

Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
Thomas Olofsson
103 33 STOCKHOLM

Förfrågan om översyn av de regler som styr myndigheters placering hos Riksgäldskontoret

Sammanfattning

Riksgäldskontoret föreslår i denna skrivelse att en översyn skall göras av de regler som styr myndigheters placering av medel i konton hos Riksgäldskontoret. Bakgrunden är att ett system som byggts upp för att hantera myndigheters kassaöverskott i några fall kommit att användas för omfattande tillgångsförvaltning av medel som ligger utanför statsbudgeten. De principer för räntesättning som tillämpas i kontosystemet är utformade på ett sådant sätt att statens reella räntekostnader kan komma att drivas upp. Detta gäller särskilt vid aktiv förvaltning av stora portföljer.

Kontorets preliminära bedömning är att en lösning som innebär att placeringar i dessa fall bör göras direkt i värdepapper, dvs. enligt en modell inspirerad av Kammarkollegiets fondförvaltning, vore mer ändamålsenlig. Riksgäldskontoret föreslår därför att en utredning tillsätts med målet att analysera principerna för myndigheters tillgångsförvaltning och, om så bedöms lämpligt, komma med förslag till konkreta förändringar av berörda lagar och förordningar. Utredningen bör även innehålla en konsekvensanalys för motsvarande problematik avseende myndigheters finansiering hos Riksgäldskontoret. Riksgäldskontoret är berett att leda och/eller delta i en sådan utredning.

1 Bakgrund

Premiepensionsmyndigheten har uttryckt önskemål om att kunna placera vissa medel (delar av det belopp som ligger i botten av de in- och utflöden som uppstår till följd av att premiepensionsmedel inbetalas löpande men utbetalas för extern förvaltning bara en gång per år) till real avkastning hos Riksgäldskontoret. Riksgäldskontoret ställer sig i grunden positivt till att Premiepensionsmyndigheten och andra myndigheter har möjlighet att

placera långsiktigt kapital till real avkastning. För viss typ av aktiv eller långsiktig kapitalförvaltning finns dock starka skäl som talar mot att så skall ske via konton hos Riksgäldskontoret. Premiepensionsmyndighetens begäran aktualiserar således en översyn av regelverket.

I avvaktan på en utredning i frågan har Riksgäldskontoret och Premiepensionsmyndigheten för avsikt att undersöka möjligheterna till kontobaserade reala placeringar hos Riksgäldskontoret. En långsiktig lösning där Premiepensionsmyndighetens önskemål om förvaltning skall kunna tillgodoses kräver emellertid en ändring av de lagar som styr dessa placeringar.

2 Tillgångsförvaltning i Riksgäldskontoret

Enligt de lagar och förordningar som styr myndigheters placering av medel gäller att i princip all placering skall ske i konton hos Riksgäldskontoret. Kontoret anser att denna princip i grunden är riktig. Den gör det möjligt att centralisera de statliga betalningsflödena och på så sätt åstadkomma en god kassahållning inom koncernen staten.

I vissa fall bör det emellertid finnas utrymme för undantag. Ett sådant fall är när myndigheten har så stora och/eller aktiva placeringar att det blir fråga om *tillgångsförvaltning* snarare än hantering av mer eller mindre tillfälliga överskott av anslagsmedel. För närvarande är det tre myndigheter som har omfattande långsiktiga placeringar hos Riksgäldskontoret, nämligen Insättningsgarantinämnden, Kärnavfallsfonden och Premiepensionsmyndigheten. De skiljer sig från övriga myndigheter också i så måtto att medlen samlats in i särskild ordning och är avsatta för särskilda ändamål, vid sidan av statsbudgeten. Förvaltningen har således stora likheter med Kammarkollegiets fondverksamhet, som sker helt utanför Riksgäldskontorets kontosystem.

Riksgäldskontorets internbanksverksamhet styrs av direktiv som anger att myndigheterna skall erbjudas placeringsmöjligheter till så goda villkor som möjligt utan att myndigheternas verksamheter subventioneras. Det betyder att räntorna skall vara *marknadsmässiga* och motsvara de villkor som kontoret möter för sin egen externa upplåning. Riksgäldskontorets kontosystem är således uppbyggt för att hantera internprissättning inom staten. För detta ändamål är approximationer av rådande marknadsräntor tillfyllest. Syftet är bl.a. att ge myndigheterna incitament att hantera den egna kassan effektivt och det handlar typiskt sett om små behållningar.

