

## Den finansielle krise og den danske forsikrings- og pensionssektor

af Peter Skjødt



Peter Skjødt  
psk@forsikringogpension.dk

*Danske forsikringsselskaber og pensionskasser er som alle andre finansielle virksomheder berørt af den finansielle krise. Men selskaberne er bedre rustede til at modstå krisen end under den seneste alvorlige markedsturbulens umiddelbart efter årtusindskiftet.*

*Krisen har vist, at det er vigtigt at søge at undgå, at forsikringsselskaber og pensionskasser under urolige markedsforhold agerer procyklisk og dermed skubber yderligere til en i forvejen negativ markedsudvikling. Livsforsikringsselskaber og pensionskasser er langsigtede investorer, der skal kunne optrædende stabiliserende på de finansielle markeder i urolige tider. At fremme tiltag, der modvirker procyklisk adfærd, bør være en væsentlig målsætning for de kommende år.*

*Den finansielle krise rejser krav om skrappe finansiel regulering og mere åbenhed om risikoplysninger fra de enkelte finansielle virksomheder. Kravet er forståeligt, men det bør sikres, at initiativer til at fremme åbenhed om solvenssituationen mm. sker på et gennearbejdet og konsistent grundlag.*

Den krise, der i øjeblikket raser på de finansielle markeder verden over, sætter også sine spor i den danske forsikrings- og pensionssektor. Den danske forsikrings- og pensionsbranche har primært mærket krisen i form af nedturen på de finansielle markeder, der er fulgt i kølvandet på problemerne med de amerikanske subprimelån. Danske forsikringsselskaber og pensionskasser har ikke i stort omfang været eksponeret direkte mod disse lån, men rammes naturligvis af rentefald og kursfald på aktier og ejendomme. I takt med at krisen får realøkonomisk virkning – med lav eller negativ vækst og stigende arbejdsløshed – vil forsikringsselskaber og pensionskasser

desuden i en periode blive berørt af lavere vækst i forretningsomfanget.

Den voldsomme nedtur på de finansielle markeder har været mærkbar for både skadesforsikringsselskaber og livsforsikringsselskaber og pensionskasser. Men da et centralt element i livs- og pensionsforsikringsvirksomhed er at opbygge og forvalte finansielle formuer, har konsekvenserne været størst for pensionssektoren.

---

*Peter Skjødt er økonom og underdirektør i Forsikring & Pension. Arbejder med økonomiske forhold i relation til forsikringsselskaber og pensionskasser, herunder finansiel regulering, Solvens II mv.*

Det har imidlertid vist sig, at livsforsikrings- og pensionskasser er bedre rustede til en voldsom finansiell nedtur end i årene umiddelbart efter årtusindskiftet, hvor afslutningen på dotcom-æraen og terrorangrebene mod USA også gav anledning til rente- og aktiekursfald. Belært af erfaringerne fra dengang er der siden sket en markant tilpasning af risikoprofilen i de danske pensionsprodukter:

- Det traditionelle livsforsikringsprodukt er baseret på garanterede ydelser med ret til bonus. Den grundlagsrente, som garantierne i dag er baseret på, er i gennemsnit markant lavere end under den seneste finansielle krise. Det mindsker selskabernes finansielle sårbarhed over for aktiekurs- og rentefald på de finansielle markeder.
- Der er introduceret nye produkter – varianter af såkaldte unit link produkter – hvor pensionsopspareren selv bærer hele eller en stor del af investeringsrisikoen.
- Renterisikoen på livsforsikrings- og pensionskassers forpligtelser – risikoen for at markedsrenten bliver lavere end grundlagsrenten – er i et vist omfang blevet afdækket med optioner mv. Det mindsker den finansielle risiko ved rentefald.
- Aktieandelen af den samlede balance er blevet reduceret i forhold til niveauet under den seneste finansielle krise.

