

2013-07-12

Finansinspektionen
Box 7821
103 97 STOCKHOLM

Förslag till nya föreskrifter och allmänna råd om försäkringsföretags val av räntesats för att beräkna försäkringstekniska avsättningar

(FI Dnr 13-795)

Sammanfattning

Riksgäldskontoret (fortsättningsvis Riksgälden) anser att Finansinspektionen bör överväga en något modifierad metod för att beräkna diskonteringsräntor för långa försäkringsåtaganden. Inspektionen föreslår en metod som är direkt hämtad från det ännu inte slutgiltigt beslutade EU-regelverket Solvens II. Den har dock vissa nackdelar. Exempelvis blir diskonteringsräntan starkt beroende av tioårsräntan, vilket kan snedvrider försäkringsföretagens placeringar och försämra räntemarknaderna funktionssätt.

Den modifierade metoden, som har införts i Nederländerna, motverkar dessa nackdelar, bland annat genom att även marknadsräntor med längre löptider tillåts påverka värderingen av försäkringsåtagandena. Riksgälden föreslår därför att Finansinspektionen ska överväga att införa den även i Sverige.

1 Inledning

Riksgälden ställer sig till fullo bakom syftet med det remitterade förslaget, nämligen ”att skapa en mer stabil och enhetlig värdering av försäkringstekniska avsättningar än vad nuvarande regelverk medger, vilket också bör leda till mindre volatilitet och procyklikaltitet” (s. 4). Riksgälden konstaterar samtidigt att utformningen av ett regelverk som ska klara av att uppnå detta syfte innefattar en rad principiella avvägningar, liksom svåra vägval av mer teknisk natur. Bedömningarna kompliceras ytterligare av att Finansinspektionen har att förhålla sig till ett EU-regelverk som på sikt får bindande effekt, men i vissa viktiga avseenden inte är beslutat.

Riksgälden har således förståelse för de svårigheter Finansinspektionen möter vid utformningen av de aktuella reglerna. Däremot finner Riksgälden att inspektionen på vissa områden är tämligen kortfattad om grunderna för de vägval som görs. Det gäller inte minst de mer principiella frågorna medan motiveringarna för vissa av de tekniska delarna av förslaget i flera fall är mer detaljerade.

Riksgäldens svar behandlar först vissa principiella aspekter, t.ex. vad tillämpning av begreppen aktsamma respektive försiktiga antaganden innebär för beräkningen av en lämplig räntesats. Därefter diskuterar svaret den föreslagna beräkningsmodellen. Tonvikten läggs på vilka följder modellen och de antagande som den bygger på kan få för försäkringsföretagen och för räntemarknaderna.

2 Principiella överväganden

Ett fundamentalt vägval gäller i vilken utsträckning diskonteringsräntan ska bestämmas av observerade marknadsräntor respektive räntor fastlagda genom direkta antaganden på mer eller mindre modellmässiga grunder. Frågan uppstår bland annat till följd av att representativa marknadsräntor på så långa löptider som är aktuella vid värdering av försäkringsföretags skulder i vissa länder (däribland Sverige) är svåra att identifiera. Utgångspunkten för Solvens 2-regelverket är därför att för löptider bortom en viss punkt – kallad den sista likvida löptiden – ska räntan som används för att värdera skulden bestämmas av ett förutbestämt antagande om vad som är en ”rimlig” räntenivå i framtiden

Ett antagande om en konstant framtida ränta ger den minskade volatilitet i värderingen av skulderna som eftersträvas enligt det inledningsvis citerade syftet. Att det kan vara svårt att använda räntor noterade i tunn handel för att bedöma framtida avkastningsförhållanden är ett generellt fenomen. Däremot gör värdering byggd på antaganden att det tillkommer en delvis ny risk, nämligen att det ska visa sig att räntorna inte alls närmar sig den antagna nivån.¹ Betydelsen av den risken ökar i och med att den antagna räntenivån markant avviker från nu observerade långa marknadsräntor. (På vilket sätt den antagna räntan ska påverka diskonteringsräntan är också en viktig fråga som Riksgälden återkommer till i avsnitt 3.)

