



Regeringskansliet
Finansdepartement
103 33 Stockholm

Principer för fördelning av AP-fondens tillgångar (Delbetänkande av Utredningen om fördelning av AP-fondens tillgångar, SOU 2000:71)

1. Inledning

Regeringen har gett en särskild utredare i uppgift att lämna förslag till hur överföringen från AP-fonden till Riksgäldskontoret om 155 miljarder kr som tidigare beslutats skall vara sammansatt. Förslaget skall inlämnas senast den 31 oktober. Detta remissvar berör delbetänkandet till den utredningen.

Riksgäldskontoret koncentrerar detta remissvar på de frågor som rör överföringen av stats- och bostadsobligationer från nuvarande AP-fonder till Riksgäldskontoret.

2. Utredningens förutsättningar

Som konstateras i betänkandet har tiden för utredningen varit knapp och de fakta som den haft att utgå från varit osäkra. Ingen av fondstyrelserna har exempelvis redovisat någon långsiktig portföljstrategi. Det innebär att de förslag till inleverans som redovisas i utredningen baseras på relativt preliminära antaganden om hur en sammanlagd framtida portfölj kan tänkas se ut.

De olika fondernas portföljval skall analyseras inom respektive fond. Dessa analyser skall sedan ligga till grund för ett förslag om tillgångsallokering för 2001. Först när fonderna fastställt sina respektive portföljstrategier går det med säkerhet att säga vilken långsiktig andel av exempelvis realobligationer som de olika fonderna skall sträva efter. De önskemål som framläggs av AP-fonderna i ett särskilt yttrande till utredningens delbetänkande är således baserade på preliminära antaganden, något som bör vägas in då förslagen ställs mot andra hänsyn. Det är också värt att notera att fonderna i sitt särskilda yttrande inte anför någon motivering eller analys som stöd för den inleveransen. Med tanke på den korta tid som stått till buds är en sådan analys inte heller möjlig att begära.

Följden blir emellertid att fondernas förslag till inleverans snarast bör ses som en grov inriktning.

3. Formerna för regeringens beslut

Kontoret delar utredarens bedömning att det är viktigt att skyndsamt få till stånd ett regeringsbeslut om principerna för överföringen till Riksgäldskontoret. Detta leder dels till att fördelningen av återstående medel mellan fonderna underlättas, dels till att negativa marknadsreaktioner till följd av ryktesspridning undviks.

Konsekvensen av en skyndsam hantering blir att beslutsunderlaget för överföringen blir något bristfällig, eftersom fondernas framtida portföljval inte finns redovisade. Detta riskerar att medföra att fonderna ”för säkerhets skull” väljer att leverera in en större del av mindre likvida tillgångar i syfte att ha stor flexibilitet då fonderna startas den 1 januari 2001. Det är viktigt att detta inte sker i en sådan utsträckning att andra hänsyn, exempelvis statsskuldspolitiska, inte tillräckligt beaktas.

Sammantaget delar dock Riksgäldskontoret utredarens bedömning att ett skyndsamt beslut om överföringens sammansättning är att föredra.

4. Effekter på nuvarande AP-fonder

Ett särskilt problem som Riksgäldskontoret anser bör beaktas vid regeringens beslut är effekter på nuvarande AP-fonders förvaltningsresultat. De nya fonderna ska föreslå en inleverans som möjliggör en effektiv portföljhantering i det nya systemet. De gamla fonderna bör sträva efter att effekterna av omstruktureringen inte påverkar förvaltningsresultatet negativt. En rimlig utgångspunkt vid beslut om överföring bör vara att beakta såväl eventuella effekter på årets förvaltningsresultat som behovet av en ny portföljstruktur inför nästa år.

Ett exempel på avvägning mellan förvaltningen i nuvarande system och behov i det nya är effekterna av en alltför stor inleverans av bostadsobligationer. Detta skulle kunna leda till att räntorna på dessa papper stiger, eftersom marknaden då kan antas få farhågor kring möjligheten för bostadsinstituten att under relativt kort tid finna nya långgivare. Fondernas förvaltningsresultat (och då främst nuvarande 1-3 AP-fonden) för innevarande år skulle drabbas negativt av en sådan marknadsreaktion, eftersom de i nuläget innehar betydande belopp bostadsobligationer. Således bör deras incitament vara att motverka en inleverans som riskerar att medföra stigande räntor på bostadsobligationer. Å andra sidan kan de nya fonderna vilja leverera in en stor andel bostadsobligationer, som är mindre likvida, för att åstadkomma handlingsutrymme då fonderna inleder sin förvaltning 2001.

Riksgäldskontoret menar att eventuella följder på årets förvaltningsresultat för nu existerande AP-fonder bör beaktas vid beslut om överföringen. Detta är ett uttryck för det breda angreppssätt som enligt kontoret bör präglade ett beslutet om inleverans av stats- och bostadsobligationer. I det särskilda yttrande som de nya fonderna lämnat in beaktas *enbart* det framtida systemets behov inför starten nästa år. Riksgäldskontoret menar att en rimlig utgångspunkt är att inte lämna årets förvaltningsresultat därhän; därtill är beloppen alltför betydande. Därför bör en viss försiktighet präglade regeringens förslag; alltför stora inleveranser av exempelvis bostadsobligationer kan få negativa effekter på marknaden för dessa värdepapper och bör undvikas.

