

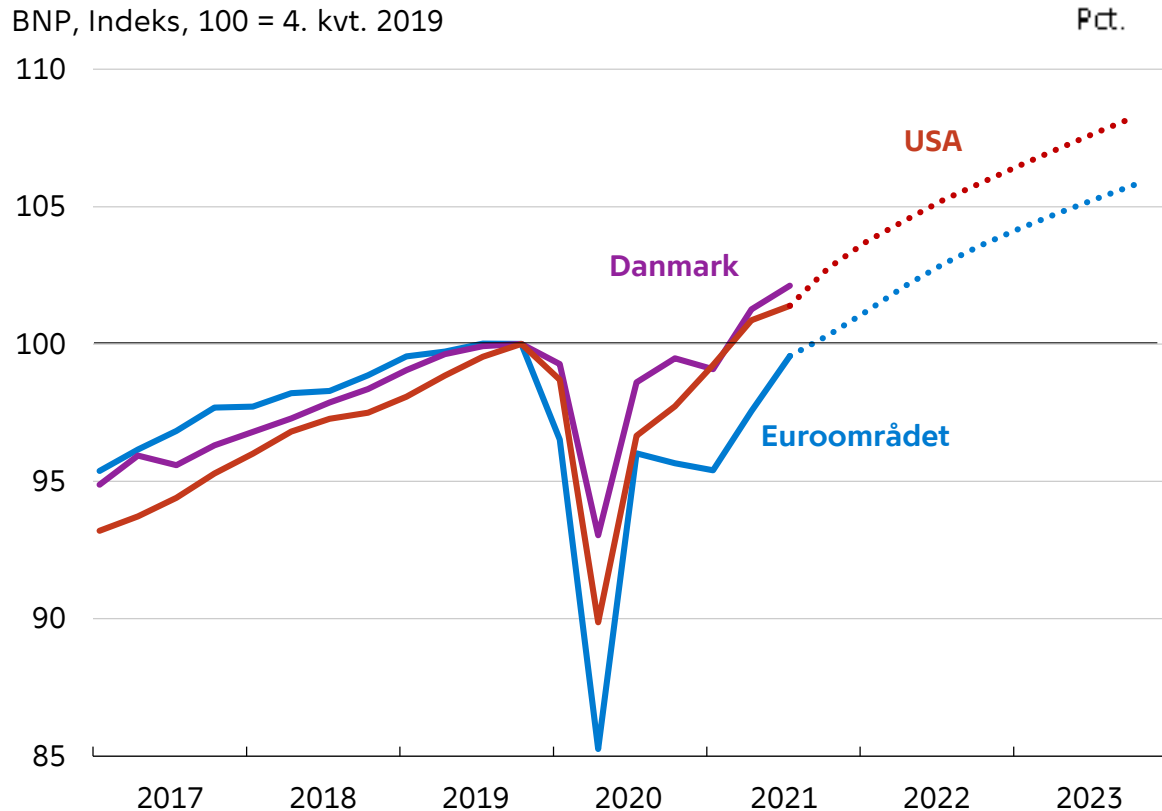
DANMARKS
NATIONALBANK

Forsikring & Pension

Nationalbankdirektør Lars Rohde
Tirsdag d. 11. januar 2022

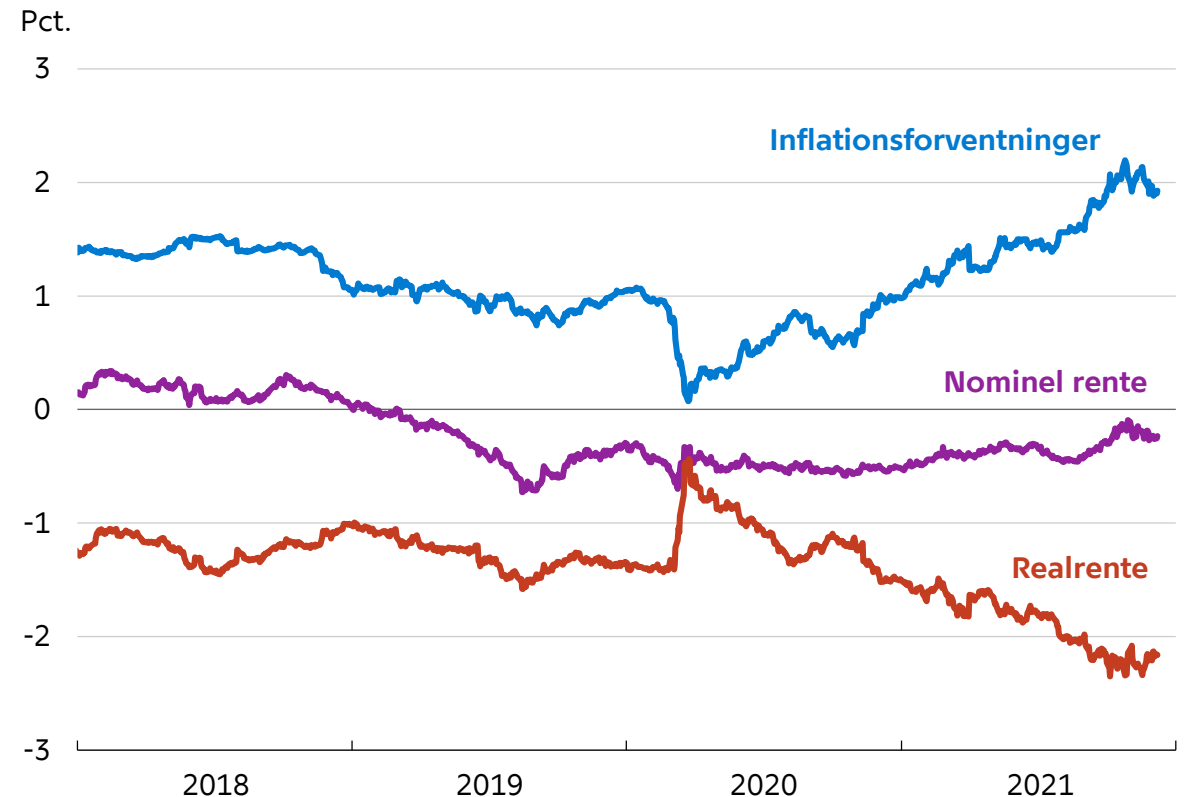
Verdensøkonomien og de finansielle forhold skubber på efterspørgslen i dansk økonomi

Fortsat fremgang i udlandet vil bidrage til væksten herhjemme



Kilde: Macrobond og OECD.

