

## **Risikobillede**

Finanstilsynet fører et risikobaseret tilsyn. Det betyder, at Finanstilsynet prioriterer indsatser til tilsynsområder med store risici højere end områder, hvor risici vurderes at være lave. Hvert halve år udarbejder Finanstilsynet derfor et risikobillede til understøttelse af Finanstilsynets prioritering. Risikobilledet tager udgangspunkt i aktuelle individuelle og systemiske risici, der påvirker de virksomheder og områder, som Finanstilsynet har under tilsyn.

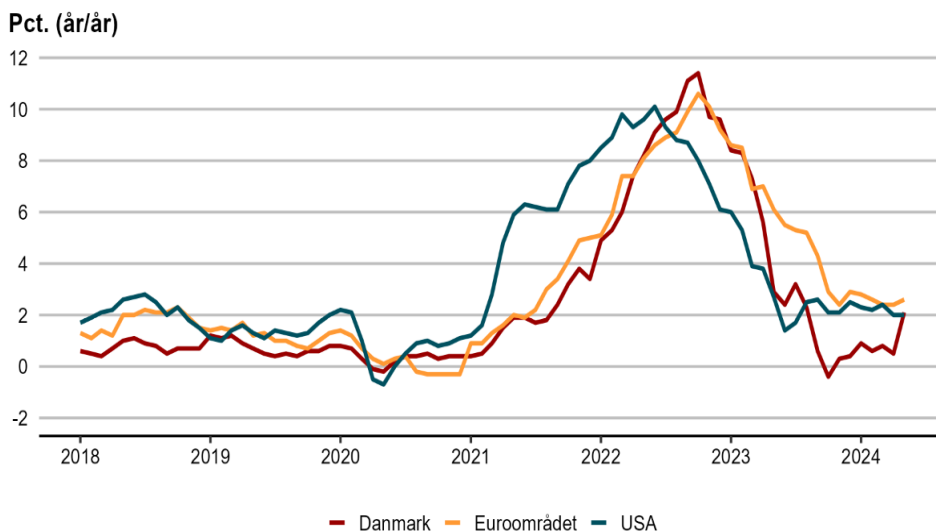
Finanstilsynet vurderer, at de aktuelle centrale tværgående risici er:

- Geopolitiske risici udløser hård recession
- Stigning i risikopræmier og renter
- Cyberrisici herunder nedbrud af kritisk infrastruktur

### **Det makrofinansielle risikobillede**

Det makrofinansielle risikobillede er fortsat domineret af følgevirkningerne af det inflationschok, som ramte dansk og international økonomi i 2022. Inflationen steg til 10 pct., men er faldet hurtigt igen, jf. figur 1. I Danmark har inflationen været lav siden sommeren 2023, men steg til 2,2 pct. i maj 2024. I eu-roområdet og USA er inflationen stadig lidt højere end centralbankernes målsætning om 2 pct.

Figur 1. Inflation

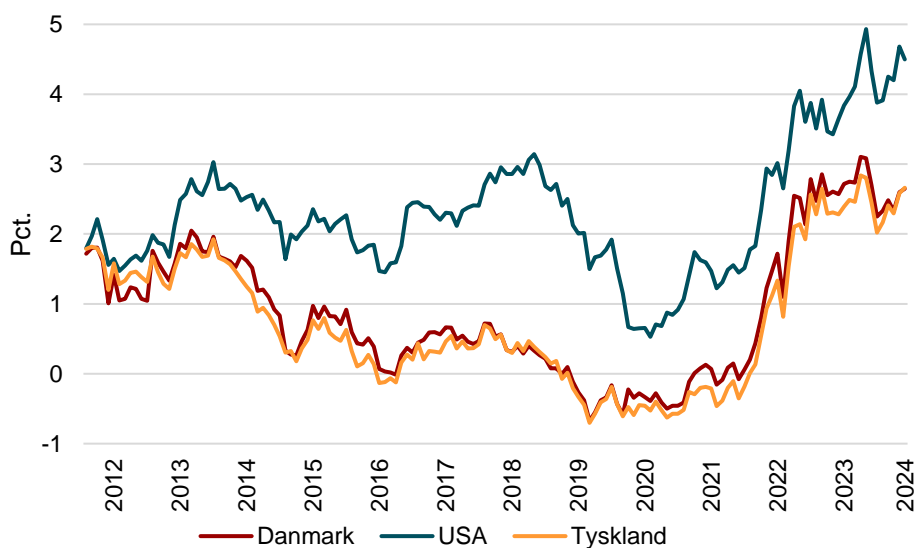


Kilde: Eurostat.

