

Datum: 2017-02-15
Talare: Erik Thedéen
Möte: Terminsstart Pension

FI Dnr 17-502
(Anges alltid vid svar)

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

En unik miljö – hur påverkar det vår tillsyn?

Som Finansinspektionen (FI) har framhållit vid tidigare tillfällen befinner vi oss i ett extraordinärt ekonomiskt läge i dag. Det påverkar alla aktörer på de finansiella marknaderna, och därmed också oss som individer. Jag kommer att i dag huvudsakligen fokusera på hur makroutvecklingen och utvecklingen på tillgångsmarknaderna påverkar försäkringsmarknaden och försäkringsföretagen, inte minst de företag som erbjuder långa sparprodukter med finansiella garantier, och hur FI behöver hantera detta i tillsynen.

Vi befinner oss inte bara i ett extraordinärt läge utan också, i flera avseenden, på okänd mark. Många utvecklade länder har sedan 2008 upplevt en svag tillväxt och låg inflation, vilket har bidragit till att centralbanker i många länder bedrivit en expansiv penningpolitik med mycket låga, och i några fall negativa, styrräntor och omfattande köp av statsobligationer. Här sticker Sverige ut med en stark ekonomi och stark tillväxt, men samtidigt extremt låga räntor. Detta är en unik kombination av omständigheter som vi har begränsade erfarenheter av.

Penningpolitiken har påverkat hela räntemarknaden och avkastningsmöjligheterna på den. För försäkringsföretag som erbjuder långa sparprodukter med finansiella garantier har fallande räntor och en bristande matchning mellan åtagandena och de räntebärande tillgångarna inneburit att storleken på åtagandena ökat mer än de räntebärande tillgångarnas värde. Samtidigt har aktiemarknaden under de senaste åren präglats av en kraftigt positiv utveckling, med en genomsnittlig årlig kursutveckling på 10 procent eller mer. Sammantaget innebär det att företagen i många fall har kunnat uppnå en god avkastning totalt sett, trots en allt lägre avkastning i sina ränteportföljer.

På skuldsidan har lågränteläget visserligen lett till att företagens skulder ökat i värde. Men reglerna för diskonteringsräntekurvan – som dels utgår från marknadsräntor, dels från ett antagande om en långsiktig jämviktsränta på 4,2 procent – innebär att effekten av låga räntor inte till fullo avspeglas i skuldvärderingen idag.

Sammantaget kan vi konstatera att, trots de senaste årens ränteutveckling, har kraftigt stigande aktiekurser i kombination med att skuldsidan värderas med

delvis modellerade ränteantaganden inneburit att försäkringsföretagen solvensmässigt ser bra ut idag.

FI anser att den stabilitet och förutsägbarhet som en modellbaserad långsiktig jämviktsränta bidrar med spelar en viktig roll för företag med långa åtaganden, och därmed också för deras kunder. Att till viss del frikoppla värderingen av långa åtaganden från marknadsräntorna ökar företagens möjligheter att ha en långsiktig investeringsstrategi. Det här gynnar inte bara företagen och deras kunder utan har också en positiv inverkan på marknaderna och andra aktörer, genom att minska risken för ett procykliskt beteende.

Samtidigt måste vi vara medvetna om att en modellbaserad ränta för med sig reella ekonomiska risker. När rådande marknadsräntor under lång tid ligger under den modellerade räntan finns en risk för att företagen systematiskt underskattar storleken på sina åtaganden. I ett sådant läge finns också en risk för att företagen inte har tillräckliga incitament att anpassa sina produkter och sin affär till de ekonomiska risker som finns. Eftersom de här riskerna inte till fullo avspeglas i den legala solvensredovisningen kan effekten bli att långsiktigt ohållbara produkter och affärsmodeller kan döljas under lång tid. Det innebär inte bara ett problem för pensionsspararna, som riskerar att inte få ut sin utlovade pension, utan kan också på sikt få konsekvenser för den finansiella stabiliteten, om flera företag samtidigt tvingas agera på sjunkande solvensnivåer. Företagen förvaltar över 2 000 miljarder kronor i sparprodukter med garantier, vilket motsvarar ungefär hälften av Sveriges BNP. Hur företagen agerar spelar därmed roll.