Lavere realrente kan understøtte den økonomiske vækst



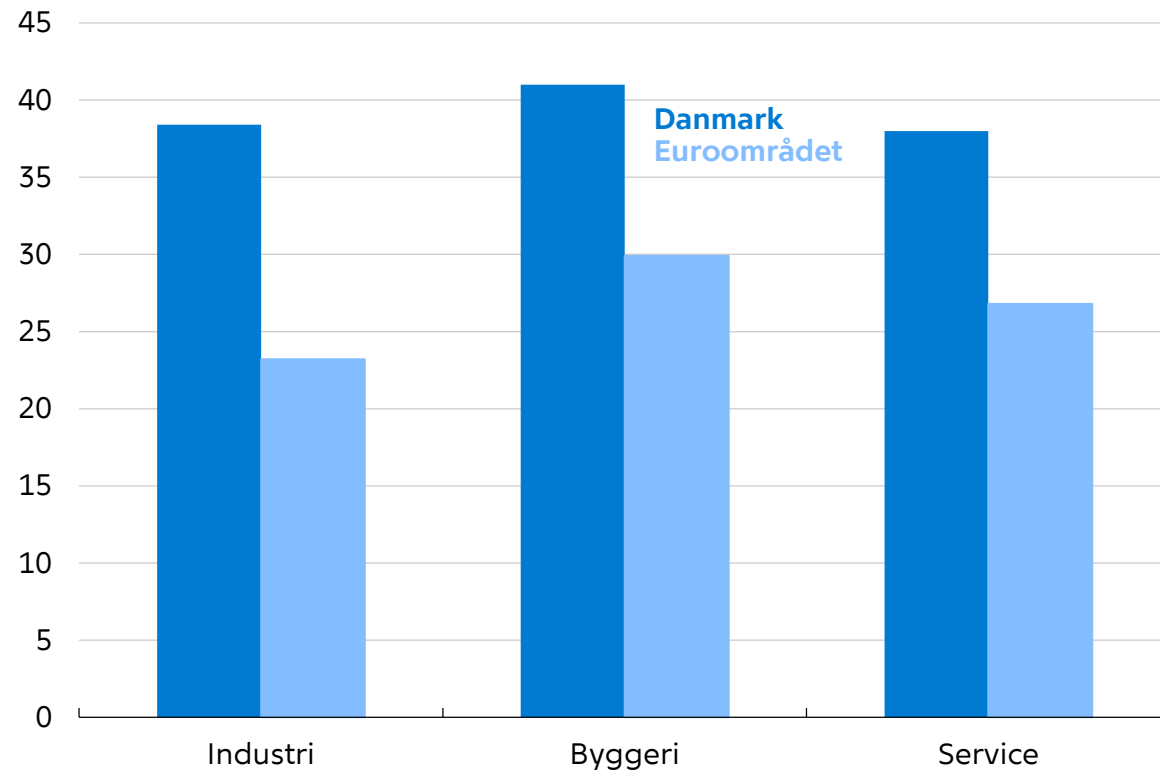
Note: 5-årige realrenter startende om fem år (5Y5Y forwards). Den nominelle rente er en 5Y5Y eonia forward for euroområdet. Inflationsforventningerne er baseret på 5Y5Y euro inflationsswaps. Realrenten måler forskellen.

Kilde: Bloomberg, Refinitiv Eikon og Datastream samt egne beregninger.

Presset på det danske arbejdsmarked er større end i euroområdet

Manglen på arbejdskraft er høj – også i udlandet

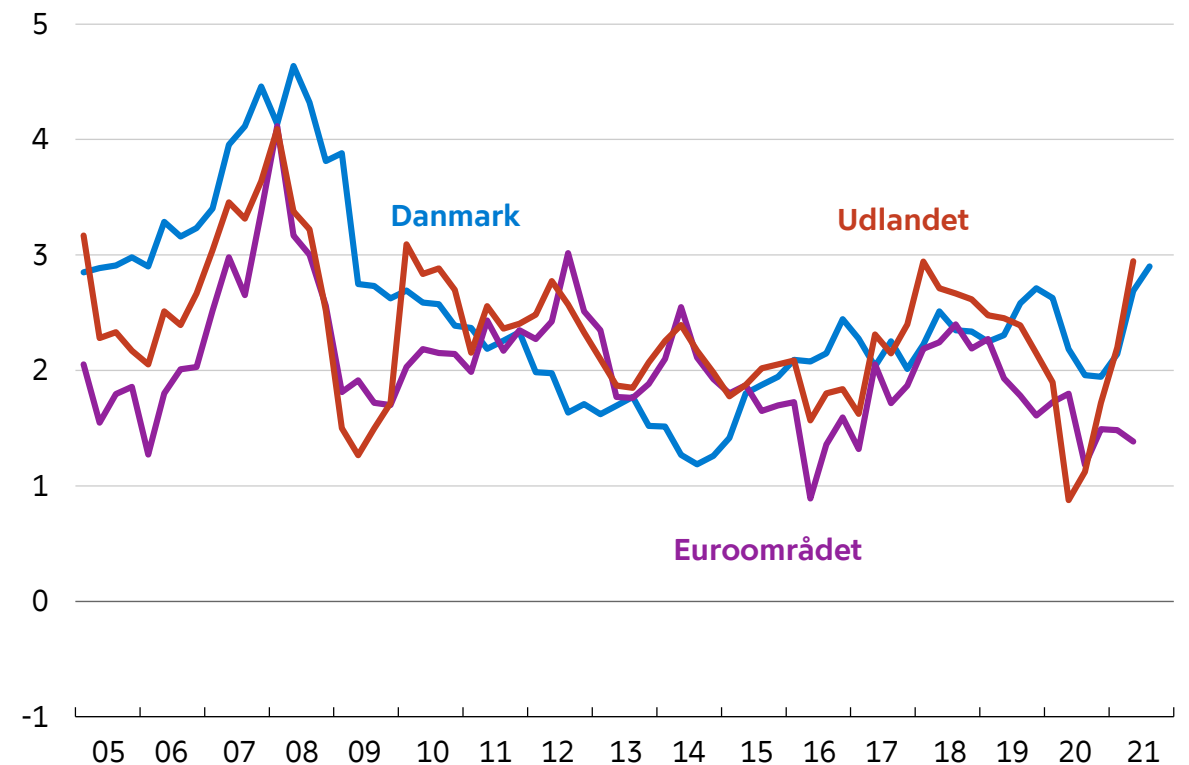
Pct. af virksomheder med mangel på arbejdskraft



