
Pensionsopsparing

Paul Lassenius Kramp, Økonomisk Afdeling, Jane Lee Lohff, Handelsafdelingen og Jens Pagh Maltbæk, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det danske pensionssystem kan opdeles i tre dele, nemlig skattefinansierede pensioner (fx folkepension) samt tvungne (fx arbejdsmarkedspensioner) og frivillige opsparingsbaserede pensioner. Pensionssystemet har været under forandring med stadig stigning i omfanget af opsparingsbaserede pensionsordninger, og det vil fortsætte i de kommende årtier. Pensionsopsparing er således blevet en meget stor komponent i den private sektors finansielle balance og har afgørende betydning på det danske kapitalmarked.

Udbygningen af et opsparingsbaseret system har betydet, at ind- og udbetalingerne fra de opsparingsbaserede pensionsordninger er steget kraftigt. I 1984 blev i gennemsnit omkring 4 pct. af lønnen indbetalt til en pensionsordning, og det er øget til næsten 11 pct. i 2010. Samtidig er udbetalingerne vokset fra at udgøre omkring 15 pct. af de samlede pensionsudbetalinger i 1984 til omkring 35 pct. i 2010. Når pensionssystemet er fuldt modnet, skønnes andelen at være omkring 50 pct.

Kombinationen af store nettoindbetalinger, akkumuleret afkast og kapitalgevinster har betydet, at husholdningernes pensionsformue er fordoblet i løbet af de seneste 15 år til at udgøre 142 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, ultimo 2010. Udviklingen har bidraget til en markant balanceoppustning, hvor husholdningerne har øget deres aktiver og passiver. Baseret på en stiliseret fremskrivning i Dream skønnes deres pensionsformue at stige med yderligere 60 pct. af BNP i løbet af de næste 30 år. Isoleret set trækker det i retning af, at deres bruttogæld vil vokse yderligere i de kommende år, idet husholdningerne må forventes af inddrage omfanget af pensionsopsparing i overvejelser om graden af afvikling af belåning af bolig m.v.

De store pensionsformuer placeret i pensionselskaberne betyder, at pensionssektoren er blevet en af de største aktører på de finansielle markeder herhjemme. Pensionssektoren ejer fx omkring 50 pct. af de danske statspapirer og mere end 30 pct. af den danske realkreditgæld.

Den europæiske gældskrise medførte unormale finansielle markedsforhold, der bl.a. gav sig udslag i faldende renter, større volatilitet og

pres på pensionselskabernes økonomiske buffere. Udviklingen kunne føre til en selvforstærkende spiral, hvor faldende renter medfører unormalt efterspørgselspres på danske obligationer, som igen presser renterne yderligere ned. En sådan udvikling kunne få negative konsekvenser for pensionsopsparerne. For at imødegå dette blev dele af reguleringen tilpasset, bl.a. blev den såkaldte diskonteringskurve ændret i slutningen af 2011.

DET DANSKE PENSIONSSYSTEM

Danmark har i dag et system for alderspension, der består af tre søjler: skattefinansierede pensioner (bl.a. folkepension), tvungne opsparingsbaserede pensioner (bl.a. arbejdsmarkedspensioner) og frivillige opsparingsbaserede pensioner.

Første søjle, skattefinansierede pensioner

Søjlen består af bl.a. folkepension, efterløn og tjenestemandspensioner. Kendetegnende for dem er, at de hovedsageligt finansieres via de løbende skatteindtægter samt supplerende efterlønsindbetalinger. Der er således ikke tilknyttet nogen pensionsformue, hvilket betyder, at størrelsen af pensionerne ikke direkte påvirker de finansielle markeder.

Anden og tredje søjle, opsparingsbaserede pensioner

De fleste lønmodtagere har i dag en arbejdsmarkedspension, dvs. en opsparingsbaseret pension. Pensionsordningerne blev introduceret på forskellige tidspunkter for forskellige faggrupper, men generelt sådan at arbejdsmarkedspensionen først fandt vej på funktionærområderne, hvor forskellen på lønindkomst forud for pensionering og folkepensionen var størst. I slutningen af 1980'erne blev arbejdsmarkedspensioner og pensionsbidragenes størrelse en del af overenskomsterne på LO/DA-området med forskel fra område til område. De indbetalte pensionsbidrag blev administreret af lønmodtagernes nye pensionskasser.

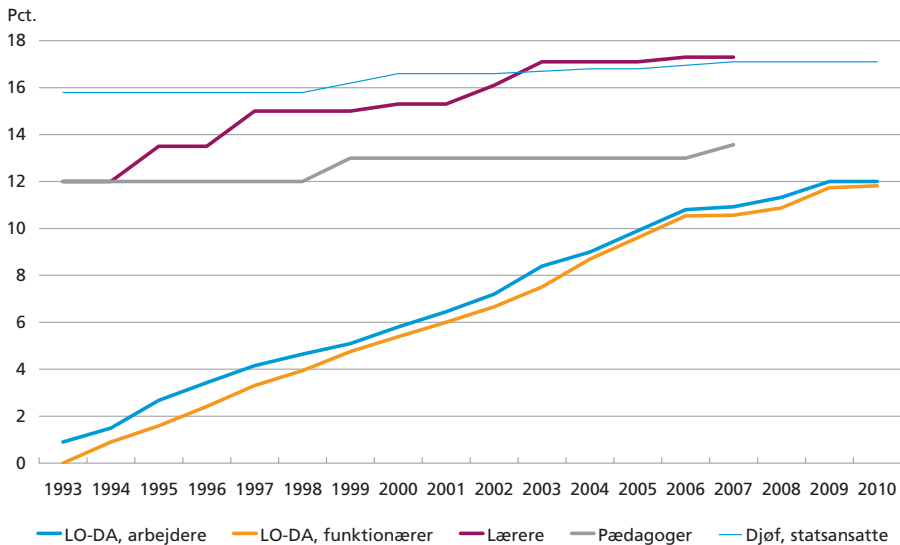
Der var politisk opbakning til denne udvikling, bl.a. fordi det fremover ville mindske forskellen mellem indkomst før pension og summen af folkepension og arbejdsmarkedspension og dermed begrænse presset for øgede offentlige udgifter på dette område.

Størrelsen af bidragsatsen¹ til arbejdsmarkedspensionerne er en del af overenskomsterne mellem arbejdsmarkedets parter på de enkelte overenskomstområder. For store grupper af lønmodtagere har bidragsatsen været stigende igennem de sidste knap 20 år, jf. figur 1. Sættes indbeta-

¹ Se anmærkningen til figur 1 for definitionen af bidragsats.