Seneste observation er maj 2024

Centralbankerne reagerede på den høje inflation med kraftige rentestigninger. FED's rente nåede 5,5 pct. i juli 2023, og ECB's rente nåede 4,5 pct. i september 2023. Efter en længere periode med uændrede renter sænkede ECB renten med 0,25 pct. point i begyndelsen af juni, mens FED fortsat har fastholdt renten. Som ventet har den pengepolitiske stramning ført til en markant stigning i markedsrenterne, jf. figur 2, og bankerne har også øget deres udlånsrenter. Indlånsrenterne er også steget, men noget mindre end udlånsrenterne.

Figur 2. Statsobligationsrenter



Anm.: Sidste observation er ultimo maj 2024.

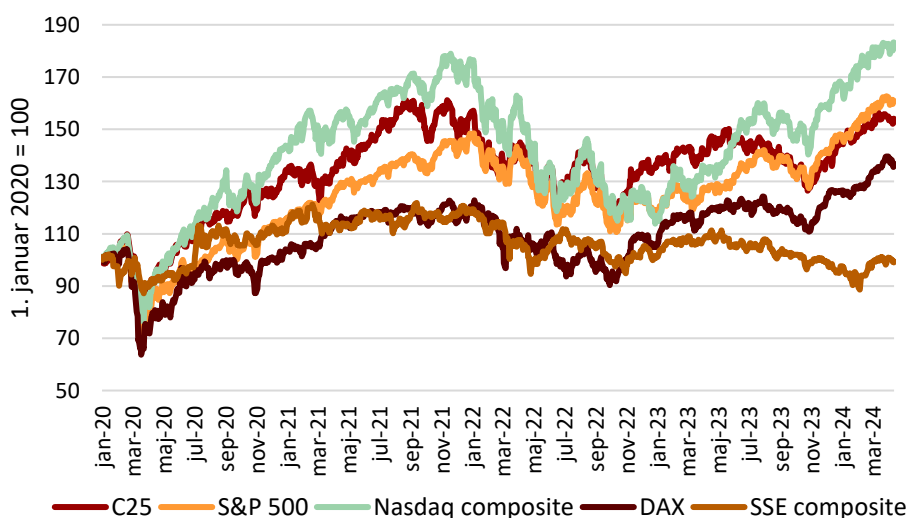
Kilde: Bloomberg.

Lønvæksten er steget til 5-6 pct. i både USA og euroområdet, hvilket afspejler, at lønmodtagerne står med et betydeligt reallønsefterslæb ovenpå inflationschokket. Den høje lønvækst lægger et opadgående pres på priserne, som kan gøre det vanskeligere at få inflationen helt ned på centralbankernes målsætninger.

International økonomi er ramt af afmatning. Væksten i euroområdet har været fraværende i en længere periode, og i Kina ulmer en krise i ejendomssektoren. Dog har amerikansk økonomi overrasket positivt med betydelig vækst i både BNP og beskæftigelse. Hovedparten af den realøkonomiske effekt af de pengepolitiske stramninger må formodes at have indfundet sig, og i betragtning af den seneste udvikling og niveauet af de økonomiske indikatorer vurderes sandsynligheden for en decideret hård landing i international økonomi at være faldet. Et hårdt økonomisk tilbageslag er dog fortsat en risiko, som de finansielle virksomheder bør forholde sig til, blandt andet fordi de geopolitiske risici er forhøjede, og aktivpriserne er høje set i lyset af stigningen i renteniveauet.

Omkring årsskiftet havde investorerne på de finansielle markeder stærke forventninger om rentefald. Særligt for USA er forventningerne aftaget noget i løbet af foråret med afsæt i den fortsat høje inflation og presset på det amerikanske arbejdsmarked. Hvis omstændighederne presser centralbankerne til at fastholde en stram pengepolitik, kan investorerne på de finansielle markeder være nødt til at revurdere deres forventninger til renteutviklingen. Det kan i givet fald udløse store markedskorrektioner, herunder på aktiemarkedene, hvor de ledende indeks er steget meget det seneste års tid, jf. figur 3.

