

De impact van de kredietcrisis op verzekeraars

De kredietcrisis heeft forse sporen nagelaten bij banken en pensioenfondsen. Ook de verzekeringssector is erdoor geraakt, maar het vertrouwen van klanten in de verzekeraars blijft hoog. Bovendien kunnen de verzekeraars de waarde-dalingen van de aandelenportefeuille meestal opvangen.

De kredietcrisis kenmerkt zich door een domino-effect. De verliezen op de Amerikaanse woningmarkt vertaalden zich naar de kapitaalmarkt via de gesecuriteerde producten zoals de effecten op basis van verleende hypotheek (*mortgage-backed securities*). Deze producten verspreidden de risico's door de kapitaalmarkten, zodat de aandelenmarkten enorm daalden en de verliezen groter werden omdat banken het onderlinge vertrouwen in elkaar verloren. Zo veranderde de kredietcrisis *de facto* in een liquiditeitscrisis onder banken. Inmiddels heeft de kredietcrisis ook geleid tot een recessie, waarmee ook de reële economie erbij betrokken raakt. Dit heeft weer rentedalingen tot gevolg gehad. Belangrijke verschillen tussen banken en verzekeraars zijn dat er, ten eerste, geen risico is op een run op verzekeraars en, ten tweede, er minder onderlinge verstremgeling is bij verzekeraars en er dus nauwelijks systeemrisico wordt verondersteld. Daarom zijn in theorie de effecten voor verzekeraars minder groot dan voor banken. In het onderstaande zal blijken in hoeverre verzekeraars worden geraakt door de kredietcrisis.

Gevolgen voor verzekerden

Consumenten maken zich over het algemeen niet veel zorgen over de kredietcrisis en de eventuele recessie die daarop volgt (FD, 22 december 2008). Onderzoek van het Nederlandse Centrum voor Verzekeringsstatistiek (CVS, 2008) toont aan dat particuliere klanten nog steeds vertrouwen hebben in de verzekeringssector (figuur 1). Particuliere klanten maken zich verreweg het meeste zorgen over banken (circa vijftig tot zestig procent van de respondenten), hoewel de zorgen in de laatste metingen in de tijd afnemen. Klanten maken zich vrijwel geen zorgen over verzekeraars: dat doet slechts drie tot zes procent van de respondenten.

Verzekeraars die meededen aan het telefonisch onderzoek melden dat klanten wel meer vragen hebben over de impact van de crisis. Het CVS (2008) meldt in hetzelfde onderzoek ook dat particuliere klanten zich de minste zorgen maken over hun verzekeringen, 20 tot 24 procent van de respondenten (figuur 2). Het is niet precies duidelijk hoe

het kan dat slechts vijf procent van de respondenten zich zorgen maakt over verzekeraars, terwijl twintig procent zich zorgen maakt over verzekeringsproducten. Wellicht is deze paradox veroorzaakt doordat klanten er wel vertrouwen in hebben dat hun verzekeraar uitkeringen blijft verzorgen, terwijl men vreest dat de waarde van beleggingsverzekeringen is gedaald. Dit is niet duidelijk op te maken uit de onderzoeken van CVS (2008). Particulieren maken zich de meeste zorgen over het pensioen en deze zorgen groeien over de tijd, 39 tot 48 procent van de respondenten.

Verzekerden ondervinden wel de gevolgen voor hun beleggingsverzekeringen, omdat de waarde hiervan afhangt van een serie specifieke beleggingen. De beleggingen zijn vaak voor een relatief groot deel belegd in aandelen, omdat de verzekerde er bewust voor kiest om ook het beleggingsrisico te dragen. In Nederland bestaat circa twintig procent van de nieuwe productie van levensverzekeraars uit beleggingsverzekeringen (Verbond van Verzekeraars, 2008). Bij een gemiddelde beleggingsmix van circa zestig procent in aandelen (www.dnb.nl), zouden deze klanten circa dertig procent van hun belegd vermogen verliezen aangezien de aandelenbeurzen circa vijftig procent zijn gedaald sinds 31 december 2007. In totaal is het vermogen voor beleggingsverzekeringen circa honderd miljard euro per ultimo 2007 (www.dnb.nl). De obligatieportefeuille binnen beleggingsverzekeringen is gedaald door neerwaartse bijstellingen en stijgingen van de *credit spreads*. Omdat gedetailleerde informatie ontbreekt, kan deze daling niet precies gekwantificeerd worden. De daling is naar verwachting kleiner dan de waardedaling van aandelen. Wanneer er geen garanties in beleggingsverzekeringen zitten, is het belegde aandelenvermogen dus met circa dertig miljard euro gedaald. De waardedaling van beleggingsverzekeringen is waarschijnlijk tijdelijk, maar het is natuurlijk nog onzeker in hoeverre en wanneer de aandelenkoersen weer op het oude niveau zijn teruggekeerd. Dit is voor klanten een stimulans om hun producten langer voort te zetten in plaats van de lagere waarde nu te verzilveren.