BIDRAGSSATSER FOR ARBEJDSMARKEDSPENSION

Figur 1



Anm.: Bidragssatserne er de aftalte satser i overenskomsterne. I figuren er de beregnet efter nettometoden, dvs. bidragsprocenten beregnes som andel af lønmodtagerens løn (inkl. skat og arbejdsmarkedsbidrag) ekskl. eget pensionsbidrag.

Kilde: De Økonomiske Råd (2008).

lingerne i forhold til de samlede lønudbetalinger, fås en aggregeret bidragsats. Den er steget fra omkring 4 pct. i 1984 til næsten 11 pct. i 2010.

Næsten 90 pct. af befolkningen i alderen 16-66 år indbetaler til Arbejdsmarkedets Tillægspension, ATP, der er en lovbestemt opsparingsbaseret pensionsordning for lønmodtagere og ledige.¹ Derudover indbetaler bl.a. selvstændige til private opsparingsbaserede pensionsordninger.

Opsparingen til pension adskiller sig fra anden opsparing ved at være målrettet pension. Det betyder, at den typisk er bundet² frem til pensionering, og at den er skattebegünstiget, bl.a. beskattes kapitalafkast af pensionsordninger med 15,3 pct., hvor afkastet af fri finansiel opsparing beskattes højere som kapitalindkomst (mellem 25 og 50 pct. afhængig af indkomstsammensætningen).³ Endvidere er indbetalingerne fuldt fradragsberettigede, men ved udbetaling beskattes beløbene som indkomst.⁴ Er indkomstkattesatsen lavere på udbetalingstidspunktet end på indbetalingstidspunktet (fx hvis man som pensionist ikke betaler topskat, selv om man havde fradrag i topskatten som erhvervsaktiv),

¹ Jf. ATP (2008).

² Det er muligt at få visse typer af pensionsordninger udbetalt før pensionering mod at betale en ekstra skat. Normalt beskattes førtidige udbetalinger med 60 pct.

³ Satsen for pensionsafkastskat er midlertidigt forhøjet fra 15,0 til 15,3 pct. i 2012 og 2013.

⁴ Der er loft over skattefradraget for visse pensionstyper, bl.a. kapitalpension og ratepension.

PENSIONSINDBETALERE I ALDERSGRUPPEN 30-55 ÅR

Tabel 1

Antal personer/pct. af aldersgruppen	1988	1995	2005
	Antal		
Arbejdsmarkedspension	671.063	1.041.560	1.337.769
Privat pensionsordning	560.694	675.297	620.314
Mindst én pensionsordning	1.019.283	1.320.615	1.505.239
	Pct.		
Arbejdsmarkedspension	37	56	69
Privat pensionsordning	31	36	32
Mindst én pensionsordning	56	71	77

Anm.: Tjenestemænd er ikke inkluderet. Ekskl. indbetalinger til ATP. Antallet af personer, der har en pensionsordning, er større end antallet, der i et givent år indbetaler. Det skyldes, at der fx ikke indbetales i perioder, hvor man er arbejdsløs. Udbredelsen af pensionsordninger er derfor større end, hvad der umiddelbart fremgår af tabellen.

Kilde: De Økonomiske Råd (2008).

opnås der umiddelbart en yderligere skattefordel.¹ I modsat retning trækker, at private pensionsordninger og tjenestemandspensioner i en række tilfælde modregnes i offentlige ydelser.

Antallet af personer, der har en opsparet pensionsformue, har været stigende gennem mange år, men udviklingen tog for alvor fart i begyndelsen af 1990'erne, da arbejdsmarkedspensioner blev indført på LO/DA-området, jf. tabel 1.

Siden årtusindskiftet er indbetalingerne fra opsparingsbaserede ordninger vokset langt kraftigere end udbetalingerne og udgør i dag 6-7 pct. af BNP, jf. figur 2, hvilket hovedsageligt afspejler udbredelsen af arbejdsmarkedspensionen.² Nettoindbetalingerne er det seneste årti steget fra ca. 1,5 pct. til omkring 3 pct. af BNP. Afkastet i ordningerne (efter skat) svinger meget fra år til år omkring 5 pct. af BNP. Den flade udvikling i afkastet i pct. af BNP afspejler to modsatrettede effekter, nemlig faldende nominelle renter, men stigende pensionsformuer.

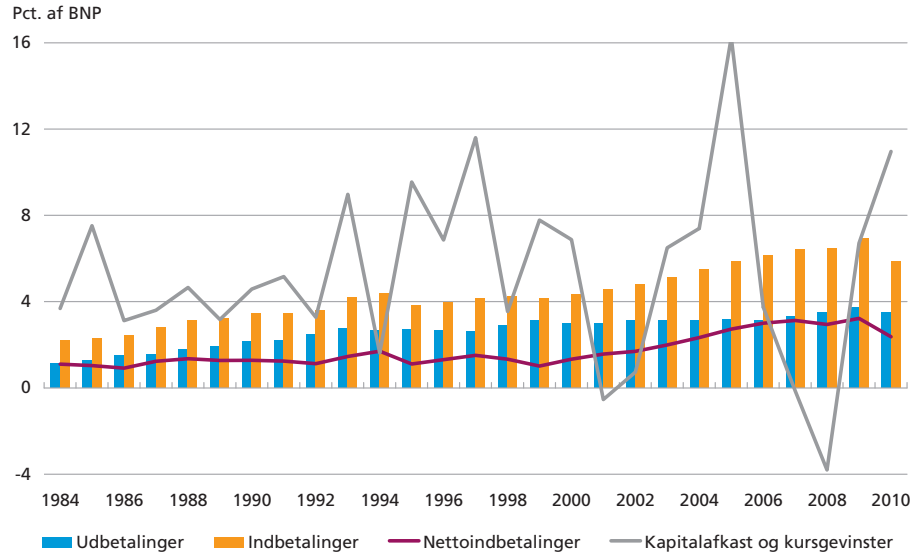
Udbetalingerne fra opsparingsbaserede ordninger er vokset fra omkring 1 pct. i 1984 til ca. 3,5 pct. af BNP i 2010. Den kraftige vækst betyder, at de i dag udgør omkring 35 pct. af de samlede pensionsudbetalinger mod ca. 15 pct. i 1984. Når pensionssystemet er fuldt modnet, forventes andelen at være steget til omkring 50 pct., jf. Velfærdskommissionen (2006). De stigende udbetalinger fra pensionsordninger betyder, at dækningsgraderne – dvs. indkomsten som pensionist i forhold til indkomsten som erhvervsaktiv – har været stigende. Fremadrettet forventes dækningsgraderne at stige yderligere, efterhånden som pensions-

¹ Det er dog usikkert, hvor stor tilskyndelse der ligger i skatteasymmetrier mellem ind- og udbetaling, idet marginals-katten på udbetalingstidspunktet er ukendt. Med de gældende regler er den samlede marginals-kat på udbetalingstidspunktet ofte ganske høj som følge af modregning i bl.a. folkepensionstillægget, jf. Møller og Parum (2007).