Note: Tal for industri er 4. kvartal. Tal for byggeri og service er december. Byggeri er for november for euroområdet.
Kilde: Danmarks Statistik og Eurostat.

Lønningerne er steget i Danmark, ligesom de er i udlandet

Pct., år-år

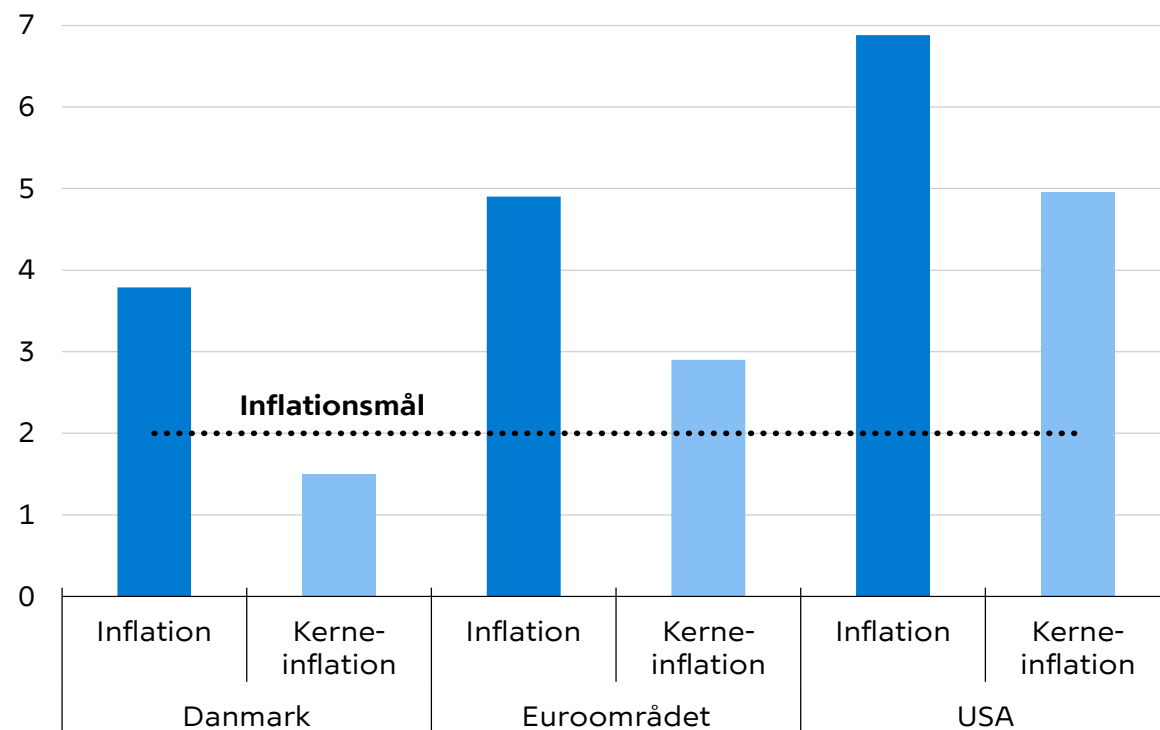


Note: De danske lønstigninger er baseret på Dansk Arbejdsgiverforenings konjunkturstatistik. Udenlandske industrilønninger er lønindeks i industrien for 25 lande vægtet sammen med vægtene fra det reale effektive kronekursindeks.
Kilde: Danmarks Statistik.

Stigende inflationspres i udlandet og herhjemme

Det underliggende prispres er markant højere i USA end i Danmark og euroområdet

Pct., år-år



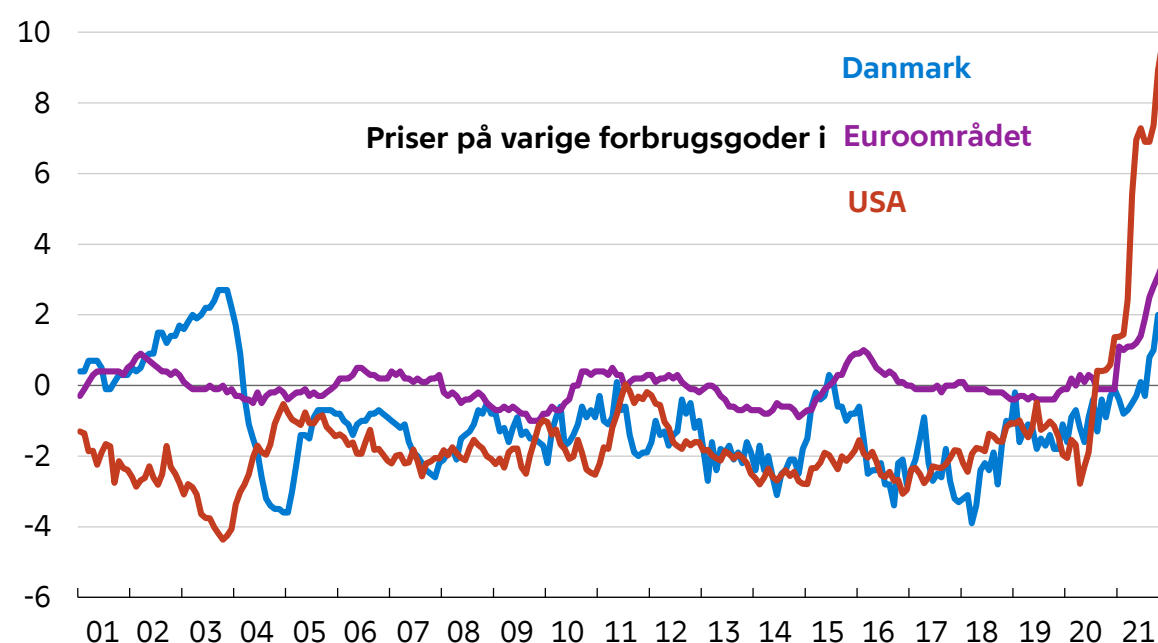
Note: HICP-indekset for Danmark og euroområdet og CPI-indekset for USA i november 2021.