Figur 3. Aktiekurser



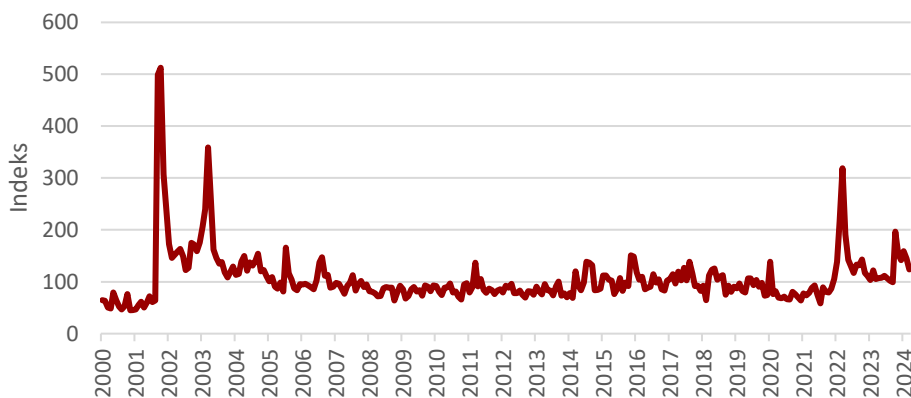
Anm.: Sidste observation er ultimo maj 2024. C25 er et indeks over de 25 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs. S&P 500 er et indeks over 500 store amerikanske virksomheder. DAX er et

indeks over de 40 mest omsatte aktier på børsen i Frankfurt. SSE composite er et indeks over alle aktier, der handles på børsen i Shanghai.

Kilde: Bloomberg.

Indeks over geopolitiske risici steg kraftigt i forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine i februar 2022 og igen ved Hamas' terrorangreb mod Israel og Israels efterfølgende invasion af Gaza, jf. figur 4. Indekset er på det seneste faldet lidt, men ligger stadig over det gennemsnitlige niveau på 100. De geopolitiske forhold er desuden præget af spændingerne mellem Vesten og Rusland og mellem USA og Kina om blandt andet Taiwan. Geopolitiske risici kan materialisere sig i form af sanktioner og handelshindringer, udsving i råvarepriser samt krig og terror- og cyberangreb. Konsekvenserne for produktion og værdikæder kan blive betydelige og i værste fald udløse en hård recession.

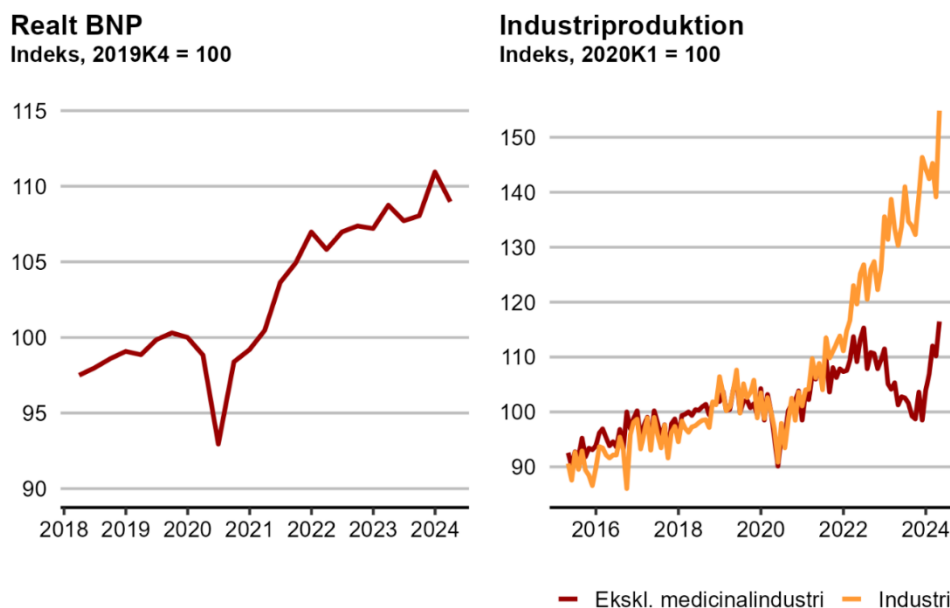
Figur 4. Indeks for geopolitiske risici



Kilde: <https://www.matteociacoviello.com>.