² BNP-væksten var høj i sidste halvdel af 1990'erne. Det betyder, at nettoindbetalingerne som andel af BNP ikke steg. Stigningen i nettoindbetalingerne fra 1999 og frem fremtræder derfor ekstra kraftig.

IND- OG UDBETALINGER FRA OPSPARINGSBASEREDE ORDNINGER

Figur 2



Anm.: Inkl. ind- og udbetalinger fra SP, DSP og LD. Data fra før 1995 er konstrueret ved at tilbageføre niveauet fra 1995 ved hjælp af udviklingen i ind- og udbetalinger inkl. transaktioner i forbindelse med overførsel af pensionsopsparingen fra ét selskab til et andet. Kapitalafkast og kursgevinster er residualberegnet og måler derved afkastet efter skat. Tallene for 2008-10 er foreløbige.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra ADAM og Danmarks Statistik.

systemet modnes. Det gælder især for grupper, der først i de senere år er begyndt at indbetale til en arbejdsmarkedspension, fx lønmodtagere på LO/DA-området, jf. Velfærdscommissionen (2006).

HUSHOLDNINGERNES SAMLEDE FINANSIELLE BALANCE

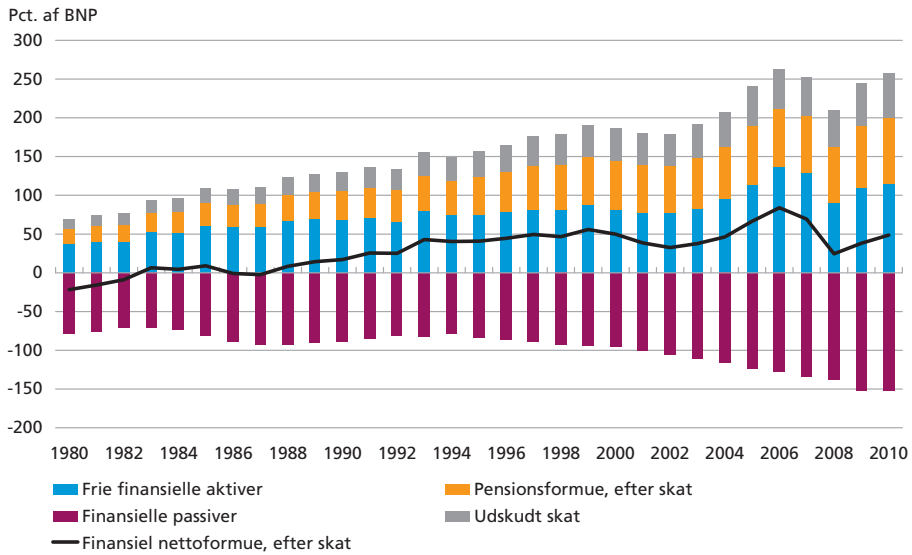
Husholdningernes samlede finansielle nettoformue steg frem til midt i 1990'erne, jf. figur 3. Fra slutningen af 1990'erne frem til 2010 har den finansielle nettoformue udgjort en nogenlunde konstant, men svingende andel af BNP. Den finansielle nettoformue påvirkes dog i stor grad af udviklingen i aktiekurserne og er dermed på kort sigt konjunkturdrevet. Fra ultimo 2006 til ultimo 2008 faldt aktiepriserne kraftigt, og det gav anledning til store kurstab. Siden da har husholdningerne øget deres opsparingskvote, hvilket isoleret set trækker i retning af, at de finansielle nettoaktiver stiger i de kommende år.¹

Udviklingen dækker over en betydelig vækst i både husholdningernes pensionsformue og frie finansielle aktiver. I modsat retning trækker, at husholdningerne har øget deres bruttogæld, således at der samlet er sket en markant balanceoppustning.

¹ Fra ultimo 2010 til ultimo 2011 faldt de danske aktiekurser med omkring 15 pct., hvilket har reduceret den finansielle nettoformue, ekskl. pension. I begyndelsen af 2012 er kurserne dog steget til omkring niveauet fra ultimo 2010.

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE BALANCE

Figur 3



Anm.: Pensionsformuen er opgjort efter skat, dvs. med fradrag af den skønnede fremtidige indkomstskat af udbetalingerne. Dermed er værdien af pensionsformuen for husholdningerne gjort sammenlignelig med den øvrige finansielle opsparing, der ikke er fradragsberettiget og derfor heller ikke skattepligtig. Pensionsformuen før skat er lig med pensionsformuen efter skat plus udskudt skat.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Væksten i den samlede finansielle nettoformue efter skat blev i perioden 1980-2010 drevet ligeligt af stigningen i pensionsformuen og den frie finansielle formue, jf. tabel 2. Den øgede opsparing bidrog til, at der i samme periode var et omsving fra permanente underskud til permanente overskud på betalingsbalancens løbende poster. Dette skyldes en række faktorer, hvor de to vigtigste har været udbygningen af den private pensionsopsparing og en lavere værdi af rentefradragsretten.

Ud over den finansielle nettoformue har husholdningerne store reale aktiver, især en betydelig boligformue. I Danmark er boligformuen relativt likvid, idet det danske realkreditsystem gør det nemt at optage lån

