

Finanstilsynet
Charlotte Møller

Vores ref. PSK/hes

Journalnr. 1.1.1.2-011

Deres ref.

Dato 10.12.2003

Diskonteringsrentestruktur - møde den 16. december 2003

Kære Charlotte

Tak for tilsagnet om et møde med F&P i Finanstilsynet den 16. december 2003. Vi vil gerne forud for mødet orientere dig om de overvejelser i F&P, der danner baggrund for vores ønske om at drøfte estimation af en diskonteringsrentestruktur med Finanstilsynet.

Med markedsværdiregnskaberne vil der fremover være større mulighed for at anvende individuelle skøn ved ansættelsen af en række parametre, der indgår i opgørelsen af livsforsikringshensættelserne. Selskaberne skal således efter regnskabsbekendtgørelsens § 52 anvende de bedst mulige skøn over de involverede forsikringsrisici, herunder dødelighed og invaliditetshyppighed, de bedst mulige skøn over omkostninger og et skøn over den forventede markedsforrentning.

Overgangen til individuelt fastsatte, centrale skøn for en række væsentlige parametre er en velkendt og accepteret konsekvens af markedsværdiprincippet.

For nogle parametre kan der være god grund til at anvende selskabsindividuelle skøn. Det gælder eksempelvis for dødelighed og invaliditet. Men der er også parametre, hvor det er vanskeligt at argumentere for, at selskaberne skal anvende forskellige skøn. Det gælder ikke mindst for den skønnede markedsrente. Det er således ikke hverken rimeligt eller hensigtsmæssigt, såfremt selskabsspecifikke skøn over den forventede markedsrente betinger forskelle i den opgjorte værdi af forpligtelserne.

Finanstilsynets vejledning om diskonteringsrente

Efter Finanstilsynets vejledning om diskonteringsrente af 20. december 2003 offentliggør Finanstilsynet dagligt en beregnet diskonteringsrente på baggrund af tre toneangivende statsobligationer med tillæg af spændet til en 10-årig renteswap.

Efter vejledningens punkt 6 kan der anvendes en nul kuponrentestruktur, der skal fastsættes efter anerkendte metoder.

Den anvendte diskonteringsrentesats udgør en del af det grundlag, der skal anmeldes til Finanstilsynet. I det omfang selskaberne vælger den skematiske diskonteringsrente, der offentliggøres af Finanstilsynet, vil alle selskaber anvende samme diskonteringsrente. Men det vil ikke være tilfældet, såfremt en estimeret nulkuponrentestruktur tages i anvendelse.

F&P's overvejelser om estimation af en diskonteringsrentestruktur

F&P er bekendt med, at der blandt livsforsikringselskaber og pensionskasser er en stigende interesse for at basere skønnet over markedsrenten på estimation af en nulkuponrentestruktur. Det vil kunne føre til, at de enkelte livsforsikringselskaber og pensionskasser når frem til forskellige estimater for den skønnede markedsrente.

Den skønnede markedsrente er imidlertid en af de parametre, der ikke bør variere mellem selskaberne, jf. også ovenfor. Den skønnede markedsrente bør være et realistisk udtryk for det fremtidige afkast, som det er muligt at opnå for alle pensionsinstitutter.

På den baggrund har F&P i et udvalgsarbejde drøftet, hvorledes en diskonteringsrentestruktur mest hensigtsmæssigt kan estimeres ud fra en nulkuponrentestruktur. F&P har herefter til hensigt at anbefale de livsforsikringselskaber og pensionskasser, der ønsker at basere skønnet over markedsrenten på en nulkuponsrentestruktur, jf. vejledningens punkt 6, at tage en fælles metode i anvendelse.

Inden da ønsker F&P imidlertid at præsentere resultatet af de interne overvejelser for Finanstilsynet med henblik på en drøftelse heraf.

En nulkuponrentestruktur

Til brug for estimation af rentekurver skal der tages udgangspunkt i markedsdata i den valuta, forpligtigelserne opgøres i. Derfor er det naturligt at bruge en DKK-denomineret rentekurve. Dette vurderes ikke at være noget større problem for løbetider op til 10 år. Ud over 10 års løbetider kan der dog være problemer med likviditeten, og derfor vil F&P lægge op til at anvende EUR swaps til at estimere en DKK-rentekurve ud over 10 år.