I Danmark har den økonomiske udvikling været robust på trods af de negative tendenser i international økonomi. Mens store samhandelspartnere som Sverige og Tyskland er ramt af stilstand, vokser dansk BNP og beskæftigelse. Fremgangen i Danmark er i meget høj grad drevet af en markant udvikling i medicinalindustrien, jf. figur 5.

Figur 5. BNP og industriproduktion



Kilde: Danmarks Statistik.

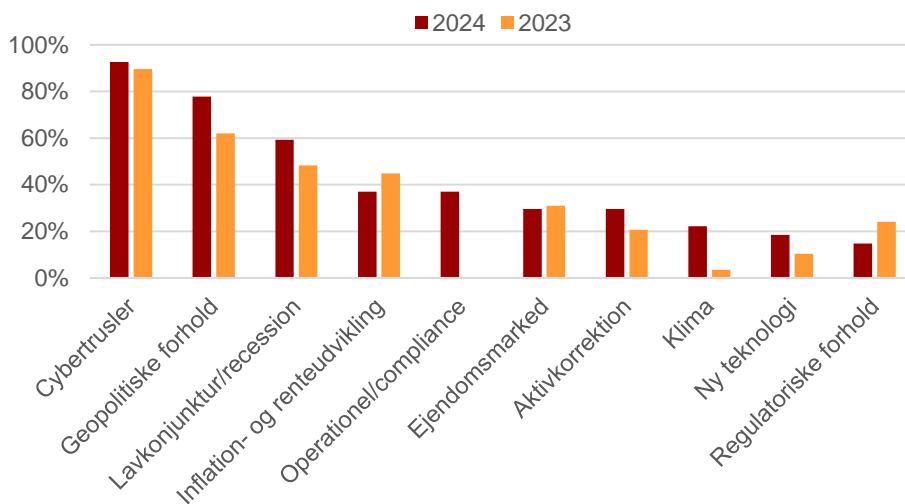
Seneste observation for figuren til venstre er K! 2024 og figuren til højre maj 2024.

De danske boligpriser faldt i 2022 som reaktion på de kraftige rentestigninger, men allerede i foråret 2023 begyndte priserne at stige igen.

På erhvervsejendomsmarkedet har ejendomsselskaberne nydt godt af en lang periode med økonomisk vækst og lave renter. Selskabernes økonomi er dog meget rentefølsom, fordi de fortrinsvis belåner ejendomme med variabelt forrentede lån, og fordi ejendomsværdierne kan falde kraftigt, når renten og afkastkravet stiger. Handelstallene for erhvervsejendomme har været meget lave i 2023, og denne udvikling er fortsat ind i 2024. Samtidig har den udenlandske andel af handlerne kun udgjort knap en tredjedel, mod knap halvdele i perioden 2016-2022. Den lave transaktionsvolumen skaber usikkerhed om den reelle værdi af ejendomsporteføljerne. Hvis renterne forbliver høje i en længere periode, kan det få alvorlige konsekvenser for selskaberne og føre til tab for investorerne i ejendomsfondene.

Cybertrusler fortsætter med at være en kilde til bekymring, jf. figur 6. Finanstilsynet gennemfører årligt en spørgeskemaundersøgelse af de finansielle virksomheders opfattelse af risici. Hele 25 ud af de 27 deltagende virksomheder i undersøgelsen nævner cyberrisici blandt de fem vigtigste risici. Det er på linje med tidligere år, hvor cyberrisici også er blevet fremhævet. Herefter følger geopolitiske forhold, som bekymrer 78 pct. af virksomhederne. Cyberrisici og geopolitiske risici er samtidig de risici, som ifølge virksomhedernes vurdering er vanskeligst at håndtere.

Figur 6. Hvilke risici kan have størst betydning for den finansielle stabilitet i Danmark de kommende tre år?



Note: Figuren viser fordelingen af respondenternes svar på spørgsmålet: "Hvilke risici, vurderer du, kan have den største betydning for den finansielle stabilitet i Danmark indenfor de kommende tre år?". Respondenterne kunne angive op til fem risici. Finanstilsynet har inddelt svarene i kategorier. Figuren viser de kategorier, som flest respondenter har angivet. Kategorien Operationel/compliance er ny i år, hvorfor tal fra 2023 ikke fremgår.