Kerneinflation er ekskl. energi og fødevarer – og for Danmark og euroområdet med konstante skatter. Danmark har ikke en inflationsmålsætning på 2 pct., men en målsætning om fast valutakurs overfor euroen, som, vi mener, fører til lave stabile priser over tid

Kilde: Macrobond.

Priser på varige forbrugsgoder er steget efter årtier med fald

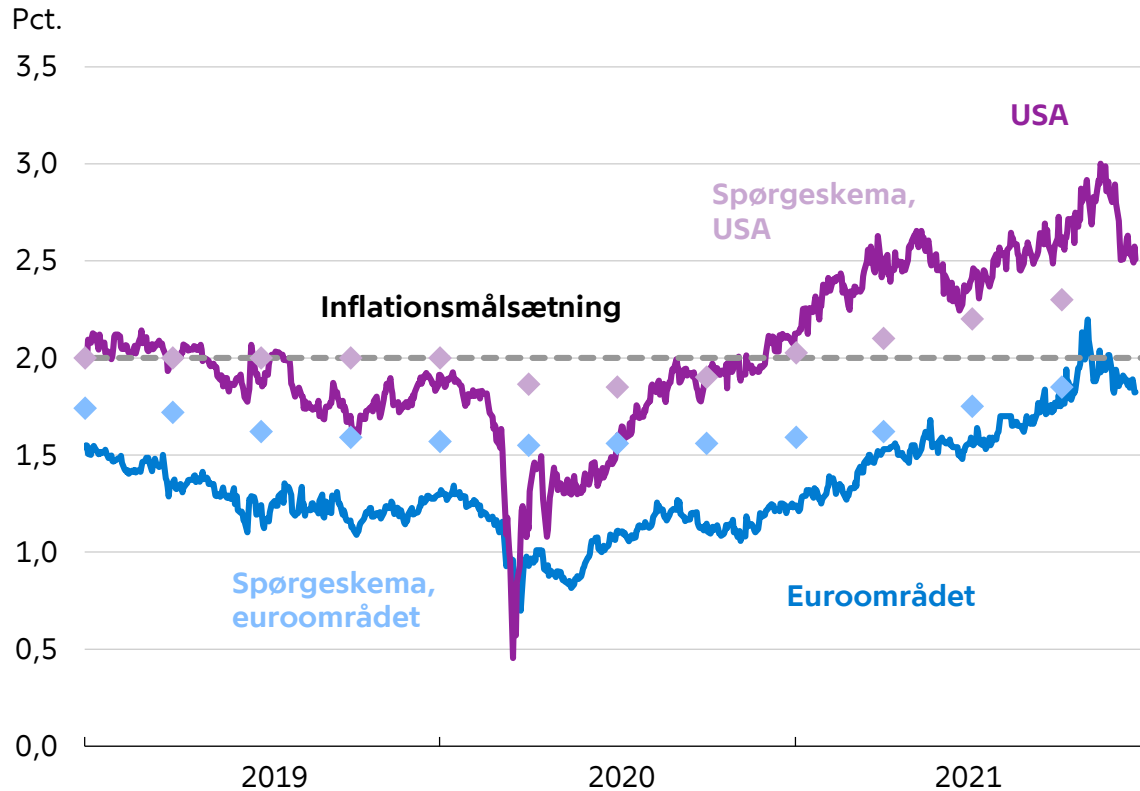
Pct., år-år



Kilde: Macrobond.