Van andere verzekeringsproducten zullen op termijn de premies stijgen vanwege een dalende rente en een stijgende schadelast. Een lage rente is nadelig voor klanten omdat dit de waarde van verzekeringsverplichtingen doet stijgen. Amerikaans onderzoek wijst uit dat rentestanden tussen de 13 en 23 procent van de schommeling van premies verklaren, afhankelijk van het type verzekering. Dit

RENÉ DOFF

Onderzoeker bij de Universiteit van Amsterdam

geldt voor schade- en levensverzekeringen (Fung *et al.*, 1998 en Zietz, 2003). De hogere schadelast hangt samen met de economische neergang en is een bekend fenomeen voor schadeverzekeraars.

Gevolgen voor verzekeraars

De gevolgen van de kredietcrisis voor verzekeraars zijn het meest zichtbaar in de beleggingsportefeuille. De totale beleggingsportefeuille per eind 2007 bedraagt circa 357 miljard euro. Het is niet mogelijk te achterhalen wat de uitstaande beleggingen voor de gehele Nederlandse markt zijn in subprime hypotheek die de aanleiding waren voor de kredietcrisis. Partijen die dit wel separaat en gedetailleerd per kwartaal publiceren zijn ING Verzekeringen en Aegon. Afgezet tegen het totale vermogen zijn de directe verliezen niet desastreus (tabel 1). ING Verzekeringen verliest circa 1,6 miljard euro van de subprime en alt-A RMBS portefeuille (5,8 procent van het vermogen) en Aegon circa vijfhonderd miljoen euro (2,5 procent van het vermogen).

Een zeer belangrijke consequentie van de kredietcrisis is dat de aandelenmarkten ineens stortten. Tussen 1 januari en midden november 2008 verloren alle aandelenmarkten 45 tot 55 procent van hun waarde. Hier wordt met de S&P500-index gerekend, die in het jaar 2008 met circa vijftig procent daalde

Op basis van publieke informatie is te constateren dat het merendeel van de verzekeraars een totale verdamping van de aandelenportefeuille kan dragen

(www.bloomberg.com). Voor levensverzekeraars zijn aandelen ultimo 2007 ruim 35 procent van het balanstotaal en bij schadeverzekeraars is dat circa twintig procent.

Obligaties zijn de grootste beleggingscategorie voor zowel levens- als schadeverzekeraars. Ze maken ongeveer 40 en 35 procent uit voor levens- respectievelijk schadeverzekeraars. De effecten op de obligatiemarkten zijn onvoldoende te kwantificeren op basis van publieke, sectorbrede informatie;

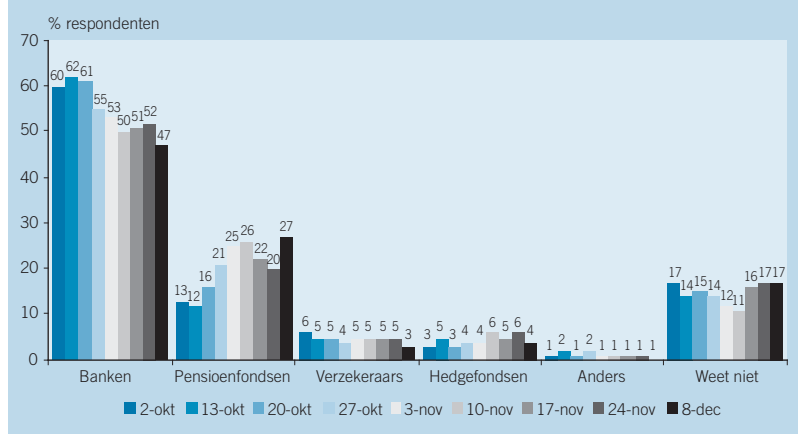
vervolgonderzoek is nodig om hier gedetailleerd inzicht in te geven. De interviews wijzen uit dat de verliezen op de obligatieportefeuilles van verzekeraars minder groot zijn dan op de aandelenportefeuilles. Bovendien heeft de gedaalde rente gevolgen voor de waarde van verzekeringsverplichtingen zeker in verband met aan klanten gegarandeerde rendementen, maar ook hiervoor is gedetailleerd vervolgonderzoek nodig. Het inzicht in de gevolgen van de lagere rente voor de gehele Nederlandse verzekeringsmarkt ontbreekt volledig en het is goed mogelijk dat hier nog onprettige verrassingen ontstaan.