Problemet är nämligen som störst om räntan varaktigt ligger under den antagna nivån, eftersom det betyder att försäkringsföretagen inte kommer att kunna uppnå en så hög avkastning på sitt kapital som krävs för att de ska kunna stå för sina åtaganden. Annorlunda uttryckt kommer försäkringsföretagen att systematiskt underskatta sina skulder och i motsvarande grad överskatta sin kapitalstyrka. En sådan utveckling skulle förr eller senare framtvunga någon form av tillsynsningripande. De justeringar som då måste göras skulle kunna få drastiska effekter för företagen och därmed för deras kunder. Om exempelvis regelgivaren beslutar att sänka den antagna räntenivån markant, minskar det beräknade buffertkapitalet. Många företag kommer då att tvingas göra omfördelningar av sina tillgångar till förmån för placeringar med lägre risk.

Den minskade volatiliteten på kort och medellång sikt riskerar således att slå tillbaka och framkalla ett fall i soliditet och tillgångsvärden vid en senare tidpunkt i

¹ Framtida räntor kan naturligtvis komma att avvika även från den prognos som kan sägas var inbyggd i marknadsräntor. I så måtto ligger i botten på den här diskussionen frågan om marknadsaktörer via observerade räntor är bättre på att förutsäga ränteutvecklingen på lång sikt än regelgivaren.

och med att många företag skulle behöva justera sina placeringar i samma riktning samtidigt. I ett sådant förlopp kan många företag drabbas av kapitalproblem, med förluster för försäkringstagarna som följd. Eftersom problemen berör många företag samtidigt, är detta även en samhällsekonomisk risk.

Ett antagande om en fast långsiktig räntenivå gör således att den sedvanliga marknadsrisken övergår i en slags regelrisk. Det är ofrånkomligt att regelverket inte föreskriver att försäkringsföretagen ska gardera sig mot denna risk, eftersom den just sammanhänger med att reglerna kan komma att ändras.

Samtidigt finns det nackdelar med att utgå från marknadsräntor som framstår som långsiktigt ohållbart låga. Försäkringsföretagen måste (för given kapitalstyrka) göra mer försiktiga placeringar, vilket gör att den förväntade avkastningen på försäkringssparandet blir lägre, en kostnad som får bäras av spararna. Om försäkringssparandet, som utgör en stor del av det totala sparandet, låses i tillgångar med låg risk kan även kapitalförsörjningen till mer riskfyllda verksamheter försvåras, med långsiktiga effekter på samhällsekonomin som följd.

Regelgivaren ställs således inför komplexa avvägningar mellan avkastning och risk i flera dimensioner. Avvägningarna bör rimligen primärt göras med utgångspunkt i försäkringsspararnas intresse. Det följer av att regelverket har skydd för spararna som överordnat mål, vilket bland annat kommer till uttryck i att det vägleds av principen att antaganden ska vara ”betryggande” respektive ”aktsamma”. Men blir antagandena *för* betryggande, får spararen låg eller ingen avkastning. Om de å andra sidan blir *för* oaktsamma, riskeras försäkringstagarnas medel. Som nämns ovan kan detta även få samhällsekonomiska följder.

Det finns ingen självklar grund för hur denna typ av avvägningar ska göras. Ytterst är det ett vägval med politiska dimensioner, både vad gäller de risker som läggs på försäkringstagarna och de återverkningar som besluten kan få för samhällsekonomin. Riksgälden vill därför betona vikten av att vägvalet görs på ett öppet och tydligt sätt.

Det bör alltså framhållas att det finns risker med att anta att räntor kommer att ”normaliseras”, i meningen återgå till vad som gällt i tidigare perioder. Ett läge som det nuvarande, där räntorna avviker markant från tidigare perioder, kan tolkas som att det är sannolikt att nivåerna kommer att justeras. Men samma omständigheter kan visa sig bero på att de ekonomiska förutsättningarna ändrats i grunden och att tidigare avkastningsnivåer inte återkommer. Marknadens värdering av långa räntepapper kan således visa sig vara korrekt, trots att handeln i dessa instrument är liten. Ett sådant scenario kan till exempel vara att svenska räntor blir kvar på en låg nivå i kraft av starka statsfinanser och en stabil ekonomi i en i övrigt osäker omvärld. Även av andra skäl kan det komma att visa sig att varken realränta eller inflation är konstant som genomsnitt över ens mycket långa perioder.