ÆNDRINGER I HUSHOLDNINGERNES BALANCE

Tabel 2

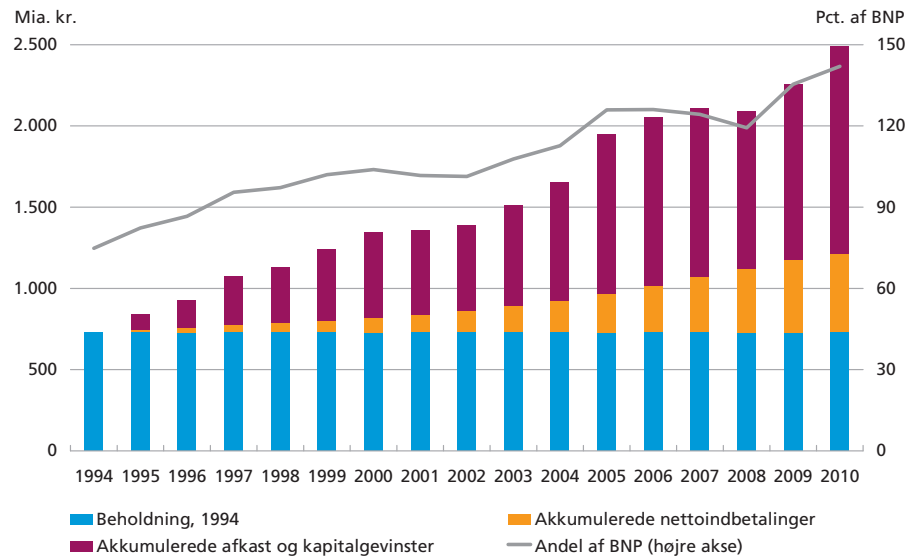
Ændringer i pct. af BNP	Ændring 1980-2010
Finansiell nettoformue, efter skat	70
Finansielle aktiver, efter skat	144
Heraf: Pensionsformue før skat	111
Udskudt skat ¹	-45
Pensionsformue efter skat	66
Frie finansielle aktiver	77
Bruttogæld	73

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Udskudt skat er beregnet som 40 pct. af pensionsformuen.

HUSHOLDNINGERNES FORMUE PLACERET I PENSIONSSLESKABER

Figur 4



Anm.: Pensionsformue er opgjort før skat. Nettoindbetalinger er baseret på tal fra ADAM.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

mod sikkerhed i boligen. Den store boligformue har således været en forudsætning for, at husholdningerne har kunnet øge bruttogælden gennem de sidste 30 år.

Væksten i husholdningernes pensionsformue skyldes en kombination af store nettoindbetalinger (ca. 25 pct.) samt akkumuleret afkast og kapitalgevinster (ca. 75 pct.), jf. figur 4.

Baseret på en stiliseret fremskrivning i Dream¹ skønnes husholdningernes pensionsformue at stige med godt 60 pct. af BNP i løbet af de næste 30 år, jf. figur 5.

Det skal bemærkes, at det ud fra den aggregerede nettoformue alene ikke er muligt at vurdere husholdningernes sårbarhed over for økonomiske chok, idet fordelingen af formue og gæld ikke kendes.

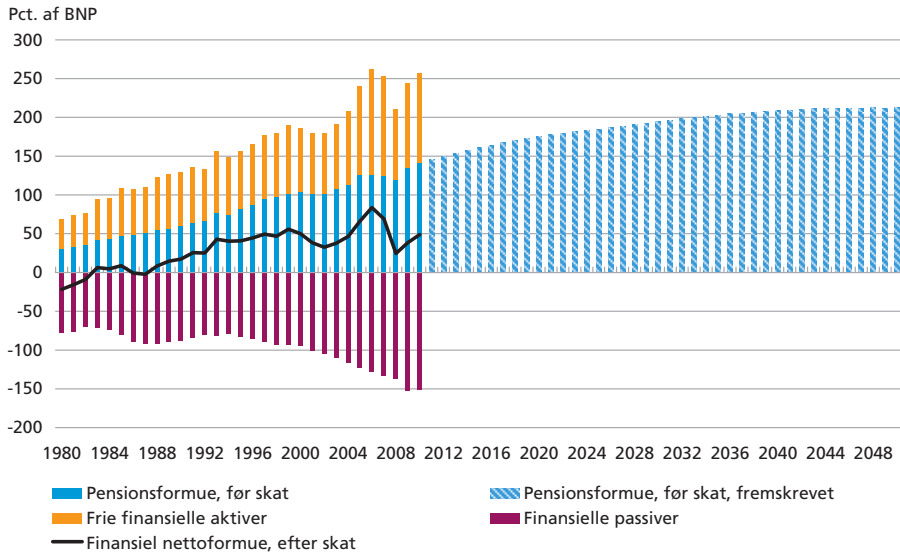
Det er ikke muligt ud fra de store og delvis modsatrettede ændringer i henholdsvis pensionsopsparing, den fri finansielle formue og bruttogælden at konkludere, i hvilket omfang udviklingen i den samlede finansielle opsparing kan tilskrives ændringer i opbygningen af pensionsystemet og lavere rentefradrag mv.

Det må forventes, at husholdningerne har og fremover vil inddrage viden om, hvor stor deres pensionsopsparing er, i disponeringen af deres samlede opsparing, herunder placering i frie aktiver, afdrag på bolig-gæld og optagelse af nye lån. Som eksempler kan nævnes, at tvungen

¹ Danish Rational Economic Agents Model. Se <http://www.dreammodel.dk/>

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE NETTOFORMUE OG FREMSKRIVNING AF PENSIONSFORMUEN

Figur 5



Anm.: Pensionsformuen er før skat. Fremskrivningen er baseret på Dream, men hvor niveauerne er tilpasset de historiske tal. Det betyder, at pensionsformuen er øget med omkring 7 pct. af BNP i hele perioden.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og Dream.

ADFÆRDSMÆSSIGE KONSEKVENSER AF ARBEJDSMARKEDSPENSIONER

Boks 1

Arbejdsmarkedspensionerne indebærer, at en stor del af lønmodtagerne skal indbetale en del af deres løn til pensionsordninger. Det er usikkert, hvordan og i hvilket omfang indførelsen af tvungne og brugen af frivillige pensionsordninger har påvirket husholdningernes samlede opsparing og balance. Husholdningernes adfærd i forbindelse med pensionsopsparing afhænger af en række faktorer, bl.a. omfanget af modregning af offentlige ydelser og likviditetsbegrænsninger. Samtidig er perioden fra slutningen af 1980'erne også kendetegnet ved ændringer i andre forhold, der påvirker opsparingslysten, specielt en lavere skatteværdi af rentefradragsretten og mange år med lav inflation.

En empirisk analyse på data på individniveau i perioden 1998-2004 finder en relativt lille fortrængningseffekt. Her konkluderes det, at den samlede opsparing stiger med ca. 70-80 øre for hver krone, der indbetales via en tvungen pensionsopsparing, jf. De Økonomiske Råd (2008). Det betyder ifølge analysen, at en ekstra krone indbetalt på en arbejdsmarkedsordning vil reducere anden opsparing med ca. 20-30 øre (fx ved at husholdningen øger låntagningen med 20-30 øre), dvs. fortrængningseffekten af anden opsparing er relativt beskedent.¹

En så stor positiv opsparingseffekt stemmer ikke umiddelbart med de aggregerede tal i nationalregnskabet, hvor husholdningssektorens opsparingskvote ikke har været stigende igennem de sidste ca. 40 år. Det skal dog ses i lyset af, at husholdningerne i samme periode har haft betydelige kapitalgevinster, hvilket isoleret set trækker i retning af en lavere opsparingskvote. Det er således muligt, at opsparingskvoten ville have været faldet, hvis husholdningerne ikke var blevet tvunget til at spare op via arbejdsmarkedspensioner.