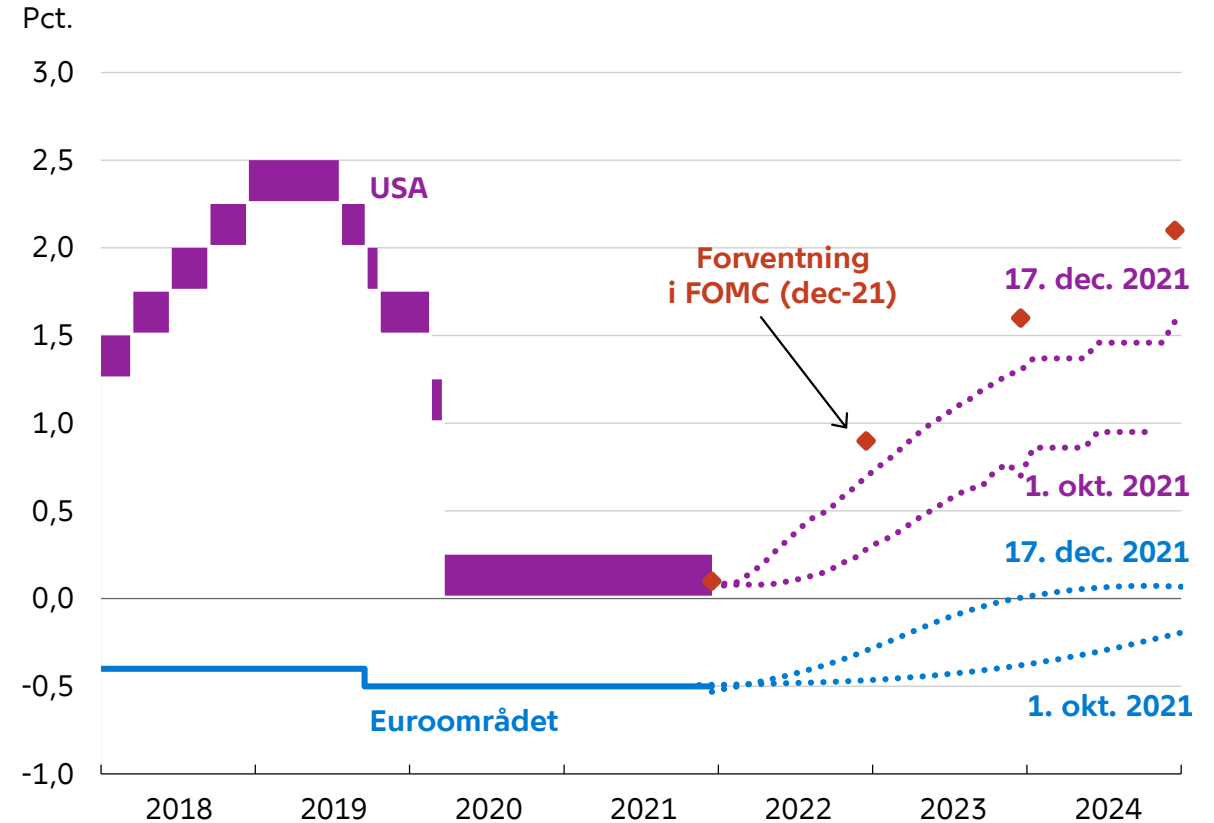
Stigende markedsbaserede inflationsforventninger samt forventninger til rentestigninger fra centralbankerne

Markedsdeltagernes forventning til inflationen er steget betydeligt i løbet af efteråret



Anm.: Forventet inflation om 5-10 år i euroområdet og USA. Spørgeskema dækker over forventninger fra SPF.
Kilde: Macrobond, Reuters Datastream, Danmarks Nationalbank.

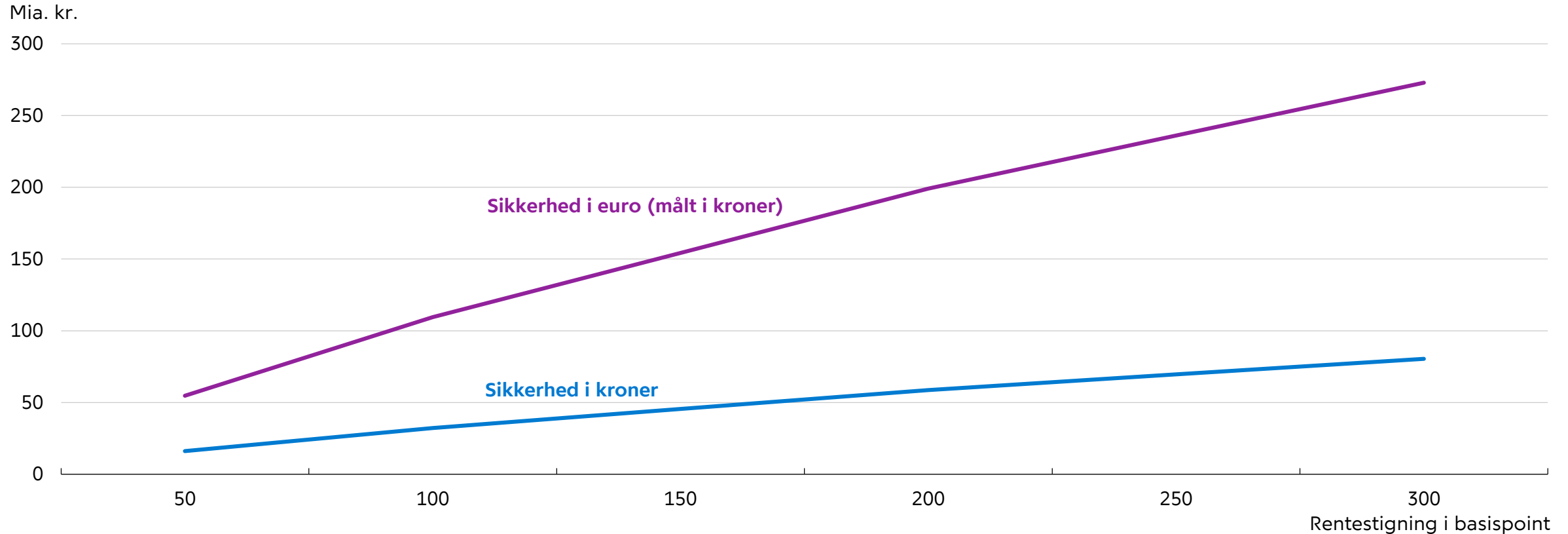
Stigende inflationsforventninger har ledt til reprisering af centralbankernes renter



Kilde: Macrobond, Thomson Reuters, Scanrate Rio, Danmarks Nationalbank.