Riksgälden är medveten om att viktiga element i Finansinspektionens förslag är hämtade från det gemensamma EU-regelverket och inte bestäms på svensk nivå. Likväl finns det skäl att i den mån utrymme ges beakta de principiella vägval som

behandlas ovan vid beslut om tillämpningen. Riksgälden hade därför gärna sett en mer utförlig analys och diskussion av de aktuella avvägningarna och det handlingsutrymme som regelverket kan ge.

Riksgälden kan också notera att valet av diskonteringsprinciper för försäkringsväsendet även kan få indirekta effekter även på andra områden. Det gäller exempelvis kärnavfallsfinansieringssystemet där man på frivillig basis valt att använda sig av diskonteringsprinciper från pensionsområdet. I det fall räntorna på sikt inte återvänder till historiska nivåer kan även detta system drabbas av solvensproblem.

Det förda resonemanget väcker i förlängningen frågan om det rimliga i att beslut med så vittgående potentiella följder ska fattas av tillsynsmyndigheter (oavsett om det görs av Eiopa eller Finansinspektionen). Den diskussionen hör dock inte hemma här i och med att det remitterade förslaget rör det uppdrag Finansinspektionen enligt gällande regler har fått av lagstiftaren.

3 Metod och antaganden för beräkning av diskonteringskurvan

Finansinspektionen föreslår att den s.k. Smith-Wilson-metoden ska användas för att beräkna diskonteringskurvan. Tillämpning av metoden förutsätter antaganden om tre faktorer. Den första är nivån på den långsiktiga räntan. Den andra faktorn är den längsta löptiden för vilka marknadsräntor ska användas, kallad den sista likvida löptiden. Den tredje är hur snabbt räntekurvan ska närma sig den långsiktiga räntenivån. Riksgälden diskuterar först metodvalet. Därefter behandlas de specifika antagandena.

3.1 Metodval

Som motiv för valet pekar Finansinspektionen på att Smith-Wilson-metoden förväntas komma att användas i det kommande Solvens II-regelverket. Finansinspektionen anför därutöver att metoden är enkel att förstå och tillämpa, samt att den testats i flera kvantitativa studier. Det sägs dock inget om resultaten av dessa studier.

Som Finansinspektionen utan tvivel känner till har det i diskussionen om Solvens II-reglerna framförts kritik mot Smith-Wilson-metoden.² Kritiken bygger bland annat på att metoden bortser från marknadsnoteringar bortom den sista likvida löptiden. Likviditet är dock inget absolut utan en gradfråga. Det kan dessutom vara så att likviditeten på löptider bortom den som definieras som den sista är bättre än på kortare löptider som likväl påverkar värderingen av skulderna. I Sverige finns det till exempel skäl att hävda att likviditeten på tjugo år är bättre än på nio år. Samtidigt kan (som Riksgälden återkommer till nedan) nioårsräntan få

² För en genomgång av kritiken och den modifiering som föreslagits, se t.ex. Laura Rebel, "The Ultimate Forward Rate Methodology to Value Pensions Liabilities: A Review and an Alternative Methodology" (<http://www.netspar.nl/files/Evenementen/2012-11-09%20PD/rebel.pdf>).

markant effekt på den framräknade kurvan, medan marknadsräntan på tjuugo år inte har någon betydelse.

En annan kritik är att skuldens värde blir extremt beroende av tioårsräntan. Det beror på att när tioårsräntan ändras så påverkar det värdet på alla åtaganden med löptider längre än tio år. För att skydda sig mot sådana rörelser måste företagen hålla i motsvarande mån större andel tioårsplaceringar. Det torde leda till en markant ökad efterfrågan på just tioåriga placeringar, vilket kan försämra likviditeten på just den löptiden och eventuellt även pressa ner tioårsräntan. Den andra sidan av detta är att placeringar med längre löptid än tio år blir ointressanta som instrument för att hantera de risker som regelverket identifierar.

