

2012-01-27

Regeringskansliet
Finansdepartementet
103 33 Stockholm

Rörelsereglering för försäkring och tjänstepension (SOU 2011:68)

(Fi2011/4348)

Utredningens uppdrag har varit att lämna förslag om hur det s.k. Solvens II-direktivet ska genomföras i svensk lag. Det är fråga om ett omfattande och detaljerat regelverk. Utredningen har också lagt fram ett omfattande och detaljrikt betänkande. Rörelseregler för försäkring och tjänstepension som sådana faller vid sidan av Riksgäldens ansvarsområde. Vi har därför inte särskild anledning att gå igenom förslagets alla delar.

Riksgälden kan dock konstatera att de nya reglerna torde få betydande effekter på försäkringsbolagens efterfrågan på statspapper. Detta kan i sin tur påverka förutsättningarna för statens upplåning och räntebildningen på statspapper. Vi koncentrerar vårt remissvar på de överväganden avseende statsskuldsförvaltningen som aktualiseras av dessa förändringar.

Vår slutsats är att regeringen bör överväga att utreda samspelet mellan det framväxande regelverket på finansmarknaderna och statsskuldsförvaltningens mål och inriktning.

Följder för statspappersmarknaderna

Utredningen konstaterar att det nya solvenskapitalkravet kommer att ge försäkringsföretagen incitament att i högre grad matcha de långa löptiderna på skuldsidan med tillgångar med lång löptid. Detta förväntas leda till ökad efterfrågan på långa räntepapper. Det gäller inte minst statspapper, eftersom dessa är förknippade med lägst kreditrisk och därför ger minst effekt på kapitalkravet den vägen. Parallellt finns det inslag i det framväxande regelverket på bankområdet, bland annat de nya likviditetskraven, som också förväntas öka efterfrågan på statspapper.

Utredningen noterar att ökad efterfrågan, allt annat lika, kan komma att pressa ner räntorna, i synnerhet de långa. Det torde i princip öka emittenternas intresse av att låna på långa löptider, vilket skulle bidra till att dämpa räntenedgången.

Läget på den svenska statspappersmarknaden kompliceras av att statsskulden är liten och enligt aktuella prognoser kommer att fortsätta att minska. Det betyder att Riksgäldens

utrymme att inom ramen för den ordinarie statsskuldsförvaltningen möta en växande efterfrågan på långa obligationer är starkt begränsat. Statsskulden är så liten att det kan uppstå en generell knapphet på statspapper, oavsett löptid. Det är därför inte troligt att den mekanism som utredning pekar på – att utbudet anpassas till den större efterfrågan – skulle fungera väl på den svenska statspappersmarknaden.

Det är svårt att bedöma hur stor effekten på räntenivån av Solvens II kan tänkas bli. Den påverkas av många osäkra faktorer. En av dessa är i vad mån utredningens förslag att göra det möjligt att erbjuda tjänstepensioner via tjänstepensionsinstitut kommer att utnyttjas, eftersom sådana institut inte behöver tillämpa Solvens II-reglerna. Att trycket neråt på räntorna kommer att öka står dock klart. Med tanke på att de svenska statspappersräntorna redan nu befinner sig på historiskt låga nivåer, inte minst på grund av stor efterfrågan från internationella placerare på jakt efter säkra placeringar, pekar det på att räntorna kan tänkas hamna på extraordinärt låga nivåer.

Sett i ett rent statsfinansiellt perspektiv är låga låneräntor naturligtvis en fördel. I den mån de låga räntorna är ett direkt resultat av ett regelverk som gör att vissa privata aktörer är mer eller mindre tvingade att hålla statspapper blir bilden mer komplicerad. I sin mest renodlade form ger ett sådant regelverk effekter som motsvarar en skatt på innehav av statspapper. Detta var exempelvis ett element i den kvantitativa regleringen av kreditmarknaderna under 1970-talet och början av 1980-talet i Sverige, när försäkringsbolag och banker var ålagda att ha en betydande del av sina tillgångar i stats- och bostadspapper. Under den perioden var även räntan reglerad, men med ett litet utbud i relation till den reglerade efterfrågan uppstår likartade effekter. Principiella skäl talar emot regelverk med inslag av sådan dold beskattning.

Solvens II-reglerna innefattar ingen direkt placeringsplikt. Man kan också hävda att det ankommer på försäkringsföretagen att välja om de vill anpassa sig till det nya regelverket genom att öka sitt kapital, och på så sätt minska behovet av att hålla statspapper, eller acceptera den låga avkastning som statspapper ger. Inte minst med tanke på att försäkringssparande är bundet och långsiktigt är det dock inte självklart att utgången av en sådan process skulle vara gynnsam för försäkringsspararna.

Ett läge där den helt övervägande delen av statspappersstocken hålls av en liten grupp inhemska investerare kan dessutom vara riskfyllt från statens synpunkt. Om staten av någon anledning på nytt måste låna mycket stora belopp, är det inte troligt att dessa investerare har kapacitet och vilja att snabbt möta statens lånebehov. Riksgälden måste då hitta tillbaka till en bredare och mer flexibel investerarbas – motsvarande den vi har i dag – vilket kan bli dyrt och ta tid.

Riksgälden anser mot denna bakgrund att det finns skäl att i ett brett perspektiv granska hur regelverket på finansmarknaderna samspelar med hur statsskulden ska hanteras de kommande åren. Som vi framhöll i vårt förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning inför 2012 gör nedgången i statsskulden i kombination med nya finansiella regelverk att

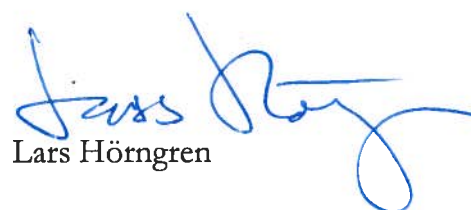
regeringen bör överväga att göra en bredare översyn av statspappersmarknadernas roll i samhällsekonomin och finansmarknaderna.¹

Sverige kan i detta skede inte nämnvärt påverka Solvens II-regelverkets effekter på efterfrågan på statspapper. Eventuella anpassningar på nationell nivå måste i stället avse hur utbudet ska hanteras. Det är inte givet vad resultatet av en översyn av regelverket för hanteringen av statsskulden blir, men vi menar att det är olämpligt att förutsätta att synen på statsskuldshöveln och dess uppdrag är opåverkad av de stora förändringar i både utbud och efterfrågan på svenska statspapper som har skett och som sannolikt kommer att fortsätta framöver.

I detta ärende har biträdande riksgäldsdirektören Pär Nygren beslutat efter föredragning av chefsekonomen Lars Hörngren.



Pär Nygren



Lars Hörngren

¹ Se Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014 (https://www.riksgalden.se/PageFiles/9854/Riktlinjer_2012_sv.pdf), främst s. 25–26.