Vad vill jag säga med det här? Marknadsräntorna och marknadens förväntningar om ränteutvecklingen indikerar att det finns en diskrepans mellan antagandena i modellen och de faktiska ekonomiska förutsättningarna. Därför behöver både företagen och FI fundera kring vilka risker som detta kan ge upphov till, och hur dessa risker bäst kan och bör hanteras. En modellbaserad jämviktsränta syftar till att minska volatiliteten i företagens skuldvärdering och möjliggöra en mer långsiktig investeringsstrategi. Men modellen behöver över tid överensstämma med verkligheten, för att den ska vara lämplig och trovärdig.

Dagens nivå på jämviktsränta baseras på antaganden om en långsiktig realränta på 2,2 procent och en inflation på 2 procent. Det här är vad som gäller både genom Solvens 2 och i de nationella regler som företag med tjänstepensionsverksamhet följer. Antagandena bygger på historiska data och erfarenheter. Den stora frågan är om vi kan anta att våra erfarenheter är representativa för framtiden? Annorlunda uttryckt, kan vi förvänta oss en återgång till historiska genomsnittliga nivåer på realränta och inflation, eller befinner vi oss i ett systemskifte? Därom tvista de lärde.

På europeisk nivå pågår för närvarande en diskussion om nivån på den långsiktiga jämviktsräntan som används inom Solvens 2 behöver anpassas till

rådande ränteläge. På vissa håll ifrågasätter man helt enkelt om den beräkningsmetod och de antaganden som ligger till grund för nuvarande nivå är rimlig. Men grundproblemet är förstås att ingen kan veta hur framtiden kommer att gestalta sig på så lång sikt som vi här rör oss med.

Jag har inte något svar på frågan vad som är en lämplig nivå på jämviktsräntan i modellen. Men jag konstaterar att både vi och företagen behöver beakta såväl kraven och förutsättningarna i regelverken, som den ekonomiska verklighet som råder. Hur påverkar dagens situation företagens faktiska förmåga att uppfylla sina åtaganden och deras riskhantering? Och hur påverkas de om lågränteläget håller i sig? Varken ni eller vi kan förutspå framtiden. Men vi kan blicka ut i verkligheten och analysera rådande förutsättningar, och förväntningarna om framtida förutsättningar, och fundera kring vad de innebär, både för försäkringsföretagen och för marknaden. I dag, men också framöver.

Även om vi har sett en viss ökning av marknadsräntorna den senaste tiden förväntas dessa vara fortsatt historiskt låga under de närmaste åren. Samtidigt kan vi inte förvänta oss, och inte heller förlita oss, på att aktiemarknaderna kommer att fortsätta att utvecklas lika starkt som under de senaste åren. Rimligare är att vi någon gång framöver kommer att få se en återgång till en genomsnittlig riskpremie på aktier som över tid ligger på lägre nivåer, i nivå med vad vi historiskt har sett. Det här kan förstås ske på olika sätt, antingen genom en gradvis stabilisering eller i form av kraftiga korrigeringar. Oavsett, kan jag konstatera att en sådan utveckling kommer att slå mot företagens avkastningsmöjligheter, och påverka deras solvens.

Problematiken och riskerna med långvarigt låga räntor kan illustreras på flera sätt. Diagrammet på bilden visar resultaten från det europeiska stresstestet 2016, där de största svenska livförsäkringsbolagen deltog. I utgångsläget uppgår solvenskvoten, beräknad på full Solvens 2-basis, till 199 procent. Med ett stressscenario med långvarigt låga räntor, där den långsiktiga räntan sänks till 2 procent, faller solvenskvoten till 155 procent. Det scenariot motsvarar också väl nuvarande nivåer på marknadsräntorna.

Även om utfallet efter stress med marginal fortfarande överstiger kravet på en solvenskvot på 100 procent är försvagningen av solvensen betydande. Detta illustrerar den underliggande ekonomiska problematiken, nämligen att ett stabilt ränteläge i sig inte är tillräckligt för att företagen ska bibehålla dagens solvenssituation, om den verkliga avkastningen samtidigt understiger den förväntade avkastningen i diskonteringsräntekurvan.