Op basis van publieke informatie is te constateren dat het merendeel van de verzekeraars een totale verdamping van de aandelenportefeuille kan dragen zonder onder de huidige wettelijke solvabiliteitseisen te komen. Dit wordt vooral veroorzaakt doordat de huidige wettelijke eisen totaal verouderd zijn en feitelijk niets zeggen over het risico. De grotere en geavanceerde verzekeraars sturen intern ook niet primair op deze maatstaf (Doff, 2007). Het raamwerk voor solvabiliteitseisen wordt ook vernieuwd via het Europese Solvency II project, dat van kracht is vanaf 2012, en dat broodnodig is voor de sector. Daarom wordt geanalyseerd welke verzekeraars door de daling van de aandelenbeurzen drempels overschrijden die hun rating negatief zou kunnen beïnvloeden. Hierbij worden de ratingcriteria van Moody's gehanteerd (Moody's, 2006a en 2006b). Moody's hanteert meerdere criteria om een rating vast te stellen, maar de kredietcrisis raakt alleen de score op het criterium *capital adequacy*, oftewel solvabiliteit; de andere criteria blijven relatief constant. Tabel 2 toont de bepaling van het criterium *capital adequacy* en de drempels die een bepaalde rating rechtvaardigen.

Zowel schade- als levensverzekeraars weerstaan gemiddeld een daling van 57 procent van de aandelenkoersen, maar de spreiding rondom dit gemiddelde is aanzienlijk. Van de 69 levensverzekeraars kunnen 37 partijen een vijftigprocent-koersdaling weerstaan zonder de ratingdrempel te overschrijden. 32 partijen overschrijden bij een vijftigprocent-koersdaling een ratingdrempel en hiervan hebben achttien partijen per 31 december 2007 derivaten op de

Figuur 1

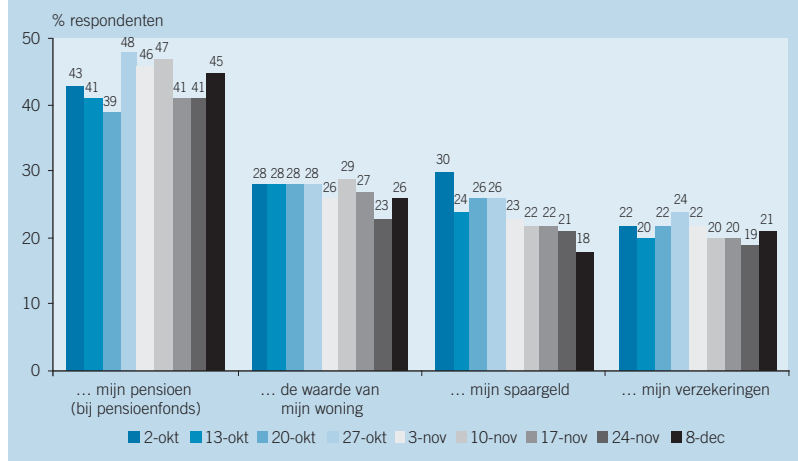
Stelling: "Welke financiële instelling wordt volgens u het zwaarst getroffen door de kredietcrisis?"



Bron: CVS, 2008

Figuur 2

Stelling: "Ik maak me zorgen over..."



Bron: CVS, 2008

balans gespecificeerd. De veertien overige verzekeraars overschrijden bij een vijftigprocent-koersdaling een ratingdrempel en hebben geen derivaten. Dit zijn veelal kleine partijen, maar ook enkele partijen die tot een grotere verzekeringsgroep behoren. Van de 229 schadeverzekeraars kunnen 157 partijen een vijftigprocent-koersdaling weerstaan zonder een ratingdrempel te overschrijden. 72 partijen overschrijden wel een ratingdrempel, waarvan elf partijen derivaten hebben gespecificeerd per 31 december 2007. De 61 schadeverzekeraars die wel een ratingdrempel overschrijden en geen derivaten hebben zijn kleine schadeverzekeraars en enkele zowel grote als kleine zorgverzekeraars. Het is zorgwekkend dat de kleinere verzekeraars ratingdrempels overschrijden, omdat zij vaak geen rating hebben en wellicht dergelijke risico-indicatoren niet actief monitoren. De praktijk is dat deze partijen nog sturen op de huidige solvabiliteitsnormen, waarvan hierboven al is geconcludeerd dat deze volstrekt onvoldoende zijn. Ook dit geeft de noodzaak aan van een adequaat risicosensitief toezicht, zoals in Solvency II.