När det gäller de tre tillgångsförvaltande myndigheterna finns emellertid ytterligare aspekter som bör beaktas. En är att dessa myndigheter hanterar stora belopp. Även mindre avvikelser från marknadsmässiga räntor kan därför ge betydande effekter. Detta blir än mer betydelsefullt om myndigheten (eller av denna utsedda externa förvaltare) har ambitioner att förbättra avkastningen genom aktivt positionstagande och utvärdering av denna aktivitet sker med riktmärken vars avkastning beräknas från reella marknadsräntor. Myndigheten får då incitament att ständigt följa kontorets räntesättning och göra omplaceringar som bygger på avvikelser i förhållande till de räntor som ingår i utvärderingen.

Kontoret hämtar räntenoteringar från de skärmräntor som återförsäljare av statspapper i marknaden för reala eller nominella obligationer löpande anger för att på bästa sätt avspegla de räntor som Riksgäldskontoret skulle möta. Flera approximationer uppstår dock när räntor härleds på detta sätt.

För det första är de observerbara räntorna på marknaden indikativa. Det är således inte givet att det skulle vara möjligt att faktiskt köpa eller sälja obligationer till de angivna räntorna.

För det andra är det inte självklart att Riksgäldskontoret skulle vara villigt att emittera stora belopp till de räntor som vid var tidpunkt noteras i andrahandsmarknaden. Om Riksgäldskontoret uppfattar någon obligation som felprissatt, väljer kontoret som en del av sitt uppdrag att minimera kostnaderna för statsskuldsvärdningen att i sina auktioner emittera andra lån. I ett kontosystem där räntorna hämtas från andrahandsmarknaden kan placerarna systematiskt välja att placera i de lån som är minst förmånliga för Riksgäldskontoret.

För det tredje avser skärmräntorna små belopp i förhållande till de placeringar som är aktuella i tillgångsförvaltning. För att räntorna skall kunna uppfattas som i egentlig bemärkelse marknadsmässiga bör det finnas ett samband mellan de volymer som myndigheterna önskar placera och räntesättningen på dessa placeringar. En order om, säg, en miljard kronor kan inte läggas i marknaden utan att prisbilden påverkas. Detta gäller särskilt för realobligationer, men vid tillräckligt stora volymer kan det samma sägas gälla även för nominella obligationer. Denna marknadsmekanism fångas inte när räntorna härleds från en extern källa. Detta kan vid aktiv förvaltning göra det lockande att göra stora omplaceringar även vid små ränterörelser, vilka vid en förvaltning i en reell värdepappersmarknad aldrig skulle framstå som lönsamma.

För det fjärde innebär den mer statiska ränteuppdatering som en kontohantering normalt är förknippad med relativt en kontinuerlig marknadshandel en risk att felaktiga räntevillkor erbjuds, i synnerhet vid turbulens i obligationsmarknaderna. Det senare skulle i princip kunna motverkas genom utveckling av det systemstöd som används för räntesättningen i internbanken, men de tre förstnämnda approximationerna är svåra att komma undan.

En viktig principiell skillnad gentemot övriga myndigheters placeringar är också att eventuell meravkastning när det gäller de tre tillgångsförvaltande myndigheterna kan sägas tillfalla aktörer utanför staten. Alla tre är visserligen myndigheter, men de hanterar medel som samlats upp utanför statsbudgeten och som – direkt eller indirekt – kan sägas tillhöra andra än staten. Beträffande Premiepensionsmyndigheten är det premiepensionstagarna som skulle gynnas (eller missgynnas) av en icke marknadsmässig räntesättning genom högre (eller lägre) långsiktig utbetalning av premiepensionsmedel. I fallet med Insättningsgarantinämnden berörs de institut som tar emot garanterade insättningar, i första hand bankerna, eftersom det är dessa som skall fylla på fonden efter ett försäkringsfall. Ju högre/lägre avkastning som nämnden fått fram till dess, desto mindre/större blir det hål som skall fyllas igen av

avgifter. När det gäller Kärnavfallsfonden är det på motsvarande sätt kärnkraftsindustrin som berörs via ändrade avgifter.

Det är således i dessa fall inte fråga om internprissättning. Eventuella avvikelser från marknadsmässig räntesättning är därmed inte ett internt fördelningsproblem mellan olika delar av staten avseende mindre belopp.