### Ny rentekurve

I løbet af efteråret viste der sig imidlertid en u hensigtsmæssighed i de gældende regnskabsregler. Både regnskabsreglerne og solvenstilsynet er risikobaseret og bygger på, at både aktiver og passiver måles til markedsværdier eller markedskonsistente værdier, hvor en markedsværdi ikke findes. Det indebærer bl.a., at forpligtelserne opgøres til deres nutidsværdi, der findes ved at tilbagediskontere

værdien af de fremtidige betalinger. Den rente, der anvendes, er baseret på euroswapmarkedet med tillæg af renteforskellen på danske og tyske statsobligationer. Det er en rente, der er tæt på at være risikofri.

Så længe der er et fast kursforhold mellem danske kroner og euro, afviger kronerenten kun ganske lidt fra eurorenten. Men i løbet af efteråret blev der usikkerhed om, hvorvidt den danske krone lå fast i forhold til euroen, fordi udenlandske investorer i stort omfang frasolgte værdipapirer i danske kroner. Derfor hævede den danske nationalbank kronerenten betragteligt. På samme tid faldt især den lange eurorente markant, bl.a. fordi europæiske pensionsinstitutter søgte at afdække deres finansielle forpligtelser på euroswapmarkedet.

Usikkerheden om kronens værdi over for euro betød dermed, at danske livsforsikrings- og pensionskassers forpligtelser steg (grundet den faldende eurorente), mens aktiverne – ikke mindst danske realkreditobligationer – faldt i værdi. Det var en giftig cocktail. Livsforsikrings- og pensionskasser havde allerede i vidt omfang solgt ud af deres aktier for at beskytte deres solvenssituation, men på grund af den valutारiske uro var der under de gældende markedsværdier en betydelig risiko for, at selskaberne systematisk ville blive tvunget til også at sælge ud af deres realkreditobligationer. Det ville i givet fald være til skade for pensionsopsparerne, for boligejerne og for samfundsøkonomien.

Der blev på den baggrund indgået en aftale mellem Forsikring & Pension og Økonomi- og Erhvervsministeriet med følgende elementer:

1. En justering af rentekurven frem til udgangen af 2009. Den gældende rentekurve med udgangspunkt i euroswapmarkedet sammenvejes nu med en vægt på 50 pct. med renten på realkreditobligationer. Det giver

en højere diskonteringsrente, som letter forpligtelserne. Samtidig øges incitamentet til at holde realkreditobligationer, hvilket giver kursstigninger på obligationerne.

2. Den lettelse af forpligtelserne, som den nye rentekurve indebærer, bør primært anvendes til konsolidering og genopbygning af reserver. Derfor lægges der med aftalen loft over bonustilskrivningen m.v. i livsforsikringsselskaber og pensionskasser. Bonuspolitikken og fastlæggelse af kontorenter skal ske med henblik på konsolidering, således at forpligtelserne ikke øges ud over de aftalte pensionsgarantier. Desuden begrænses udnyttelsen af det større råderum til køb af aktier.
3. I forlængelse af aftalen har Finanstilsynet afskaffet det såkaldte gule trafiklys, der tester livsforsikringsselskabers og pensionskassers solvenssituation mod en meget negativ markedsudvikling, der dog ikke er indtruffet. Det er sket, fordi Finanstilsynet vurderer, at livsforsikringsselskaber og pensionskasser har lagt for stor vægt på at undgå at bringe sig i det gule lys. Det har de gjort gennem frasalg af ikke mindst aktier. Hvis det sker i stort omfang efter en periode med kursfald, vil selskaberne komme til at skubbe til en i forvejen negativ markedsudvikling. Selskabernes reaktionsmønster giver derfor forstærkende negative effekter på aktiemarkedet (pro-cyklisk adfærd).
4. Også i forlængelse af aftalen har Finanstilsynet gennemført, at forsikringsselskaber og pensionskasser fremover skal indberette kvartalsregnskaber, og det såkaldte individuelle solvensbehov – selskabets egen vurdering af sit kapitalkrav – skal også indberettes kvartalsvis.

Forventningen til aftalen om en ny rentekurve var, at forsikringsselskabernes og pensionskassernes incitament til at frasælge realkreditobligationer ville blive mindsket. Kursstigninger

på realkreditobligationer skulle derfor føre til, at rentespændet mellem danske kroner og euroområdet ville blive indsnævret. Rentespændet – der var på knap 50 basispunkter ved aftalens indgåelse – har siden varieret noget, men har for det meste ligget under 50 basispunkter.