Till detta kommer att denna ordning kan begränsa möjligheterna för marknaderna för mycket långa papper att utvecklas. Försäkringsföretagen har svaga incitament att hålla räntepapper i kronor med löptider över tio år, vilket gör att räntorna på mycket långa löptider kan antas stiga i förhållande till kortare räntor. Riksgäldens uppdrag är att låna så billigt som möjligt (med beaktande av risk). Om räntorna på lån längre än tio år framstår som höga, blir det därför mindre intressant att öka andelen lång upplåning.³ På så sätt kan en ordning där tio år anges som sista likvida löptid få långsiktiga effekter på den svenska räntemarknadens struktur. Likviditeten kommer i än högre grad att koncentreras till löptider från tio år och neråt. Riksgälden kan konstatera att Solvens II-regelverket kommer att tillämpas olika i olika länder. I länder med en mer likvid obligationsmarknad på längre löptider kommer den sista likvida punkten att sättas längre bort, t.ex. 30 år. Det nu föreslagna regelverket kan komma att försvåra en utveckling av en mer välfungerande marknad för obligationer med längre löptider än tio år i Sverige.

Den strukturen har även oönskade egenskaper för försäkringsföretagen och deras kunder, eftersom möjligheterna till ekonomisk matchning av åtagandena riskerar att begränsas även på lång sikt. Den är heller inte ändamålsenlig sett från statsskuldspolitisk synpunkt. Att en grupp naturliga investerare i långa statspapper försvinner kan försvåra för Riksgälden att till rimlig kostnad minska refinansieringsriskerna genom att fördela upplåningen över fler och längre löptider. Möjligheten att uppnå målet om långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk kan således begränsas.

Detta har bara delvis att göra med metoden som sådan. Avgörande är att det finns ett så litet utbud av mycket långa obligationer när den ska börja tillämpas. Riksgälden vill ändå notera att den modifierade metoden (som diskuteras nedan) genom att beakta marknadsräntor med löptider längre än tio år åtminstone något skulle motverka risken att låsa fast marknaden i denna struktur.

³ Beräkningarna bygger på swappräntor, men handeln i swappar påverkas av hur marknaderna för statspapper med motsvarande löptider fungerar.

Att skapa förutsättningar för en utveckling mot mer långa placeringar blir inte mindre viktigt med tanke på att beräkningarna i många andra länder kommer att inkludera marknadsräntor ända upp till 20 eller 30 år och konvergenstidpunkter som ligger ännu mycket längre bort.⁴ Det betyder att den antagna räntenivån i dessa länder får mindre betydelse för värderingen av skulderna än i Sverige, där den enligt Finansinspektionens förslag är helt styrande från 20 år. Med tanke på att den antagna räntan är väsentligt högre än nuvarande marknadsräntor värderas alltså svenska försäkringsföretags skulder lägre än om de hade varit verksamma i t.ex. Nederländerna; se även avsnitt 3.2 nedan. Detta kan i slutändan påverka den inre marknaden, då konkurrensförutsättningarna kommer att skilja sig åt mellan olika länder.

En ytterligare kritik mot Smith-Wilson-modellen är att beräkningarna blir extremt känsliga för räntan på de två längsta löptiderna där marknadsräntor används, dvs. nio och tio år i Finansinspektionens förslag. Om exempelvis nioårsräntan stiger samtidigt som tioårsräntan är oförändrad flyttas den framräknade diskonteringskurvan neråt. Den mekanismen saknar ekonomisk tolkning utan beror enbart på beräkningsmetoden. Med tanke på att marknaden för nioåriga swappar är tunn, betyder detta att kurvan kan flyttas – till och med manipuleras – av relativt små transaktioner.

Den modifiering av metoden som föreslagits i den internationella diskussion som Riksgälden här hänvisar till begränsar dessa nackdelar, främst genom att inte definiera en unik sista likvid löptid. I stället fungerar tio år som sista *fullt* likvida löptid och marknadsräntorna på längre löptid påverkar beräkningarna, men i minskande grad ju längre löptiden är.

Riksgälden finner att invändningarna mot Smith-Wilson-metoden är väsentliga. Det är därför värt att notera att den nederländska tillsynsmyndigheten valt att tillämpa den modifierade metoden. Det framstår som att den nederländska myndigheten uppfattar detta som en så liten justering att den ryms inom Solvens II-reglerna.⁵ Med tanke på de fördelar som den modifierade metoden har föreslår Riksgälden att Finansinspektionen överväger att följa det nederländska exemplet.