Conclusie

De kredietcrisis heeft de verzekeringsbranche bepaald niet onberoerd gelaten. Klanten hebben echter nog steeds zeer veel vertrouwen in verzekeraars. De inschatting is dat beleggingsverzekeringen van klanten met circa dertig procent in waarde zijn gedaald door de aandelencrash. Daarnaast is de verwachting dat op termijn de premies zullen stijgen. Verzekeraars zelf doorstaan de aandelencrash door de kredietcrisis relatief goed. De meeste instellingen kunnen de verliezen op hun aandelenbeleggingen opvangen en hebben voldoende solvabiliteit, maar er zijn wel enkele partijen die al in de gevarezone zijn gekomen. Dat zijn over het algemeen kleinere verzekeraars. Vervolgonderzoek is nodig om voldoende inzicht in de verliezen van obligatieportefeuilles en de effecten van de gedaalde rente vast te stellen. De gedaalde rentestand zou nog wel eens een naar staartje aan de kredietcrisis kunnen geven. Al met al is Solvency II noodzakelijk, omdat het huidige toezichtsraamwerk niet is gebaseerd op risico's zoals die zich het afgelopen jaar manifesteerden.



Tabel 1

| Verliezen kredietcrisis door subprime beleggingen. | | | | |
|--|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | Marktwaaarde (mln euro's) | | | |
| | ultimo 2007 | 1e kwartaal | 2e kwartaal | 3e kwartaal |
| ING Verzekeringen | | | | |
| RMBS subprime | 2.529 | 2.130 | 2.040 | 2.056 |
| RMBS Ait-A | 3.779 | 2.969 | 2.869 | 2.622 |
| CDO's | 571 | 1.662 | 3.024 | 3.915 |
| | 6.879 | 6.761 | 7.933 | 8.593 |
| Waardedaling RMBS | 0,0% | 19,2% | 22,2% | 25,8% |
| Eigen vermogen | 27.889 | | | |
| Aegon | | | | |
| RMBS subprime | 2.523 | 2.094 | 1.880 | 1.907 |
| RMBS Ait-A | 844 | 989 | 1.012 | 960 |
| CDO's | 977 | 781 | 830 | 863 |
| | 4.344 | 3.864 | 3.722 | 3.730 |
| Waardedaling RMBS | 0,0% | 8,4% | 14,1% | 14,9% |
| Eigen vermogen | 19.910 | | | |

Bron: Kwartaalrapportages van ING en AEGON

Tabel 2

| Criteria waarop Moody's solvabiliteit beoordeelt. | | | | | | |
|---|------------------|------|-------|------|------|-----|
| | | AAA | AA | A | BBB | BB |
| Leven | CAR ¹ | >12% | 8-12% | 6-8% | 4-6% | <4% |
| Schade | ULR ² | <2 | 2-3 | 3-5 | 5-7 | >7 |

¹ Capital Adequacy Ratio = $\frac{\text{Capital}}{\text{Total assets}} \times 100\%$

² Underwriting Leverage Ratio = $\frac{\text{Premium} + \text{reserves}}{\text{Capital}} \times 100\%$

Bron: Moody's, 2006a en 2006b

LITERATUUR

- Centrum voor Verzekeringsstatistiek (CVS) (2008) *Consumentenopinionen over de kredietcrisis*, bijlage bij wekelijkse nieuwsbrief over kredietcrisis van Verbond van Verzekeraars, 15 december 2008.
- Doff, R. (2007) *Risk management for insurers*. Londen: Risk Books.
- Fung, H., G. Lai, G. Patterson en R. Witt (1998) Underwriting cycles in property and liability insurance: an empirical analysis of industry and by-line data. *Journal of risk and insurance*, 65(4), 539-561.
- Het Financieele Dagblad (FD) (2008) *Consument ligt niet wakker van crisis*. 22 december 2008.
- Moody's (2006a) *Moody's global rating methodology for life insurers*. September 2006.
- Moody's (2006b) *Moody's global rating methodology for property and casualty insurers*. September 2006.
- Verbond van Verzekeraars (2008) *Verzekerd van cijfers 2008*. Den Haag: Verbond van Verzekeraars.
- Zietz, E. (2003) An examination of the demand for life insurance. *Risk management and insurance review*, 6(2), 159-191.