På nästa bild har vi utgått från lågräntescenariot på föregående bild, och genomfört några enkla simuleringar. Jag vill återigen påpeka att scenariot motsvarar nuvarande marknadsräntor relativt väl. Med ett antagande om en årlig avkastning på övriga ej räntebärande tillgångar på 4 procent får vi en utveckling där solvensen förstärks i ett tioårsperspektiv. Vid ett prisfall på 35 procent på övriga tillgångar, exempelvis i form av ett börsras, faller däremot

solvansen under kapitalkravet. I ett sådant läge kan företag tvingas att minska andelen riskfyllda tillgångar till förmån för räntebärande tillgångar, vilket riskerar att förstärka problemen ytterligare. Som jag sa tidigare kan detta också ha en påverkan på den finansiella stabiliteten.

Jag vill poängtera att simuleringarna bygger på ett flertal antaganden och att de inte ska ses som prognoser. De visar dock på hur viktig avkastningen på övriga investeringar är för företagets solvensutveckling i ett fortsatt lågräntescenario. Även om beräkningarna inte motsvarar det legala kapitalkravet avspeglar de den ekonomiska verkligheten.

Slutsatsen, som jag ser den, är att pensionsbranschen har stora utmaningar att hantera framöver. Att kunna möta sina åtaganden i ett scenario med både långvarigt låga räntor och fallande tillgångsvärden ställer höga krav på företagets riskhantering. Hur ränte- och tillgångsmarknaderna utvecklas återstår att se, men det kan inte uteslutas att de här företagen om några år inte kommer att framstå som lika ekonomiskt starka som de gör i dag. Detta är en fråga som FI brottas med, och en viktig anledning till den översyn av trafikljusmodellen som FI genomförde förra året.

Vi har sagt det förut men det tål att poängteras igen: trafikljusmodellen har varit ett viktigt verktyg i FI:s tillsyn av försäkringssektorn, och är även fortsättningsvis ett viktigt verktyg i vår tillsyn av de företag som driver tjänstepensionsverksamhet. Samtidigt har FI identifierat ett antal brister i modellen, brister som i flera avseenden hänger ihop med att den inte till fullo är anpassad till det marknadsläge som vi befinner oss i. Det innebär att vissa av företagets risker, och därmed också deras kapitalbehov, underskattas. Exempelvis utgör negativa räntor en realitet i dag medan det i trafikljusmodellen tillämpas ett golv mot negativa räntor till följd av hur diskonteringsräntan beräknas. Men också det faktum att FI i modellen utgår från att finansiella risker är okorrelerade är ett antagande som vid ett flertal tillfällen har visat sig inte stämma. Sammantaget riskerar trafikljusmodellen att ge en missvisande bild av ett företags faktiska risknivå i ett stressat läge.

Samtidigt som vi såg ett behov av att rätta till bristerna, kunde vi konstatera att trafikljusmodellen i praktiken uppfattas som ett kapitalkrav. Ändringar som innebär en väsentlig höjning av det kapitalbehov som räknas fram kan därmed ha potentiellt stora effekter på de berörda företagets tillgångsallokering, och också på de svenska kapitalmarknaderna. FI valde därför att avstå från att gå vidare med det förslag som remitterades. Samtidigt som vi meddelade detta betonade vi vikten av att hantera de brister som dagens modell har. Vi behöver alltså hitta andra vägar för att kunna fullgöra vårt tillsynsuppdrag och göra det möjligt för oss att i tid identifiera och inleda en dialog med företag som vi bedömer kan få svårt att uppfylla sina åtaganden i ett stressat läge i framtiden.