¹ Jf. De Økonomiske Råd (2008) og Arnberg og Barslund (2012).

indbetaling til pension kan medføre, at husholdningerne afdrager langsommere på boliggyld, og at en stor pensionsformue mindsker behovet for at være gyldfri ved pensionering.

I en analyse baseret på udviklingen i gælds- og formuekvoter på tværs af en række lande konkluderes det, at når pensionsformuen stiger med 100 kr., stiger gælden med 30-40 kr., jf. Isaksen mfl. (2011). I henhold hertil kan stigende pensionsformuer således have været en væsentlig årsag til stigningen i de danske husholdningers bruttogæld. Isoleret set trækker stigende pensionsformuer derfor i retning af, at husholdningernes gæld vil vokse yderligere i de kommende år. Andre undersøgelser viser en mindre fortrængningseffekt, jf. boks 1.

PENSIONSSEKTOREN ER EN STOR AKTØR PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Gennem de sidste ti år er pensionssektorens samlede balance steget fra at udgøre omkring 90 pct. af BNP i 2000 til omkring 150 pct. af BNP i 2010, jf. figur 6.¹ Sektoren har således fået et øget placeringsbehov. Væksten i pensionsordningerne betyder, at pensionselskaberne har voksende betydning på kapital- og valutamarkedene.

Hertil kommer, at nogle selskaber vælger at gear sig ved at låne yderligere midler mod sikkerhed i selskabets aktiver. Dermed kan de investere for større beløb. Det betyder også, at nogle af selskaberne har behov for løbende at kunne låne i markedet. Anvendelsen af afledte finansielle produkter kan også være et udtryk for gearing. Sigtet med gearingen er typisk dels at opnå et højere forventet afkast, dels at øge sandsynligheden for, at selskaberne kan leve op til de betalinger, de har lovet.

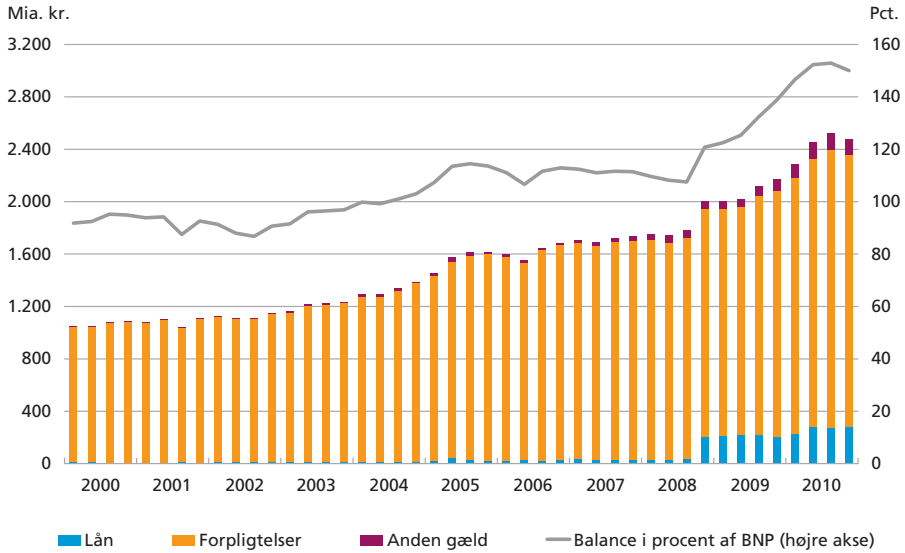
I 2001 var pensionssektorens beholdning af *indenlandske statspapirer*, dvs. danske statsobligationer og skatkammerbeviser, godt 100 mia. kr. Det svarede til en ejerandel på 11 pct. af statens samlede indenlandske udstedelser, jf. figur 7. Ved udgangen af 3. kvartal 2011 var sektorens beholdning af indenlandske statspapirer knap 350 mia. kr., og ejerandelen var øget til 45 pct.

Den markante stigning i 4. kvartal 2008 skyldes, at staten udstedte en 30-årig statsobligation, som pensionssektoren aftog langt størstedelen af. I et vist omfang solgte selskaberne europapirer for at købe danske statsobligationer. Det var med til at understøtte kronkursen i en periode, hvor kronen i kølvandet på Lehman Brothers' konkurs var under pres.

¹ Husholdningernes pensionsopsparing placeret i pensionselskaber udgør omkring 80 pct. af pensionssektorens samlede balance, svarende til ca. 120 pct. af BNP. Husholdningernes pensionsopsparing i pengeinstitutter (der udgør ca. 20 pct. af BNP) er ikke inkluderet.

PENSIONSEKTORENS PASSIVER

Figur 6

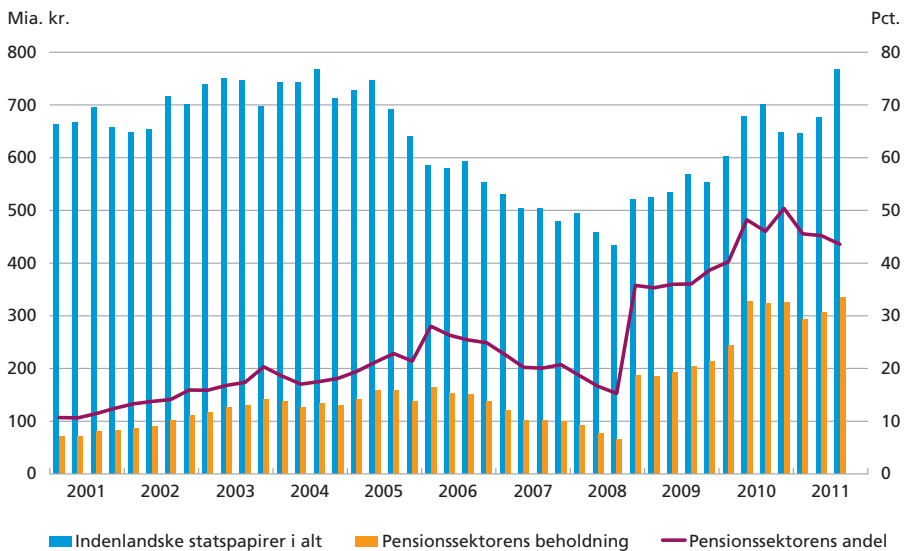


Anm.: Balance i procent af BNP er 4 kvartalers glidende gennemsnit. Tallene er ekskl. pensionsmidler i LD, SP og pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENSIONSEKTORENS BEHOLDNING AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Figur 7