Rentestigninger vil øge likviditetsbehovet i pensionselskaber

Behovet for likviditet stiger, hvis renterne stiger



Note: Ændringer i værdien af derivatkontrakter som renteswaps for udvalgte pensions- og livsforsikringselskaber og dermed behovet for likviditet på baggrund af data fra ultimo 2020.
Kilde: Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank

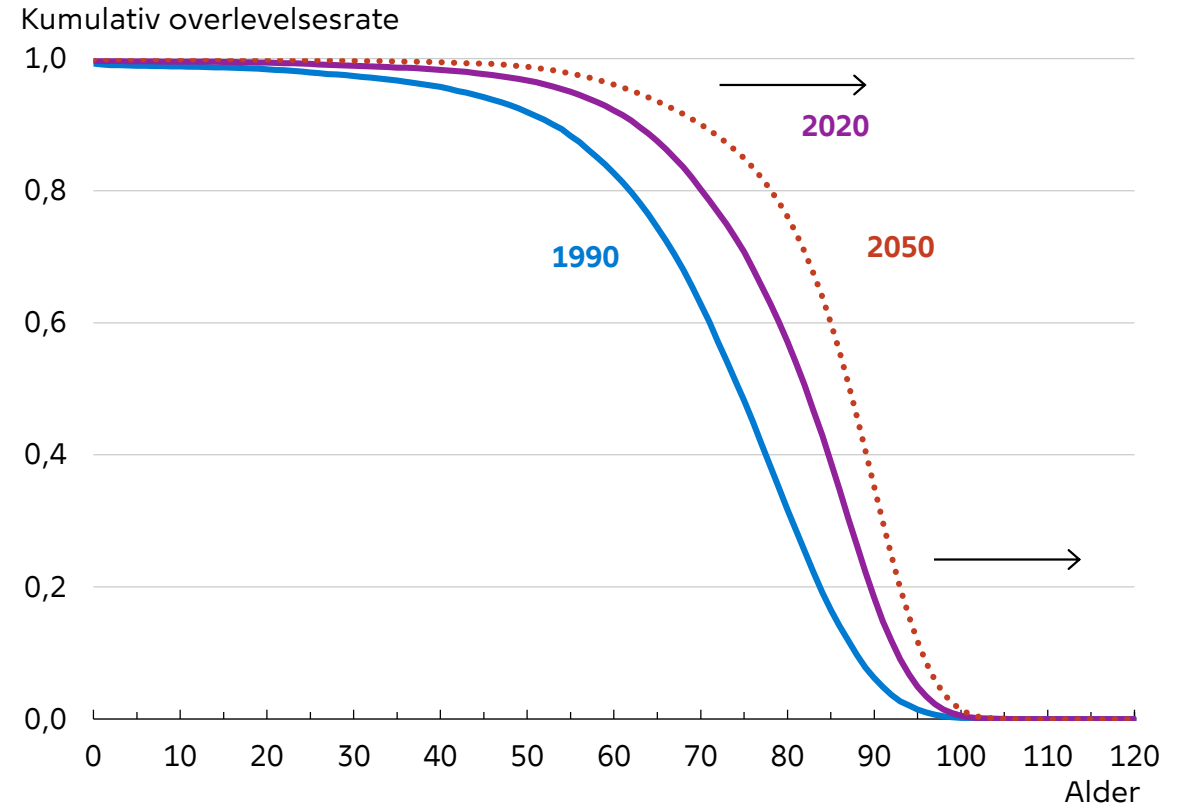
Den demografiske udvikling har påvirket r^* negativt i Danmark i flere årtier

Den naturlige realrente (r^*) er faldet siden 90'erne



Kilde: Pedersen (2015).

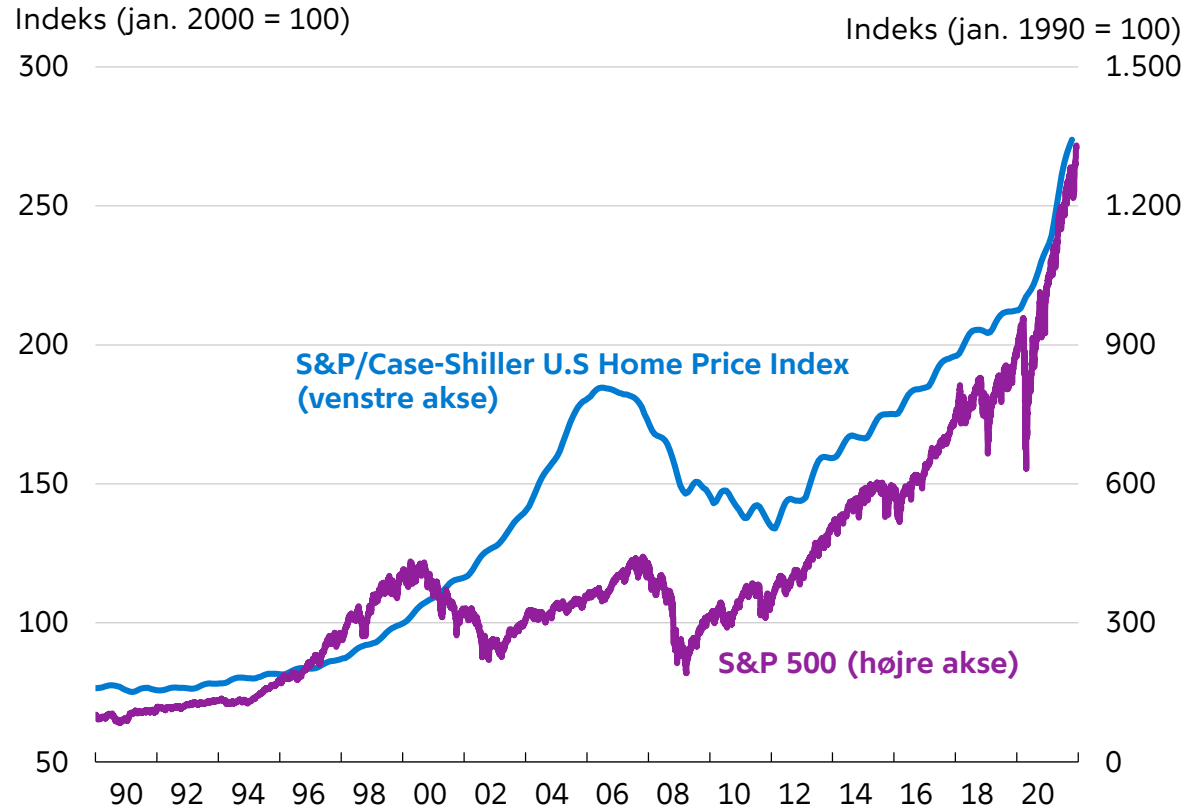
Øget levetid vil sandsynligvis fortsætte med at lægge et nedadgående pres på r^* i Danmark



Kilde: Egne beregninger pba. DREAM.

