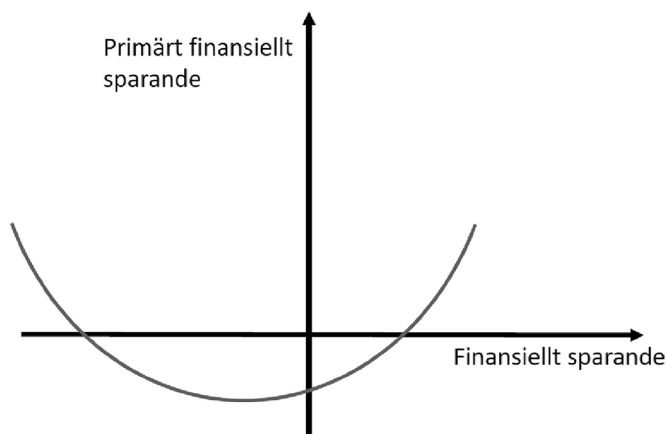
$$\frac{dp}{df} = -\frac{i - \gamma}{\gamma}.$$

I vilken riktning det primära sparandet påverkas när det finansiella sparandet ändras beror alltså på ränte-tillväxtdifferensens tecken.

Minskningen av kapitalinkomstnettot till följd av lägre finansiell nettoförmögenhet är mindre än sänkningen av det finansiella sparandet. Det finns alltså en ”gratislunch”.

Diskussionen ovan är emellertid alltför enkel eftersom den utgår från en exogen ränte-tillväxtdifferens. Ett rimligare antagande är återigen att räntan, och därmed ränte-tillväxtdifferensen, beror på skuldens storlek. Då räcker det inte längre att tillväxten överstiger räntan för att ett lägre finansiellt sparande ska minska det primära sparandet på lång sikt. Hänsyn måste inte bara tas till att ränteutgifterna ökar när ränta utgår på en större skuld utan också till att en större skuld betyder en högre ränta. Då ser sambandet mellan finansiellt sparande och primärt sparande på lång sikt ut som i figur 3 (Mian m fl 2022; Calmfors 2023). När det finansiella sparandet sjunker från en hög nivå – som betyder en låg skuld – faller först det långsiktiga primära sparandet. Men minskningen går allt långsammare i takt med att räntan stiger för att till slut vändas i en uppgång. Det finns alltså en nivå på det finansiella sparandet som minimerar det primära sparandet på lång sikt. Calmfors (2023) visar att ett sådant minimum i Sverige kan tänkas nås vid ett svagt negativt finansiellt sparande.

Det vore oförsiktigt att grunda överväganden om de budgetpolitiska målen på ett antagande om en framtida negativ ränte-tillväxtdifferens. Men det är rimligt att väga in att det finns en viss sannolikhet för detta.



Figur 3
Sambandet mellan finansiellt sparande och primärt finansiellt sparande på lång sikt när ränte-tillväxt-differensen beror på skuldnivån

Källa: Egen illustration.

5. Ålderspensionssystemet och de offentligfinansiella målen

En tidigare diskuterad fråga är om saldomålet för den offentliga sektorn bör inkludera ålderspensionssystemet eller inte. Så är fallet i dag. Argumentet för att exkludera pensionssystemet är att det utformats autonomt för att vara finansiellt hållbart (se t ex Överskottsmålskommittén 2016). Om det uppstår sådana underskott att pensionsutbetalningarna på sikt kommer att överstiga inbetalningarna och tillgångarna, slår den s k bromsen till och pensionerna anpassas. Ett sparandeunderskott i ålderspensionssystemet ska således vara självreglerande. Då finns inget skäl att kompensera underskott i pensionssystemet med överskott i stat och kommuner.