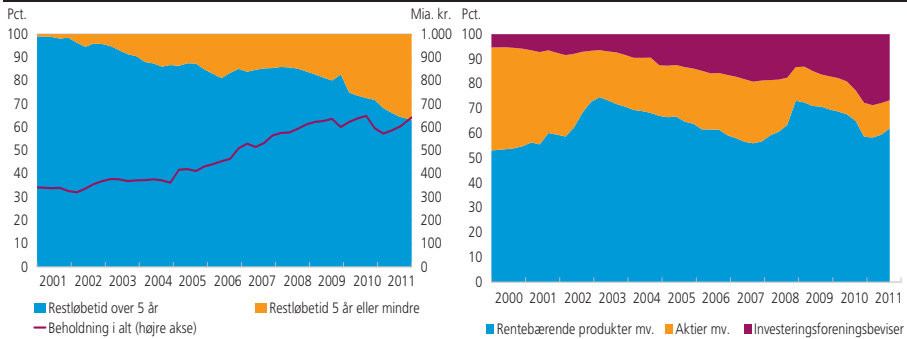


Anm.: Indenlandske statspapirer dækker over statsobligationer og skattekammerbeviser i danske kroner. Tallene er inkl. investeringsforeninger, hvor pensionsektoren har en ejerandel på mindst 95 pct., men ekskl. pensionsmidler i LD, SP og pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENSIONSSEKTORENS BEHOLDNING AF DANSKE
REALKREDITOBLIGATIONER (VENSTRE) OG AKTIVFORDELING (HØJRE)

Figur 8



Anm.: Tallene for figuren til venstre er inkl. investeringsforeninger, hvor pensionssektoren har en ejerandel på mindst 95 pct., men ekskl. pensionsmidler i LD, SP og pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

I perioden 2001-10 er pensionssektorens beholdning af *danske realkreditobligationer* steget med 380 mia. kr., jf. figur 8 til venstre. Pensionssekskaberne har således – på trods af en kraftig vækst i størrelsen af det danske realkreditmarked – fastholdt en ejerandel på en tredjedel. Der er til gengæld sket et markant skift i beholdnings sammensætningen, idet korte realkreditobligationer (restløbetid op til og med 5 år) med og uden afdrag udgør en stadig større andel af den samlede realkreditbeholdning. Det skal ses i lyset af, at husholdningerne i stort omfang har finansieret deres boligkøb med rentetilpasningslån. Udbuddet af korte realkreditobligationer er således vokset kraftigt.

I løbet af de seneste år er en stigende andel af pensionssektorens aktiver omlagt fra direkte til indirekte ejerskab gennem *investeringsforeningsbeviser*, jf. figur 8 til højre. Det skyldes bl.a., at produkter, hvor kunderne selv bærer en større del af investeringsrisikoen og har større indflydelse på investerings sammensætningen, er blevet mere udbredte. Mange pensionssekskaber tilbyder kunderne, at de kan sammensætte deres pensionsportefølje enten helt eller delvis ud fra et udvalg af investeringsforeninger og fonde.¹ I disse produkter bærer kunderne i høj grad investeringsrisikoen, idet der ikke er et garanteret afkast. Det betyder også, at sekskaberne får mindre incitament til at købe lange, fastforrentede obligationer eller andre produkter, som sikrer en vis minimumsforrentning, jf. nedenfor.

¹ Der findes overordnet to typer af markedsrenteprodukter. I unit-link-produkterne sammensætter kunden selv sin portefølje, oftest ud fra et udvalg af investeringsforeninger og fonde (units). I livscyklusprodukterne kan kunden vælge delvis at få indflydelse på investerings sammensætningen, fx ud fra risikoprofiler som høj, middel eller lav.

Investeringsbeslutning og pensionsgarantier

Pensionssektorens udbetalinger ligger langt ude i fremtiden i forhold til kundernes indbetalinger. Det har naturligvis stor betydning for pensionssekskabernes investeringspolitik, hvad de har lovet med hensyn til udbetalingeres størrelse.

Pensionsordninger har typisk været baseret på en grundlagsrente, som udtrykker en nominel minimumsforrentning af pensionsopsparing. Finanstilsynet har fastlagt en maksimal grundlagsrente som en øvre grænse for den forrentning, pensionssekskaberne må garantere kunden. Det enkelte selskab skal således selv afgøre, om det er betryggende at gå så højt, som grænsen tillader.

Ved udgangen af 2010 udgjorde pensionssektorens hensættelser til garanterede ydelser 1.260 mia. kr. svarende til 63 pct. af den samlede balance.¹ Hensættelser til kontrakter med garantier større end 4 pct. udgør stadig en betydelig andel af de samlede hensættelser, omtrent en tredjedel, men andelen har været aftagende de seneste år.

Pensionssekskaber, der har høje grundlagsrenter, har en række udfordringer. Det skyldes, at der er en risiko for, at investeringsafkastet ligger under grundlagsrenten. Det fremgår af figur 9 til venstre, at faldet i markedsrenten siden 1984 har indsnævret marginen mellem det sikre markedsafkast efter skat og de maksimale garantier.

En pensionsgaranti svarer til, at pensionssekskaberne mindst skal forrente kundernes opsparing med grundlagsrenten over en meget lang periode. Når markedsrenten er tæt på eller lavere end grundlagsrenten, stiger værdien af selskabets forpligtelser i takt med, at markedsrenten falder, jf. figur 9 til højre. Det udtrykkes som, at forpligtelserne har en høj *rentefølsomhed*.

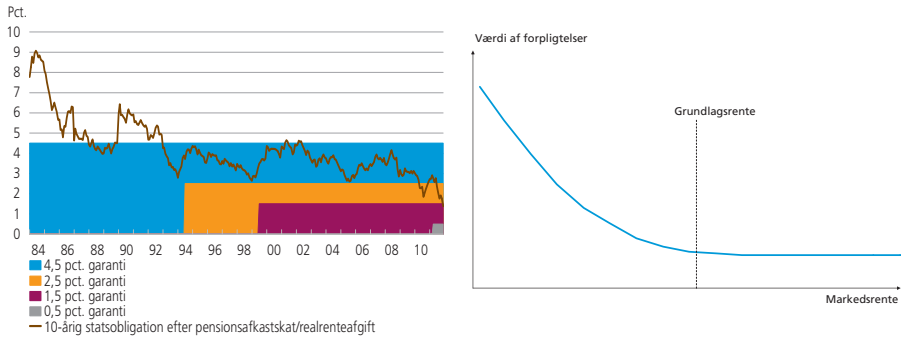
Ved lave renter har pensionssekskaberne derfor behov for at eje obligationer – eller andre instrumenter – som stiger i værdi, når renten falder. Det kan fx være lange, fastforrentede obligationer, eller det kan være forskellige afledte finansielle instrumenter (derivater) med en høj rentefølsomhed. Et eksempel er renteswaps, hvor selskabet modtager en fast rente i lang tid men til gengæld betaler en variabel rente. Det kan også være produkter, hvor selskabet modtager en variabel rente, som ikke kan komme under et vist niveau (en floor).