Metoden indebærer, at der estimeres en EUR-nulkuponkurve for 30 år og en DKK-nulkuponkurve for 10 år. Det antages, at hældningen på de to kurver efter år 10 år er identiske, og derfor bruges hældningen på EUR-kurven til at estimere udviklingen på DKK-kurven efter år 10. Resultatet er, at de to kurver forløber parallelt efter år 10. F&P vurderer, at det er en rimelig antagelse.

Passiver løber i nogle tilfælde betydeligt længere end 30 år, men kvoterede swaps er ikke likvide for disse løbetider. Formelt er der et 50-årigt EUR swap marked, men vurderingen er, at dette ikke er likvidt og derfor ikke egner sig til estimation af rentekurver. Derfor benyttes en flad ekstrapolation.

Der kan anvendes et væld af modeller til estimation af rentekurven. F&P's analyser viser dog, at valget af estimationsmetode i praksis stort set ingen betydning har for de estimerede renter.

Kreditspænd

Til den estimerede diskonteringsrentestruktur bør der lægges et kreditspænd for at nå til et skøn over den markedsbaserede rentestruktur.

F&P vurderer, at det er for usikkert at basere et kreditspænd på det danske obligationsmarked. F&P har derfor haft kontakt til Morgan Stanley med henblik på udarbejdelsen af et kreditspænd, der er baseret på et europæisk renteindeks.

- ./ Morgan Stanley offentliggør et såkaldt Euro Credit Index (ECI), jf. bilag 1. F&P vurderer, at et kreditspænd kan baseres på kreditobligationer med en AA-rating. Af bilaget fremgår en række kategorier af ECI-indekset sammen med flere detaljer (sammensætning og restløbetid) om netop AA-indekset. Det estimerede kreditspænd fremgår af søjlen "Asset Swap Spread". Det ses, at det estimerede kreditspænd stiger med løbetiden og udgjorde 26,5 basispunkter over Euro-swapkurven på løbetiden over 10 år (den 7. november 2003).

Det estimerede kreditspænd som gengivet i bilag 1 er ikke "transformeret" til en nulkuponrentestruktur. Derfor kan det ikke umiddelbart indgå i den beregning, der i givet fald skal foretages af livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne. I det konkrete eksempel vil en omregning af et "Asset Swap Spread" på 26.5 basispunkter blive til et nulkupon-spread på ca. 30.5 basispunkter, dvs. af samme størrelsesorden.

- ./ Yderligere information om Morgan Stanley's indeks findes i vedlagte bilag 2.

F&P har haft kontakt til Morgan Stanley i London og spurgt, om Morgan Stanley vil kunne være behjælpelig med at tilvejebringe de data for kreditspændet, der skal indgå i en estimeret diskonteringsrentestruktur. Det er Morgan Stanley indstillet på, men det har ikke været muligt at afslutte drøftelserne inden årsskiftet.

F&P forventer, at Morgan Stanley på daglig basis vil kunne beregne et kreditindeks ud fra ECI-indekset, der opgives på eksempelvis 4 løbetider: 0-2 år, 2-5 år, 5-10 år og 10+, baseret på en estimeret euro swap rentekurve. Med disse data fra Morgan Stanley kan der relativt simpelt beregnes en nulkuponrentestruktur på kreditspændet, der kan "lægges ovenpå" rentestrukturen.

Kreditspændet på løbetiden over 10 år vil imidlertid være baseret på et relativt "tyndt" datagrundlag. På den baggrund vil F&P anbefale, at løbetidssegmentet over 10 år udgår og erstattes af spændet for den senest foregående periode. Det vil i det konkrete eksempel i bilag 1, side 2, indebære, at kreditspændet for løbetider over 10 år fastsættes til 16 basispunkter i stedet for 26,5 basispunkter. Denne anbefaling vil være foreløbig, idet også spændet for løbetider over 10 år bør medtages i beregningen, når der er opnået tilstrækkelig obligationsmasse og likviditet i de bagvedliggende værdipapirer.

Kreditspænd for 2003

Af tidsmæssige årsager er det som nævnt ikke muligt at beregne et kreditspænd for 2003 ud fra data, der leveres af Morgan Stanley. F&P foreløbige analyser indikerer, at beregningen ellers ville føre til et kreditspænd i størrelsesordenen 25 basispunkter. F&P vil imidlertid lægge op til, at der kun opereres med et spænd på 1/8 point for 2003. Det er et forsigtigt fastsat skøn, der for de kommende år som omtalt søges afløst af et spænd, der beregnes på baggrund af den beskrevne model.

Carsten Andersen
ca@forsikringenshus.dk

Peter Skjødt
psk@forsikringenshus.dk