På motsvarande sätt bör inte överskott i pensionssystemet tolkas som att stat och kommunsektor har ett utrymme för minskat finansiellt sparande. Detta gäller under förutsättning att överskott i pensionssystemet inte används för att förbättra statens och kommunernas finansiella ställning. Det finns visserligen inte några formella hinder för detta, men det är mindre troligt eftersom tillgångarna i pensionssystemet brukar ses som örönmärkta för pensioner. I så fall kan man anta att tillgångarna så småningom kommer att användas till höjda pensioner. Det finns inte några regler om en sådan *gas* vid överskott men t ex Konjunkturinstitutet (2023) räknar med att ackumulerade överskott i pensionssystemet ska ge höjda pensioner framöver.

Ett argument för att ett mål för det finansiella sparandet även ska omfatta pensionssystemet är att staten i slutändan ansvarar även för pensionerna (Överskottsmålskommittén 2016). Det talar emot att pensionssystemet bör ses som helt autonomt. Underskott som hotar att minska pensionerna riskerar enligt detta synsätt att skapa ett tryck på staten att tillföra extra medel. Alternativt kan i ett sådant läge beslut om skattesänkningar för pensionärer komma att tas.

Ett förslag har varit att behålla ett saldomål för hela den offentliga sektorn men att vid översyner variera detta utifrån förändringar i det förväntade finansiella sparandet i pensionssystemet.¹² Sådana variationer i ett saldomål för hela den offentliga sektorn kunde eventuellt göras asymmetriskt. Större överskott i ålderspensionssystemet vid ett givet finansiellt sparande i den offentliga sektorn som hehet skulle då leda till höjningar av saldomålet (eftersom överskotten antas medföra framtida pensionshöjningar) och därmed till krav på större överskott (mindre underskott) i stat och kommunsektor. Däremot skulle underskott i pensionssystemet inte motivera sänkningar av saldomålet för hela den offentliga sektorn eller bara göra det till viss del (eftersom staten då på ett eller annat sätt kan komma att tillföra medel i framtiden).

6. Regel för nettoutgifter, strukturellt sparande eller finansiellt sparande över konjunkturcykeln

EU:s finanspolitiska regler, som även Sverige omfattas av, håller på att revideras. Det viktigaste budgetmålet i stabilitetspaktens förebyggande del var tidigare det s k medelfristiga målet, ett mål för det strukturella finansiella sparandet. År 2011 kompletterades det med en *nettoutgiftsregel*. Enligt den ska primära strukturella offentliga nettoutgifter (utgifter exklusive konjunkturberoende utgifter för arbetslöshet och för räntor minus skatter) inte öka snabbare än potentiell BNP om det strukturella sparandet sammanfaller med det medelfristiga målet. Om det strukturella saldot understiger detta mål ska nettoutgifterna öka långsammare än potentiell BNP (European Commission 2019).

I framtiden kommer man bara att behålla en nettoutgiftsregel där relationen mellan nettoutgifternas och potentiell BNP:s tillväxttakt ska bestämmas av landspecifika mål för den offentliga skuldutvecklingen (European Commission 2023). Detta har motiverats med att det är lättare att bedöma den potentiella tillväxten än BNP-gapet (vilket behövs för att uppskatta det strukturella sparandet). Andra argument har varit att en regering har direkt kontroll över nettoutgifterna och att det skulle vara lättare att kommunicera en regel för dem än en för det strukturella sparandet.¹³

De förändringar av EU-reglerna som är på gång aktualiserar frågan om även det svenska ramverket borde fokusera på en nettoutgiftsregel. Enligt min mening bör det inte ske. Skälet är att det vi i grunden är intresserade av är skuld- och förmögenhetsförändringarna. Som visades i avsnitt 1 är de länkade till det finansiella sparandets *nivå*. Skillnaden mellan nettoutgifternas ökningstakt och BNP:s tillväxttakt är i stället relaterad till det primära finansiella sparandets *förändring* (se fördjupning 4). Följaktligen går det inte att formulera ett mål för nettoutgifternas ökningstakt som ska ge en önskad skuld- och förmögenhetsutveckling utan att också ha ett – åtmins-

¹² Se t ex Konjunkturinstitutet (2015), Finanspolitiska rådet (2015) och Calmfors m fl (2022).