Pensionssektoren har købt ganske mange derivater for at opnå højere rentefølsomhed. En stor del af disse er baseret på eurorenter. Det skyldes bl.a., at renten i euro på grund af fastkurspolitikken er meget tæt korreleret med renten i kroner, og at markedet for derivater i euro er langt større end markedet for derivater i kroner.

¹ Tallet er inkl. bonuspotentialer og ekskl. hensættelser til unit-link-kontrakter.

MAKSIMALE GRUNDLAGSRENTER OG EFFEKTIV STATS OblIGATIONSRENTE (VENSTRE) OG SAMMENHÆNGEN MELLEM VÆRDIE AF PENSIONSSKLSKABERNES FORPLIGTELSE OG MARKEDSRENTEN (HØJRE)

Figur 9



Anm.: Den effektive statsobligationsrente er beregnet på baggrund af en 10-årig dansk statsobligation efter realrenteafgift og efter pensionsafkastskat efter år 2000. De maksimale grundlagsrenter er vist efter fradrag af omkostnings- og sikkerhedstillæg, som typisk er på 0,5 procentpoint.

Kilde: Skatteministeriet og Danmarks Nationalbank.

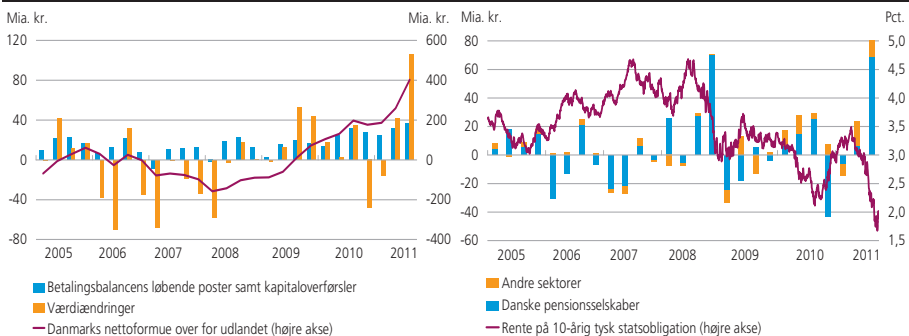
Når derivater er indgået med modparter i udlandet, kan de store udsving i værdien påvirke Danmarks nettoformue over for udlandet. Det fremgår af figur 10 til venstre, at nettoformuen over for udlandet steg ganske meget i 3. kvartal 2011. En meget stor del af stigningen kan henføres til den danske pensionssektors kursgevinster på udenlandske derivater, jf. figur 10 til højre. Det fremgår også af figur 10, at værdien af pensionssektorens derivater i høj grad afhænger af det tyske renteniveau. Når den tyske rente falder, udløser det store gevinster på sektorens finansielle kontrakter.

Diskonteringskurven og markedspåvirkning

Pensionssekskaberne har ansvaret for at have tilstrækkeligt med aktiver til at kunne honorere deres forpligtelser. Finanstilsynet vurderer løben-

DANMARKS NETTOFORMUE OVER FOR UDLANDET (VENSTRE) OG KURSGEVINSTER/TAB PÅ DANSKE SEKTORERS DERIVATER HANDELT MED UDLANDET (HØJRE)

Figur 10



Kilde: Danmarks Nationalbank.

de, om de lever op til dette krav. Reguleringen for at sikre dette har betydning for selskabernes investeringsadfærd og dermed for valuta- og kapitalmarkederne.

Siden 2003 har pensionselskaberne opgjort værdien af deres forpligtelser på baggrund af Finanstilsynets diskonteringskurve, som offentliggøres hver dag. Diskonteringskurven er en rentekurve¹, der bruges til at tilbagediskontere pensionselskabernes forpligtelser med. Den blev i 2003 fastsat med udgangspunkt i euroswap-renten korrigeret for det 10-årige dansk-tyske rentespænd.

Hvis et selskab har investeringer, der afspejler diskonteringskurven, vil dets solvens ikke blive påvirket af renteændringer. Typisk kan det imidlertid være uhensigtsmæssigt at placere svarende til diskonteringskurven. Det vil således være vanskeligt at opnå et højere afkast, hvis markedsafkastet stiger, og det kan være svært at købe tilstrækkelige mængder af instrumenter på markederne.

Hvis selskaberne ikke har en stor kapitaloverdækning, kan manglende afdækning udløse en kraftig markedsdynamik. Det kunne fx være en situation, hvor renterne i diskonteringskurven falder, mens renterne på de aktiver, pensionselskaberne faktisk ejer, forbliver uændrede. I denne situation vil værdien af selskabernes forpligtelser stige, mens værdien af aktiverne forbliver uændret. Hermed reduceres selskabernes kapitaloverdækning. For at forsikre sig imod yderligere nedadgående pres på kapitaloverdækningen kan selskaberne ønske hurtigt at omlægge deres portefølje, så den i højere grad afspejler diskonteringskurven. Givet pensionssektorens størrelse kan det medføre store markedspåvirkninger.