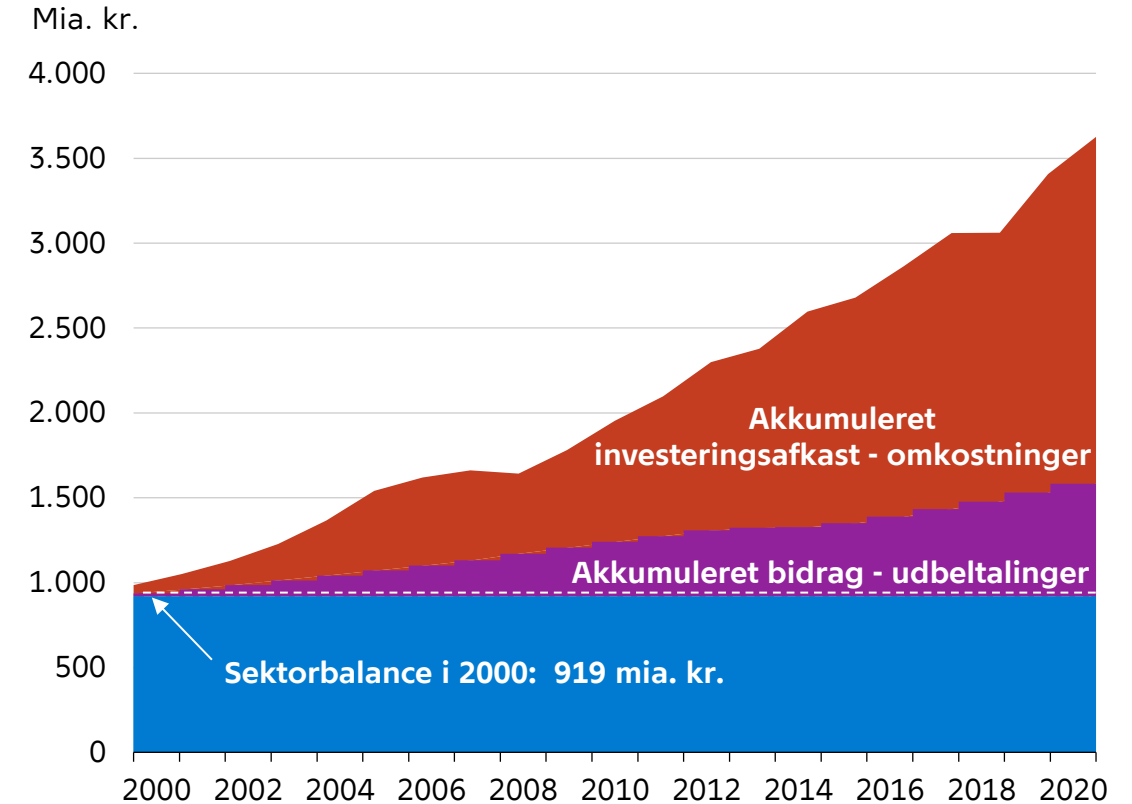
Overgangen til lav r^* har medført betydelige værdistigninger i aktivpriser

Faldende renter har bidraget til kraftige værdistigninger på en række aktiver



Kilde: Federal Reserve Bank of St. Louis, Refinitiv.

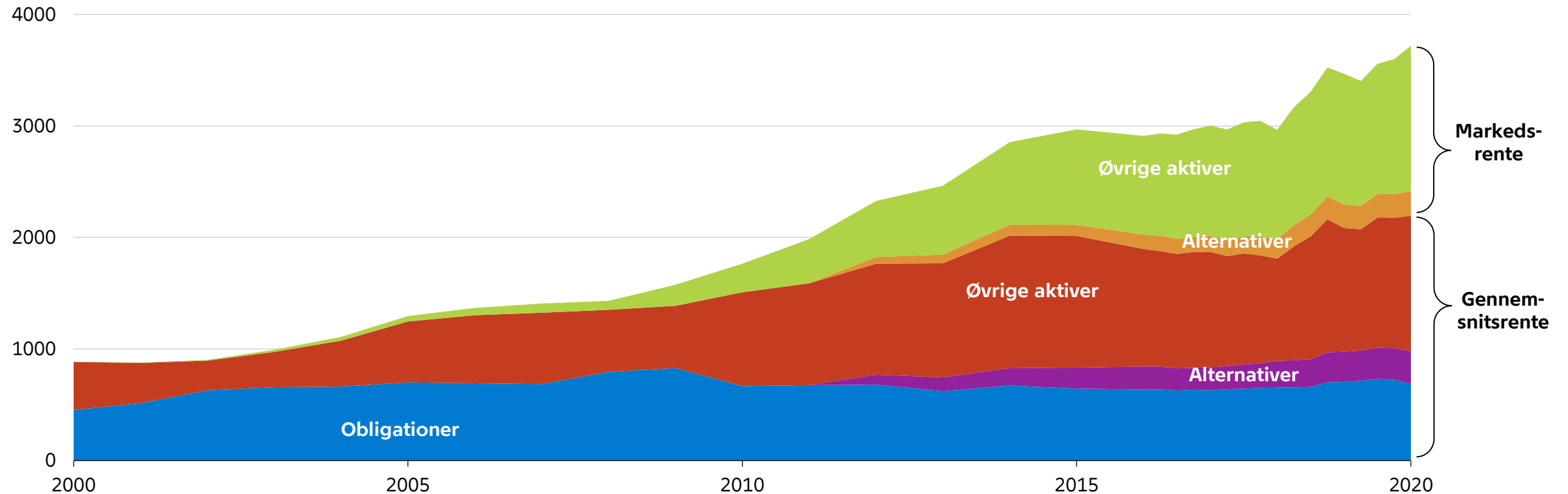
Pensionssektoren har oplevet pæne kursgevinster i transitionen mod lav r^*



Kilde: Pensionssektorens årsrapporter.