## Risikoscenarier<sup>1</sup>

Med afsæt i det nuværende makrofinansielle risikobillede har Finanstilsynet opstillet nedenstående risikoscenarier, der går på tværs af tilsynsområder:

### Hård recession

I scenariet sker en forværring af den igangværende internationale afmatning med afsæt i det høje renteniveau, den ulmende krise i Kina og materialisering af geopolitiske risici med konsekvenser for råvarepriser og værdikæder.

De forværrede økonomiske forhold får virksomhederne til at reducere investeringerne, og husholdningerne skærer ned på forbruget. Afmatningen i udlandet, herunder i store samhandelspartnere som Sverige og Tyskland, slår hårdt igennem på dansk eksport. Aktiekurser og ejendomspriser falder kraftigt.

De negative dynamikker forstærker hinanden og akkumulerer til et tilbageslag, der i styrke minder om tilbageslaget i forbindelse med finanskrisen i 2008.

<sup>1</sup> Da Finanstilsynet ikke har et modelapparat til at kvantificere de angivne risici, skal de opgjorte konsekvenser betragtes som en ramme for udfaldet, hvis risikoscenariet materialiseres. Scenarierne er udarbejdet ved udgangen af 1. kvartal 2024.

Konsekvenser:

- fald i BNP
- ledighedsstigning
- aktiekursfald
- ejendomsprisfald.

### ***Stigning i renter og risikopræmier***

Aktiekurserne steg i 2023 med afsæt i god indtjening og forventninger om flere rentesænkninger i 2024. Investorerne på de finansielle markeder er generelt optimistiske og har igennem længere tid i bemærkelsesværdig grad undladt at reagere på dårlige nyheder.

Materialisering af geopolitiske risici eller en markant revurdering af investorernes forventninger om pengepolitiske rentesænkninger kan føre til store korrektioner på de finansielle markeder. Høje renter vil desuden presse de offentlige finanser og presse holdbarheden af de offentlige finanser i både USA og Europa.

Et højere renteniveau vil få konsekvenser for priserne på finansielle aktiver og for ejendomspriserne.

Konsekvenser:

- rentestigning og stigende kreditspænd
- aktiekursfald
- ejendomsprisfald.

### ***Angreb på kritisk infrastruktur***

Digitaliseringen af samfundet har øget sårbarheden over for nedbrud af kritisk infrastruktur herunder elnettet, betalingssystemer og datacentre. Større IT-nedbrud hos de største virksomheder kan også have væsentlige systemiske implikationer.

Truslerne kommer fra kriminelle og terrorgrupper, men statsstøttede cyberangreb er også en reel trussel. Det geopolitiske verdensbillede er præget af flere konflikter, herunder krigen i Ukraine, spændingerne mellem USA og Kina om blandt andet Taiwan og Israels krig mod Hamas i Gaza og den tilknyttede konflikt med Iran. Angrebene mod skibstrafikken i Det Røde Hav og Adenbugten skal også ses som en del af de øgede geopolitiske spændinger.

Scenariet indeholder en eskalering af nuværende geopolitiske konflikter eller udbruddet af en ny stor konflikt. Konsekvenserne er øget cyberangreb, eller fysiske angreb på kritisk infrastruktur, samt generel øget usikkerhed og forstyrrelser af værdikæder. Det vil medføre store og forskelligartede konsekvenser for de finansielle selskaber og samfundet som helhed. Risici ved geopolitiske konflikter stiller større krav til de finansielle virksomheders beredskab og krisehåndtering.

Konsekvenser:

- nedbrud af IT-systemer i finansielle virksomheder og datacentraler
- længerevarende strømafbrudelser eller nedbrud af anden kritisk infrastruktur
- større forstyrrelser af værdikæder.

### **Indsatser**

Finanstilsynet har en lang række løbende tilsynsindsatser, der udgør en fast bestanddel af det prudentielle tilsyn, som har til formål at sikre en robust og sund finansiell sektor. F.eks. følger Finanstilsynet løbende risikoopbygningen hos husholdninger og virksomheder og den solvens- og likviditetsmæssige situation hos de finansielle virksomheder. Finanstilsynet gennemfører tillige en række løbende indsatser, der har fokus på ordentlighed i den måde, som finansielle virksomheder behandler deres kunder.