¹³ Se t ex European Fiscal Board (2019).

Fördjupning 4. Nettoutgiftsregeln och det primära sparandet

Det primära strukturella finansiella sparandet som andel av potentiell BNP, p^* , är:

$$p^* = \frac{T^*}{Y^*} - \frac{G^*}{Y^*},$$

där T^* är primära strukturella skatteintäkter, G^* primära strukturella utgifter och Y^* potentiell BNP (variablerna mäts realt). Differentiering och utveckling ger:

$$dp^* = \frac{T^*}{Y^*} \left(\frac{dT^*}{T^*} - \frac{dY^*}{Y^*} \right) - \frac{G^*}{Y^*} \left(\frac{dG^*}{G^*} - \frac{dY^*}{Y^*} \right).$$

Om skatteintäkterna är proportionella mot BNP, så att $T^* = tY^*$, där t är skattekvoten, gäller $dT^* = t dY^* + Y^* dt$ och därför:

$$dp^* = dt - g \left(\frac{dG^*}{G^*} - \frac{dY^*}{Y^*} \right),$$

där $g = G^*/Y^*$. Förändringen av det primära strukturella sparandet som andel av potentiell BNP är alltså lika med förändringen av skattekvoten minus de offentliga utgifternas andel av BNP multiplicerad med skillnaden i ökningstakt mellan de primära strukturella utgifterna och potentiell BNP. Det primära strukturella sparandet som andel av BNP är oförändrat om de primära strukturella offentliga utgifterna ökar i samma takt som potentiell BNP och skattekvoten hålls oförändrad. Det primära strukturella sparandet ökar (minskar) om de primära strukturella utgifterna växer långsammare (snabbare) än potentiell BNP vid en oförändrad skattekvot.

tone implicit – mål för det finansiella sparandets nivå. Det är därför svårt att se någon fördel med att formulera det operationella budgetmålet i termer av nettoutgifternas förändring. Följden skulle bli mindre transparens för budgetmålen.

Det budgetpolitiska målet bör således även fortsättningsvis avse det finansiella sparandets nivå. Vi behöver visserligen rapportera till EU hur nettoutgifterna utvecklas i förhållande till potentiell BNP men EU-mål för detta kommer att uppnås om vi uppfyller rimligt satta nationella mål för det finansiella sparandets nivå.

Ett implicit antagande bakom dagens budgetramverk är att det faktiska finansiella sparandet över tid sammanfaller med det strukturella sparandet. Men så har inte varit fallet. Åren 2003–22 uppgick det prognosticerade strukturella sparandet i budgetpropositionerna (som lämnas till riksdagen

hösten före det år som prognosen avser) till i genomsnitt 0,7 procent av BNP, medan det faktiska finansiella sparandet var i genomsnitt 0,2 procent av BNP.¹⁴ Det finns två skäl till att man även fortsättningsvis bör vänta sig ett lägre faktiskt än strukturellt finansiellt sparande. Det ena är att lågkonjunkturer tenderar att vara längre och kraftigare än högkonjunkturer, det andra att det kan behövas större finanspolitiska stimulanser i lågkonjunkturer än åtstramningar i högkonjunkturer därför att penningpolitiken i dåliga tider kan hämmas av en nedre ränterestriktion. Därför bör det operationella målet för det strukturella sparandet sättas högre än det mål för det faktiska finansiella sparandet som eftersträvas.

7. Slutsatser

Med oförändrad omfattning på den offentliga sektorns finansiella tillgångar innebär ett finansiellt sparande på 1/3 procent av BNP att Maastrikskulden på sikt sannolikt hamnar under den nedre toleransgränsen för skuldankaret på 30 procent av BNP. Ett underskott på 0,5 procent av BNP kan antas ge en långsiktig skuld på ca 50 procent av BNP. Det bör ge en rimlig säkerhetsmarginal till en skuldgräns där det uppstår offentligfinansiella hållbarhetsproblem.