3 Reala placeringar i Riksgäldskontoret

En stor del av de placeringar som avses rör eller skulle komma att röra konton med real avkastning, där räntan härleds från marknaden för realobligationer. Kärnavfallsfonden har sedan flera år reala placeringar som är kontobaserade versioner av existerande realobligationer. Därvid har en schablonmässig justering gjorts av räntesättningen för att ta hänsyn till att Kärnavfallsfonden gör stora placeringar som i den reguljära marknaden vore räntepåverkande. Beslutet att ge Kärnavfallsfonden rätt att placera realt hos Riksgäldskontoret baserades också på uppfattningen att likviditeten och omsättningen i realobligationsmarknaden skulle öka så att prissättning och hantering blev relativt enkel och mer jämförbar med traditionella obligationer. Realobligationsmarknaden har emellertid kommit att bli en mäklarmarknad där relativt små belopp omsätts vid sporadiska köp- och säljintressen. Skälet till detta står till stor del att finna i det faktum att realobligationer är, och sannolikt kommer att förbli, en tillgång där investeringsbesluten är mer långsiktiga. Kärnavfallsfonden har en långsiktig placeringsinriktning och aktivt positionstagande har inte förekommit. Därmed har frågorna om precisionen i räntesättningen inte haft samma aktualitet.

Premiepensionsmyndigheten och Insättningsgarantinämnden har i olika sammanhang förhört sig om möjligheterna att göra reala placeringar och samtidigt gett uttryck för ambitioner att eventuellt hantera dessa mer aktivt än Kärnavfallsfonden gjort. Svarigheterna att hitta rättvisande priser som diskuterats ovan är därmed än mer påtagliga i realobligationsmarknaden, dvs. sannolikheten att det skall vara möjligt att omsätta stora belopp till de skärmnoteringar som finns att tillgå är liten. Likaså har prissättningen på realobligationer periodvis varit så ofördelaktig för staten att Riksgäldskontoret helt avstått från att emittera.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det inte möjligt att förena kravet på att kontorets räntesättning skall vara marknadsmässig och inte ge upphov till subventioner med nuvarande kontobaserade förvaltningslösning för nämnda myndigheter.

4 Slutsatser

Riksgäldskontorets kontosystem för hantering av myndigheters kassaöverskott har i några fall kommit att användas för tillgångsförvaltning. Av skäl som redovisats ovan är denna lösning förknippad med flera nackdelar, som bl.a. gör att statens räntebetalningar riskerar att bli högre än nödvändigt.

Som kontoret noterade inledningsvis har den tillgångsförvaltning som bedrivs, eller önskar bedrivs, av Insättningsgarantinämnden,

Kärnavfallsfonden och Premiepensionsmyndigheten stora likheter med den fondförvaltning som Kammarkollegiet svarar för. Där görs placeringarna på de reguljära värdepappersmarknaderna och därmed till per definition marknadsmässiga villkor. Enligt Riksgäldskontorets uppfattning bör det därför utredas om principen om förvaltning utanför Riksgäldskontoret skall tillämpas även för andra myndigheter som förvaltar medel som samlats upp utanför statsbudgeten och där avkastningen inte går tillbaka till staten. Om denna analys pekar på att en sådan förändring bör göras, bör även förslag till lösning på praktiska frågor kring överflyttning av innehav samt nödvändiga regeländringar tas fram.

Riksgäldskontoret föreslår därför att en utredning tillsätts med uppgift att granska dessa frågor. Utredningen bör även innehålla en konsekvensanalys för motsvarande problematik avseende myndigheters *finansiering* hos Riksgäldskontoret. Riksgäldskontoret är berett att leda och/eller delta i en sådan utredning.

Det bör noteras att en överflyttning av medel från konton i Riksgäldskontoret till innehav i marknadsnoterade obligationer innebär att den redovisade statsskulden ökar med det belopp som placeringen omfattar. Dock påverkas inte vare sig den konsoliderade bruttoskulden enligt EU:s definition eller det finansiella sparandet, så länge placeringar uteslutande görs i statspapper. Följaktligen är effekten på statsskulden i allt väsentligt kosmetisk.

Förslaget innebär att de tillgångsförvaltande myndigheterna blir deltagare i den reella obligationsmarknaden. Detta innebär att de också bidrar till marknadens funktion och utveckling. Särskilt vad gäller marknaden för realobligationer är detta till gagn för såväl staten i egenskap av emittent som för investerare genom en ökad likviditet.

I detta ärende har riksgäldsdirektör Thomas Franzén beslutat, efter föredragning av avdelningschef Pär Nygren. I beslutet har även chefekonom Lars Hörngren och avdelningschef Erik Thedéen deltagit.

Thomas Franzén

Pär Nygren