Ud over de løbende tilsynsindsatser har Finanstilsynet iværksat en række indsatser med afsæt i risikobilledet. Disse indsatser er nedenfor opdelt i indsatser, der relaterer sig til en robust finansiell sektor, og indsatser, der relaterer sig til en ordentlig finansiell sektor

### **Indsatser i relation til en robust finansiell sektor**

Robuste finansielle virksomheder er en forudsætning for samfundets økonomiske sammenhængskraft. Det fordrer en balanceret risikotagning, som ikke overstiger virksomhedernes evne til at forblive godt polstrede, så de er klar til at stå imod, når et økonomisk tilbageslag rammer.

Udlån til udlejningsejendomme har været støt stigende i en årrække, samtidig med meget lave renter og stigende ejendomspriser. Denne udvikling er nu vendt, og der er en stigende bekymring for, at højere renter vil presse priserne på udlejningsejendomme og dermed indtjeningen i udlejningsselskaberne. Erhvervsejendomme har tidligere givet betydelige tab for de danske kreditinstitutter og medvirket til forværrede konjunkturedgange. Tab på udlejningsejendomme var således en af årsagerne til, at den internationale Finanskrisen også ramte Danmark i 2008-09. Finanstilsynet foretager derfor i 2024 inspektioner af kreditinstitutternes udlån til udlejningsejendomme og ejendomsprojekter og vil undersøge udenlandske aktørers ageren på det danske ejendomsmarked. Finanstilsynet vil også gennemføre inspektioner af udlån til private og til konjunkturfølsomme erhverv.

I pensionssektoren er andelen af risikofyldte investeringer de senere år steget markant. Alternative investeringer er oftest ikke likvide, og det stiller særlige krav til de processer og metoder, der er for værdiansættelsen. Sker der ikke en retvisende, løbende værdiansættelse, er der risiko for, at afkast og risiko ikke kan vurderes på et tilstrækkeligt grundlag, samt risiko for omfordeling



mellem kunder. I investeringsfonde kan forkert værdiansættelse medføre store, uventede tab. Finanstilsynet vil iværksætte inspektioner om hyppighed og procedurer for løbende værdiansættelser af alternative investeringer i pensionselskaber og forvaltere af alternative investeringsfonde.

Flere livsforsikringselskaber har i en årrække givet store rabatter på syge- og ulykkesforsikringer (SUL) som en del af konkurrencen om firmaordninger. Rabatterne har været finansieret af overskud på pensionsdelen af ordningen. Den ændrede SUL-bekendtgørelse fra 2022 stiller krav om særskilt forvaltning og holdbarhed af hhv. SUL- og livforretningen. Selskabernes SUL-forretning udviser fortsat underskud. Finanstilsynet vil derfor følge udviklingen tæt bl.a. gennem hyppige indberetninger

Finanstilsynet har tidligere givet en række virksomheder påbud om at opgøre Solvens II-hensættelserne korrekt baseret på cash-flow modeller. Korrekte og tilstrækkelige hensættelser er en forudsætning for at kunne honorere de forpligtelser, som selskaberne har påtaget sig i forhold til kunderne. Finanstilsynet forventer ved udgangen af 2024 at være færdig med opfølgningen på virksomhedernes redegørelser om efterlevelse af påbuddet. Herefter vil Finanstilsynet påbegynde funktionsinspektioner på området.

En væsentlig andel af handlen på det danske aktiemarked bliver udført af algoritmer. Eftersom en algoritme kan eksekvere store ordrer og sende dem til flere markedspladser på meget kort tid, er der risiko for, at fejlorder kan ramme markedet relativt hårdt. Nasdaq Copenhagen er tidligere blevet ramt af voldsomme kursfald som følge af en fejlordre. Investeringselskaber, der udfører algoritmehandel, skal sikre sig, at fejlorder ikke rammer markedet, bl.a. ved at førhandelskontroller advarer og blokerer for særligt store ordrer. Imidlertid er der risiko for, at visse investeringselskaber har mangelfulde førhandelskontroller og realtidsovervågning. Finanstilsynet har i 2024 iværksat en undersøgelse af investeringselskabers førhandelskontroller og realtidsovervågning.

Finanstilsynet har de senere år gennemført cyberstresstest, hvor det bliver undersøgt, hvordan de enkelte virksomheder håndterer et omfattende IT-nedbrudsscenario, og hvad konsekvenserne af nedbrudssceneriet vil være. Finanstilsynet vil i 2024/25 gennemføre næste fase i arbejdet med cyberstresstest. Dette vil ske i tæt samarbejde med Nationalbanken. Projektet skal afdekke håndtering og konsekvenser af et omfattende nedbrudsscenario på sektorniveau.