Ett lägre finansiellt sparande än dagens överskottsmål betyder att ett lägre primärt sparande på kort sikt byts mot ett högre på lång sikt om statskuldräntan överstiger BNP:s tillväxttakt. Det kan vara motiverat utifrån önskemål om stora temporära utgiftsökningar under kommande år, inte minst för klimatinvesteringar, eftersom det ligger ett värde i att inte tillfälligt behöva höja skatteuttaget. En viss sannolikhet för att räntan på sikt kan understiga tillväxttakten bör också vägas in. I det fallet kan det primära sparandet minskas på både kort och lång sikt.

Det strukturella sparandet tenderar över konjunkturcykeln att vara högre än det faktiska finansiella sparandet. Därför bör ett operationellt mål för det strukturella sparandet vara mer ambitiöst än det faktiska finansiella sparande som eftersträvas.

REFERENSER

- Andersson, F N G och L Jonung (2016), "Hur stor är en rimlig statsskuld för Sverige?", *Ekonomisk Debatt*, årg 44, nr 4, s 82–87.
- Barro, R (1979), "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy*, vol 87, s 940–971.
- Blanchard, O, Á Leandro och J Zettelmeyer (2021), "Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards", PIIE Working Paper 21–1.
- Blanchard, O (2023), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, MIT Press, Cambridge MA.
- Bohn, H (1998), "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits", *Quarterly Journal of Economics*, vol 113, s 949–963.
- Calmfors, L (2023), *Nytt ramverk för finanspolitiken*, Bilaga 7 till Långtidsutredningen, Finansdepartementet, Stockholm.
- Calmfors, L, J Hassler och A Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, ESO-rapport 2022:3.
- Debrun, X, J Ostry, T Willems och C Wyplosz (2019), "Public Debt Sustainability", i Abbas,

¹⁴ Det genomsnittliga strukturella sparandet uppskattades i efterhand till 0,9 procent av BNP.

- A, K Rogoff och A Pienkowski (red), *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, Oxford University Press, Oxford.
- European Commission (2019), *Vade Mecum on the Stability & Growth Pact*, Institutional Paper 101.
- European Commission (2023), *A Proposal for Replacing Regulation (EC) No 1466/97 on the Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies*, 26 april 2023.
- European Fiscal Board (2019), *Assessment of EU Fiscal Rules with a Focus on the Six and Two-pack Legislation*, Bryssel.
- Finanspolitiska rådet (2015), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Ghosh, A R, J I Kim, E G Mendoza, J D Ostry och M S Qureshi (2013), "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies", *Economic Journal*, vol 123, s F4–F30.
- Konjunkturinstitutet (2015), *Konsekvenser av att införa ett balansmål för finansiellt sparande i offentlig sektor*, Specialstudie 45, Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2023), *Offentligfinansiella scenarier med olika ränta och sparandemål*, Underlagsrapport till Långtidsutredningen Fi2023/00304, Stockholm.
- Lundvall, H (2023), *Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan*, Bilaga 2 till Långtidsutredningen, Finansdepartementet, Stockholm.
- Mauro, P och J Zhou (2021), "r – g", *IMF Economic Review*, 69/1.
- Mian, A R, L Straub och A Sufi (2022), "A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits", NBER Working Paper 29707.
- Mossfeldt, M (2023), *Ränte-tillväxtdifferensen – utveckling och drivkrafter*, Bilaga 3 till Långtidsutredningen, Finansdepartementet, Stockholm.
- Ostry, J D, A R Ghosh, J I Kim och M S Qureshi (2010), "Fiscal Space", IMF Staff Position Note, SPN/10/11.
- Regeringen (2023), "Översyn av nivån på målet för den offentliga sektorns finansiella sparande", Dir. 2023:162, 30 november 2023.
- Överskottsmålskommittén (2016), *En översyn av överskottsmålet*, SOU 2016:67.