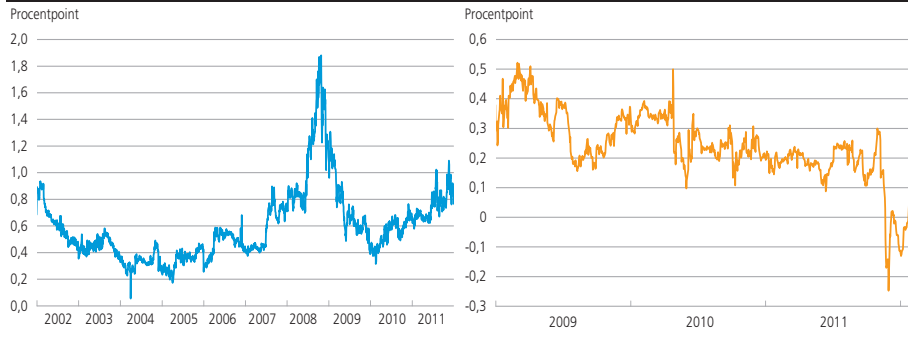
Under finanskrisen i 2008 blev kreditspændet mellem realkredit- og statsobligationer udvidet markant, jf. figur 11 til venstre. Da realkreditrenten ikke indgik i diskonteringskurven, betød udvidelsen i kreditspændet, at faldet i kursværdien af realkreditobligationsbeholdningen ikke blev modsvaret af et tilsvarende fald i forpligtelsernes værdi. Det bevirkede, at pensionselskaberne havde et incitament til at sælge realkreditobligationer. For at undgå, at selskaberne solgte unødigt ud af deres realkreditobligationer, blev diskonteringskurven ændret. Ændringen betød, at renten på realkreditobligationer kom til at indgå i diskonteringskurven. Hermed havde pensionselskaberne ikke mere et incitament til at sælge realkreditobligationer, og spændet mellem realkredit- og statsobligationer faldt tilbage igen, jf. figur 11.

I 2011 blev diskonteringskurven justeret endnu en gang. Den europæiske gældskrise medførte, at det dansk-tyske rentespænd gradvis faldt, jf. figur 11 til højre. På grund af den danske rentes store vægt i diskonte-

¹ Nogle pensionsordninger kan anvende mere simple metoder.

30-ÅRIGT KREDITSPÆND (VENSTRE) OG 10-ÅRIGT RENTESPÆND TIL TYSKLAND (HØJRE)

Figur 11



Anm.: Det 10-årige kreditsspænd udviser samme mønster, men effekten er mest tydelig i det 30-årige spænd.

Rentspænd til Tyskland er baseret på 10-årige nul kuponrenter.

Kilde: Bloomberg og Nordea Analytics.

ringskurven steg værdien af pensionssekskabernes forpligtelser mere end værdien af aktiverne. Det reducerede kapitaloverdækningen og gav selskaberne incitament til at sælge tyske og købe danske statsobligationer. Det pressede de danske statsobligationsrenter endnu længere ned, og kronekursen blev styrket. Der var en fare for, at denne udvikling kunne medføre en selvforstærkende dynamik og få negative konsekvenser for selskabernes kapitaloverdækning og pensionsopsparerne. I det lys blev diskonteringskurven justeret. På grund af sektorens størrelse ville potentielle omlægninger som følge af det negative rentespænd også kunne få betydning for obligations- og valutamarkedene. Den seneste ændring i diskonteringskurven betød bl.a., at spændet mellem den danske og den tyske statsrente nu indgår som et 12 måneders glidende gennemsnit med en nedre grænse på 0.¹

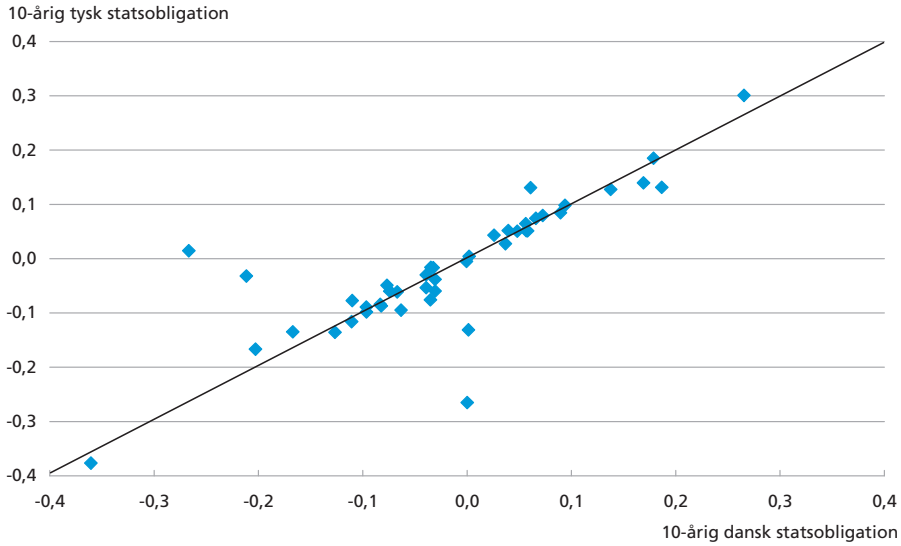
Konstruktionen af diskonteringskurven skal afspejle den overordnede udvikling i markedsrenterne. Hovedparten af pensionssektorens forpligtelser er i danske kroner. Det er således naturligt, at den danske rente vægter relativt meget i diskonteringskurven. Omvendt er de indenlandske finansielle markeder ikke store nok til at kunne absorbere hele sektorens behov for lang varighed. Derfor indgår euroswap-renten og den tyske statsrente også.

Den danske og den tyske statsrente udvikler sig typisk i samme retning, jf. figur 12. Der er imidlertid ikke en sikker én til én-sammenhæng. Den nedre grænse på 0 skal sikre mod et scenario, hvor fald i det dansk-tyske rentespænd fører til et unormalt efterspørgselspres på danske obligationer. Det glidende gennemsnit har til hensigt at dæmpe effekten af daglige udsving i landespændet, fordi disse er svære at afdække.

¹ Se www.finanstilsynet.dk

**FORHOLDET MELLEM KVARTALSVISE AFKAST PÅ TYSK OG DANSK
STATSOBLIGATION**

Figur 12



Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

LITTERATUR

Arnberg, Søren og Mikkel Barslund (2012), The crowding-out effect of mandatory labour market pension schemes on private savings: Evidence from renters in Denmark, *De Økonomiske Råd Working papers*, nr. 1, januar.

ATP (2008), Mere end hver tredje erhvervsaktiv under 40 år har pensionshuller, *faktum*, nr. 56, maj.

De Økonomiske Råd (2008), *Dansk Økonomi*, forår, kapitel 2.

Europa-Kommissionen (2009), Pension schemes and pension projections in the EU-27 member states – 2008-2060, *Occasional Papers*, nr. 56, oktober.

Isaksen, Jacob, Paul Kramp, Louise Sørensen og Søren Sørensen (2011), Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 2, side 39-81.

Møller, Michael og Claus Parum (2006), Beskatning af pension, Nordic Tax Research Council, *Dansk Økonomisk Nationalrapport*.

Mogensen, Louise (2002), Markedsdynamik ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, side 69-75.

Skatteministeriet (2012), Pensionsindskud 1998-2010,
http://www.skm.dk/tal_statistik/skatte_og Afgifter/668.html

Velfærdskommissionen (2006), De fremtidige pensionsindkomster, *Fremtidens velfærd – vores valg*, kapitel 5.