3.2 Modellantaganden

Den långsiktiga terminsräntan ska enligt förslaget sättas till 4,2 procent. Riksgälden avstår från att uttala sig om detta i sig är en lämplig nivå. Däremot noterar Riksgälden att det i motiveringen för förslaget inte finns någon hänvisning till principerna om att antaganden ska vara ”aktsamma” respektive ”betryggande” som återfinns i nuvarande lagstiftning. Promemorian använder i stället begreppet

⁴ Exempelvis är tidpunkten i Nederländerna satt till 60 år; se referensen i fotnot 5.

⁵ För en beskrivning av den nederländska tillämpning, se http://www.toezicht.dnb.nl/en/binaries/UFR%20method%20calculation%20term%20structure%20interest%20rates%20031012_tcm51-226788.pdf.

”rimligt”. Riksgälden anser valet av en så pass hög långsiktig ränta i förhållande till nuvarande marknadsränta och detta vals förenlighet med nuvarande reglering förtjänat en mer ingående diskussion.

Riksgälden noterar även att de justeringar av marknadsräntor med kortare löptider som föreslås med hänvisning till dessa principer, t.ex. av swappräntor enligt förslagen i avsnitt 2.4, framstår som marginella i jämförelse med antagandet att räntan på sikt ska stiga från nuvarande nivå till 4,2 procent.

Den sista likvida löptiden är i förslaget satt till tio år. Riksgälden bedömer att tio år är den mest likvida löptiden i den svenska räntemarknaden. Det är i så måtto oproblematiskt att använda den för att beräkna försäkringstekniska avsättningar.

Knepigare är att valet av tio år som sista likvida löptid gör att nioårsräntan får stor betydelse. Varken obligationer eller ränteswappar med nioårig löptid är särskilt aktivt handlade. Som framgår av de tidigare resonemangen kan det ge oönskade effekter. Principiellt vore det bättre om båda de sista löptiderna där marknadsräntor läses av vore s.k. benchmarklöptider. Den principen är dock svår att tillämpa i Sverige. I vissa andra länder torde 30 år kunna definieras som sista likvida löptid. Om då nästa punkt sätts till 20 år, som i många fall också är en aktivt handlad löptid, minskar risken att den beräknade räntekurvan ska röra sig på grund av slumpmässiga rörelser i räntan på den näst sista likvida löptiden. I Sverige är dock varken 20- eller 30-åriga instrument så aktivt handlade att de skulle fungera väl som sista likvida löptid. Dessa obligationer skulle exempelvis klara den koncentration av investerarintresset som kan hamna på den löptiden sämre än tioåriga instrument.

Riksgälden bedömer att det är svårt att motverka detta problem utan att väga in marknadsräntor längre än tio år. Det förutsätter således att beräkningsmodellen modifieras i enlighet med diskussionen ovan.

Tidpunkten för konvergens föreslår Finansinspektionen ska vara vid 20 år, dvs. tio år efter den sista likvida löptiden. Konvergenstidpunkt styr hur snabbt inflytandet från tioårsräntan ska minska respektive inflytandet från den antagna räntan ska öka. Ju kortare tid, desto mindre effekt får tioårsräntan på värderingen av skulderna. Valet blir på så sätt ett uttryck för hur stor tonvikt som ska läggas på marknadsräntor respektive den antagna räntan.

Som framgår av Finansinspektionens motivering är detta i sista hand en lämplighetsbedömning. Ju mer vikt som läggs på stabilitet och ju högre tilltro som sätts till att den antagna räntan är väl avvägd, desto kortare bör konvergensperioden vara. Bedömningen är således av samma karaktär som den som ligger bakom valet att över huvud taget använda en fast ränta som bas för skuldvärderingen, dvs. stabilitet i värderingarna står emot marknadskänslighet.

Riksgälden finner mot denna bakgrund att valet av konvergenstidpunkt framstår som sekundärt i förhållande till de övriga delarna i regelverket. Den avgörande frågan är – som framgår ovan – själva metodvalet. Om Finansinspektionen skulle välja den modifierade metoden, finns det dock skäl att också överväga en senare

tidpunkt för konvergens för att ge utrymme för längre marknadsräntor att påverka skuldvärderingen.

I detta ärende har ställföreträdande riksgäldsdirektören Lars Hörngren beslutat, efter föredragning av avdelningschefen Daniel Barr. I den slutliga beredningen har även analyschefen Magdalena Belin deltagit.

Lars Hörngren

Daniel Barr