5. Förslaget

Det framlagda förslaget är översiktligt. Det innefattar enbart belopp och typ av värdepapper. Frågor rörande löptidsfördelning på inleveransen och värdering lämnas till senare. Det är i och för sig en rimlig utgångspunkt; ett beslut om fördelning av inleverans måste börja utifrån ett övergripande perspektiv. Men det är i sammanhanget viktigt att erinra om att från Riksgäldskontorets horisont är frågor rörande vilka lån och vilka volymer som levereras viktiga. Det innebär att även om den principiella delen av överföringen är avgjord, så återstår alltså viktiga delar att besluta om. Riksgäldskontoret vill i detta sammanhang föreslå en ordning som ger utredningsmannen möjlighet att besluta i frågor rörande exempelvis exakt sammansättningen av inleveransen och värderingsprinciper för denna. Därmed skulle regeringens beslut röra övergripande principer, medan utredningsmannen fick avgöra mer tekniska frågor inom dessa riktlinjer.

Riksgäldskontoret menar att utredningens förslag till inleverans är väl avvägt. Utredningen förslår en något mindre inleverans av realobligationer än vad som önskas av fonderna (10 mot föreslagna 22 miljarder kr). Vidare föreslås en relativt stor andel bostadsobligationer, men något mindre än den som föreslagits av fonderna (70 mot föreslagna 80 miljarder kr).

Den svenska realobligationsmarknaden har utvecklats starkt under senare år och tillhör nu en av de större i världen. Såväl Riksgäldskontoret som regeringen önskar en fortsatt utveckling av realobligationsmarknaden. Regeringen angav i sitt riktlinjebeslut för förvaltningen av statsskulden under 2000 att realobligationsskulden om möjligt skulle öka. Denna ökning ska emellertid ske gradvis och i takt med marknaden efterfrågan. Mot den bakgrunden vore det olyckligt om den utestående realobligationsskulden minskar kraftigt till följd av förändringen av AP-fondssystemet. En invändning mot detta är att en mindre inleverans än vad fonderna önskar riskerar att leda till utförsäljningar - med risk för turbulens på marknaden - under början av nästa år när fonderna säljer realobligationer för att nå sin önskade andel. Skulle en sådan utveckling

vara sannolik är det måhända bättre att acceptera en större inleverans. Grunden för förslaget är emellertid - som påtalats ovan - mycket osäkert, varför det är långt ifrån säkert att det slutliga portföljvalet hos fonderna kommer att innehålla en så liten del realobligationer som den föreslagna inleveransen implicerar. Den analys som fonderna ska göra angående den långsiktiga placeringsinriktningen kan tänkas innebära en önskan att hålla en större andel realobligationer än vad deras preliminära förslag till inleverans indikerar. I detta sammanhang kan det vara värt att notera att 7:e AP-fonden valt att hålla 14 procent realobligationer. Även om dess placeringsmål skiljer sig något jämfört med de fonder som utgör buffertfonder, så ger det ändå en intressant bild av värdet av realobligationer i portföljer som har att värdesäkra pensionsåtaganden. Vidare ska dynamiken i detta inte underskattas. I det fall realräntorna stiger till följd av befarade utförsäljningar så bör det bli mindre attraktivt för fonderna att avyttra realobligationer och dessutom kan nya köpare av realobligationer attraheras till marknaden. Därmed utvecklas marknaden vidare, vilket inte blir fallet om en alltför stor del inlevereras accepteras. Som utredningen också påpekar innebär en något mindre inleverans att mer realobligationer finns kvar i marknaden, till gagn för dess utveckling. Slutligen kan eventuell oro på marknaden för realobligationer hanteras genom marknadsvårdande insatser, såsom exempelvis byten och återköp. Risker för negativa marknadsreaktioner ska därför inte överdrivas.

Vad gäller den föreslagna inleveransen av bostadsobligationer menar Riksgäldskontoret att beslutet måste grundas på en avvägning mellan fondernas intresse av stor flexibilitet när förvaltningen startar, och hänsyn till bostadsobligationsmarknadens funktion. Som påtalats i tidigare avsnitt är detta något som även borde ligga i de nuvarande fondernas intresse då de kan drabbas av försämrat förvaltningsresultat i det fall räntorna på bostadsobligationer stiger. Men kontoret menar också att det finns ett viktigt ansvar för statsmakterna att inte alltför kraftigt störa bostadsinstitutens finansieringssituation till följd av omläggningar i det statliga pensionssystemet. Ett sådant ansvar har också kommit till uttryck i och med att Riksgäldskontoret fått i uppdrag att passivt förvalta inlevererade bostadspapper i syfte att minska eventuella marknadseffekter. Det vore emellertid olyckligt om negativa effekter på bostadsmarknaden kom att uppstå p.g.a. att den inlevererade volymen bostadspapper är så stor att bostadsinstitutens finansieringsmöjlighet ansträngs i allt för stor utsträckning.

Till detta ska läggas att fondernas bedömning av vilken andel bostadsobligationer de vill hålla kan komma att ändras, särskilt om räntorna på dessa papper stiger jämfört med andra räntebärande papper. Det kan noteras att fondernas förslag till inleverans inte innehåller någon analys av den relativa avkastningens betydelse för den önskade portföljen.

Riksgäldskontoret delar således utredningens förslag att föreslå en något mindre volym än den som önskas av fonderna.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Thomas Franzén beslutat, efter fördragning av avdelningschef Erik Thedéen. I beslutet har även chefekonom Lars Hörngren deltagit.

Thomas Franzén

Erik Thedéen