### ***Indsatser i relation til en ordentlig finansiel sektor***

Finanstilsynets vision er, at virksomheder og borgere har berettiget tillid til det finansielle system. De finansielle virksomheder skal handle i overensstemmelse med lovgivningen og agere ordentligt og redeligt i alle forretningsmæssige aspekter. Kunderne skal have værdi af deres finansielle

produkter og ikke påføres unødigt store risici. Den finansielle sektor er også en nøgleaktør i bekæmpelse af økonomisk kriminalitet.

Finanstilsynet vil i 2024/25 have særligt fokus på hvidvaskrisici ift. Korrespondentforbindelser og undersøgelse af virksomhedernes overholdelse af sanktioner mod Rusland og Belarus

De højere renter har medført, at mange boligejere har omlagt deres realkreditlån for at reducere restgælden, men også i forventning om, at renten igen ville falde. En del har valgt at omlægge fra et fastforrentet til et variabelt forrentet lån. Da den fremtidige renteutvikling ikke kendes, er der imidlertid en risiko for, at renten ikke falder eller falder mindre eller senere end forventet. Det er vigtigt, at kreditinstitutterne rådgiver nuanceret og sikrer sig, at kunderne forstår den risiko, de løber. Finanstilsynet vil i 2024/25 undersøge, om rådgivning til kunder ifbm. omlægninger af deres realkreditlån har været fyldestgørende og ordentlig. Undersøgelsen skal belyse, hvordan kunderne oplyses om risikoen ved at konvertere, særligt hvis kunderne vælger at foretage en skrå konvertering.

Andelen af ugaranterede pensioner stiger fortsat. Ved ugaranterede pensioner er det kunderne, der bærer både investerings- og levetidsrisici, uden at de nødvendigvis er fuldt og helt klar over, hvad det betyder. Finanstilsynet har derfor påbegyndt en revision af bekendtgørelse om information til pensionskunderne for derved skabe yderligere fokus på selskabernes kommunikation til kunderne. Derudover overvejer Finanstilsynet at ændre reglerne, så bestyrelserne skal definere produkterne tydeligt, så der er et solidt grundlag for at kommunikere produktet til kunderne.

Investeringsprodukter markedsføres til tider vildledende, hvor afkast angives for højt og for sikkert, og risici undlades eller nedtones. Der findes fejl i de centrale oplysningsdokumenter for investeringsprodukterne, og markedsføringen for produkterne stemmer ikke overens med fakta i oplysningsdokumenterne, som lovgivningen kræver. Investorerne risikerer at basere deres investeringsbeslutninger på misvisende informationer og dermed træffe forkerte valg. Finanstilsynet har derfor øget fokus på markedsføringen af afkast, risiko og omkostninger og vil undersøge forvaltere af alternative investeringsfondes markedsføring i forlængelse af undersøgelsen af samme område i pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber.

Finanstilsynet deltager i 2024 også i tilsynsindsatser koordineret af Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) vedr. bæredygtighedsoplysninger og -risici samt vedrørende selskabernes kortlægning af kundernes bæredygtighedspræferencer i investeringsrådgivningen.

Finanstilsynet har fokus på, at finansielle virksomheder og deres kunder kan realisere de store potentialer, der er ved kunstig intelligens, men at dette sker

på en måde, der tager højde for de risici, der opstår ved brugen af kunstig intelligens. Finanstilsynet har derfor bl.a. offentliggjort et papir om God praksis ved brug af kunstig intelligens i maj 2024 og Rapport om dataetik ved brug af AI i den finansielle sektor i november 2023. Finanstilsynet har i foråret 2024 igangsat en undersøgelse af, i hvor stor udstrækning de finansielle virksomheder rent faktisk gør brug af kunstig intelligens.

EU's forordning om kryptoaktiver (MICA) betyder, at markedet for kryptoaktiver bliver underlagt Finanstilsynets tilsyn. Finanstilsynet har derfor i 2024 fokus på etableringen af tilsynet med de virksomheder, der fra 2025 kan tilbyde investeringsservice med kryptoaktiver. Markedet for kryptoaktiver er præget af betydelige risici, og Finanstilsynet deltager derfor aktivt i europæiske fora for at sikre investorbeskyttelsen, især for detailinvestorer, samt for at fremme tilsynsmæssig konvergens på tværs af de europæiske lande i overgangen fra et ureguleret til et reguleret marked.