Aftalen kan karakteriseres som en mindre regnskabsmæssig justering i en situation, hvor en diskonteringsrente i danske kroner vanskeligt lader sig basere på eurorenten. Der er ingen elementer af offentlig finansiering involveret i aftalen.

### **Ny lovgivning for kreditinstitutter**

Som i mange andre lande er det kreditinstitutterne – banker og realkreditselskaber – der er hårdest ramt af den finansielle krise. Der er i Danmark gennemført en bankpakke, hvor staten garanterer for bankindsud, og der er fremlagt forslag til ny lovgivning, der giver banker mulighed for at få tilført kapital med offentlige midler og på nærmere betingelser.

Denne mulighed ledsages af en række stramninger af den finansielle regulering, primært for kreditinstitutter. Særlig interessant er det, at Finanstilsynet får adgang til at fastsætte regler om, at kreditinstitutter skal offentliggøre deres egen vurdering af den kapital, de mener at have brug for (det såkaldte individuelle solvensbehov). Finanstilsynet får også adgang til at fastsætte regler om offentliggørelse, hvis Finanstilsynet forhøjer det individuelle solvensbehov. Endelig får økonomi- og erhvervsministeren beføjelse til at fastsætte regler om offentliggørelse af den information i øvrigt, der i dag alene går fra Finanstilsynet til virksomhedens ledelse og ikke til aktionærer og kunder – herunder om Finanstilsynets påbud og risikooplysninger fra Finanstilsynet til virksomheden.

Det er ganske vidtrækkende nye oplysningskrav for kreditinstitutter, der må forventes i

fremtiden. Disse oplysningskrav kan tænkes senere at blive udstrakt til forsikringsselskaber og pensionskasser.

På den ene side er det forståeligt, at investorer, medier og kunder skal have adgang til øget information også om forsikringsselskaber og pensionskasser, herunder om individuelle solvensbehov. På den anden side er der risiko for, at krav om offentliggørelse vil virke adfærdsregulerende og føre til, at selskaberne påtager sig „for lidt risiko“ for ikke at være nødsaget til at melde et relativt højt individuelt solvensbehov ud. Det er også muligt, at investorer og andre overreagerer på de komplicerede risikoplysninger, således at offentliggørelse uretmæssigt kan skade virksomheden.

Forsikring & Pension mener, at et eventuelt krav om offentliggørelse af oplysninger som for kreditinstitutter vil skulle vurderes i lyset af det kommende Solvens II-regime for forsikringsselskaber og pensionskasser, der i løbet af få år introducerer et nyt, og mere tidsvarende, risikobaseret solvenstilsyn.

## Konklusion

---

Danske forsikringsselskaber og pensionskasser er som alle andre finansielle virksomheder berørt af den finansielle krise. Men selskaberne er bedre rustede til at modstå krisen end under den seneste alvorlige markedsturbulens umiddelbart efter årtusindskiftet.

Krisen har vist, at det er vigtigt at søge at undgå, at forsikringsselskaber og pensionskasser under urolige markedsforhold agerer procyklisk og dermed skubber yderligere til en i forvejen negativ markedsudvikling. Livsforsikringsselskaber og pensionskasser er langsigtede investorer, der skal kunne optrædende stabiliserende på de finansielle markeder i urolige tider. At fremme tiltag, der modvirker procyklisk adfærd, bør være en væsentlig målsætning for de kommende år.

Den finansielle krise rejser krav om skrapere finansiell regulering og mere åbenhed om risikoplysninger fra de enkelte finansielle virksomheder. Kravet er forståeligt, men det bør sikres, at initiativer til at fremme åbenhed om solvenssituationen mm. sker på et gennearbejdet og konsistent grundlag, hvor informationen øger forståelsen for den enkelte virksomheds finansielle situation og ikke på uhensigtsmæssig vis begrænser den risikotagning, der er kerneforretningen for forsikringsselskaber og pensionskasser.