Att vi väljer att gå vidare på annat sätt innebär alltså inte att vi släpper vårt fokus på att säkerställa att företagen har en tillfredsställande riskhantering i det

marknadsläge som vi befinner oss i. Av förklarliga skäl är en god och konkurrenskraftig avkastning på kundernas insatta pensionskapital av stor betydelse för både pensionsspararna och samhället. En balans mellan säkerhet och risktagande är därför nödvändig. Det innebär dock inte att FI kan tumma på skyddet för pensionsspararna till följd av exempelvis svårigheter att skapa avkastning i en lågräntemiljö eller strukturella obalanser i de svenska kapitalmarknaderna, vilka gör det svårt för sektorn som helhet att hantera sina ränterisker. Tvärtom, det är företagens ansvar att hantera sina risker givet de ekonomiska omständigheterna, bland annat genom att se över utformningen av sina produkter och genom att analysera risker förenade med den återbäringsmodell som de har. Ett företag ska kunna uppfylla sina åtaganden oavsett marknadsläge. Detta är vad företaget har åtagit sig att göra.

För att få en tillfredsställande bild av de faktiska riskerna som de berörda företagen är utsatta för kommer vi därför att i den löpande tillsynen begära uppgifter om deras exponeringar mot såväl finansiella risker som vissa försäkringsrisker. Uppgifterna syftar till att vi ska kunna identifiera risker och omständigheter som inte fångas in av trafikljusmodellen. I det första underlaget som vi begär in, och som avser första kvartalet 2017, fokuserar vi på företagens exponering mot ränterisk. Genom att analysera företagens ränterisk känslighet utifrån trafikljusmodellen jämfört med om marknadsbaserade diskonteringsräntor tillämpas, kan FI få en bild av hur förändrade antaganden för diskonteringsräntekurvan påverkar ett företags solvenssituation.

En viktig lärdom som vi tar med oss från översynen är att det även i tjänstepensionssektorn finns viktiga stabilitetsaspekter att ta hänsyn till. Den återkoppling som FI fick i samband med remissen indikerar att tjänstepensionssektorns betydelse i det svenska finansiella systemet behöver utredas och diskuteras närmare. En viktig fråga här är att titta närmare på hur företagen hanterar de strukturella obalanser som finns på de svenska kapitalmarknaderna och vad de innebär för sektorns påverkan på marknaderna i ett stressat läge. Vi kommer att få anledning att återkomma till riskerna i tjänstepensionssektorn och hur dessa ska avspeglas i lagar och regler, i samband med att Finansdepartementet genomför arbetet med en ny lagstiftning för tjänstepensionsföretag.

Jag skulle avslutningsvis vilja koppla tillbaka till vikten av att ha en balans mellan säkerhet och risktagande i en annan del av pensionssparandet, nämligen det som ligger i premiepensionssystemet. Finansdepartementet har nyligen fått in remissvaren på betänkandet Fokus premiepension som haft i uppdrag att se över reglerna för fondval i premiepensionssystemet. Utredningen stannar vid åtgärder för att minska risken att sparare ligger kvar med gamla fondval, men gör inget åt valmöjligheterna. Erfarenheterna visar att det finns för många fonder. Och det finns också fonder som är alltför riskfyllda och alltför dyra. Vi kan också konstatera att det finns alltför många aktörer som försöker få sparare att satsa på dessa olämpliga och dyra fonder. Det måste bli lättare att göra rätt och svårare att göra fel, på eget bevåg eller till följd av oseriös rådgivning.

I vårt remissvar betonar vi också det paradoxala i att staten i ett system byggt på tvång när det gäller hur mycket som ska sparas, överlåter ansvaret att göra avvägningen mellan risk och avkastning till den enskilde. Som FI skriver i sitt svar; hade det inte funnits tvivel kring den enskildes förmåga och vilja att tänka långsiktigt för att klara försörjningen på ålderns höst skulle ett allmänt pensionssystem inte kunna motiveras. Men den omtanken behöver också avspeglas i individens möjligheter att välja fonder. Både erfarenheterna och principiella skäl talar alltså för att begränsa fondutbudet till ett fåtal standardiserade fonder.

Jag är medveten om att frågan om en begränsad valfrihet är omtvistad. Men, för att alla ska kunna få en rimlig premiepension måste det vara lätt att göra rätt. Färre fonder är ett viktigt steg i att uppnå detta.

Tack för ordet.