Pensionssektoren har stadig større beholdninger af alternative investeringer

Pensionssektorens samlede aktiver (mia.kr.)



Kilde: Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

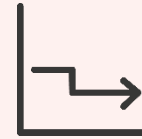
Lav realrente stiller pensionskunder over for et dilemma



Vi kan indbetale mere til pension



Vi kan indstille os på at blive nogle flere år på arbejdsmarkedet



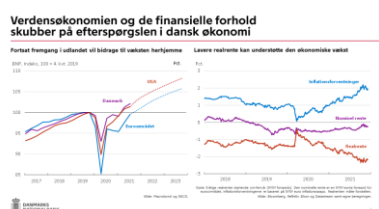
Vi kan acceptere en lavere levestandard og et lavere velfærdsniveau

Det er vigtigt, at lavere afkast sætter sig i pensionsprognoserne og adfærden, så urealistisk høje afkastforventninger ikke tvinger selskaberne ud i stadig og større risikotagning

11. januar 2022

Forsikring & Pensions medlemsmøde

DET TALTE ORD GÆLDER



Slide 2

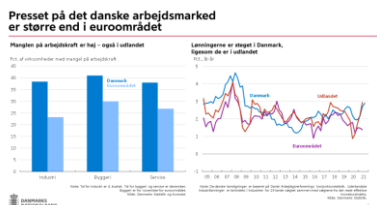
Verdensøkonomien og de finansielle forhold skubber på efterspørgslen i dansk økonomi.

- Pandemien spørger stadig, og stigende smitte truer på ny fremgangen i dansk og international økonomi på kort sigt. Usikkerheden omkring den økonomiske udvikling er således fortsat stor.
- Aktiviteten herhjemme forventes at blive påvirket i mindre omfang over vinteren som resultat af nye restriktioner.
- Generelt er det forventningen, at væksten i den globale økonomi går lidt ned i tempo henover vinteren. Der er dog fortsat underliggende fremgang.
- Danmark synes at være længere fremme i konjunkturcyklen end det øvrige Europa, og dansk økonomi er allerede nu inde i en højkonjunktur drevet af højt forbrug og stærk eksport.
- Dansk økonomi er grundlæggende sund, og konkurrenceevnen er god, og derfor kan økonomien godt klare en periode med et højere kapacitetspres.
- Der er fortsat ikke tegn på, at forbruget stiger abrupt, eller at gældsætningen øges betydeligt som følge af store aktivprisstigninger og øget opsparing hos husholdningerne.

- Men manglen på arbejdskraft er på niveau med perioden op til finanskrisen, så der er grund til at være bekymret.
- På et 2- til 3-årigt sigt skønnes dansk økonomi at være i en høj-konjunktur med kapacitetspres, men uden betydelig kreditdrevne forbrugsfremgang, der for nu kræver en betydelig finanspolitisk stramning.

Den finansielle forhold i Danmark understøtter den økonomiske vækst.

- Det vurderes, at de finansielle forhold understøtter den økonomiske vækst.
- Det hænger bl.a. sammen med aktieprisstigninger samt effekten på realrenterne fra stigningen i inflationsforventningerne.
- Det øger, alt andet lige, incitamentet for husholdninger og virksomheder til at låne, forbruge og investere frem for at spare op.
- I modsætning til i USA er forventningen, at tilbagerulningen af de pengepolitiske stimuli i euroområdet kommer til at tage længere tid.
- Det trækker mod fortsat understøttende finansielle forhold for dansk økonomi i den kommende tid.



Slide 3

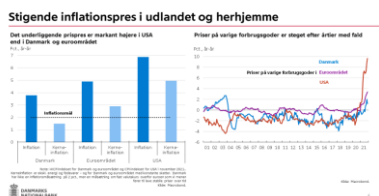
Højt pres på arbejdsmarkedet herhjemme.

- Beskæftigelsen er nu steget med mere end 80.000 personer siden pandemiens udbrud og er betydeligt over sin forventede trend før pandemien.
- Den store stigning i beskæftigelsen har gjort det svært for virksomhederne at finde arbejdskraft.
- Antallet af virksomheder, der melder, at arbejdskraft er en begrænsende produktionsfaktor, er ikke aftaget i løbet af efteråret og er fortsat på et historisk højt niveau – både herhjemme og i udlandet.

- Hastig økonomisk fremgang indebærer høj efterspørgsel efter arbejdskraft, hvilket er en del af forklaringen på det nuværende pres.
- Pandemi-relaterede forhold forstyrrer dog også stadig virksomhederne. Hjemsendelser mv. betyder fx, at beskæftigede ikke nødvendigvis leverer lige så meget arbejdskraft som normalt.
- Selvom presset også er steget i udlandet, er de udenlandske arbejdsmarkeder stadig et stykke fra udgangspunktet før pandemien.

Lønstigningerne er fortsat moderate.

- Presset på arbejdsmarkedet har endnu ikke udmøntet sig i kraftige lønstigninger.
- De danske industrilønninger stiger i øjeblikket hurtigere end i euroområdet, men følger overordnet udviklingen hos vores vigtigste handelspartnere.
- Udviklingen på arbejdsmarkedet vil formentlig medføre højere lønvækst de kommende år.
- Danske virksomheder står dog godt rustet i konkurrencen med udenlandske virksomheder. Der er derfor også plads til højere lønstigninger i de kommende år.



Slide 4

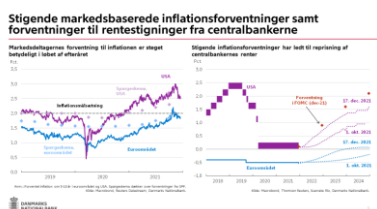
Det underliggende prispres er markant højere i USA end i Danmark og euroområdet.

- Stigningerne i forbrugerprisindekset er på det højeste siden finanskrisen – både i Danmark, USA og euroområdet.
- Kombinationen af en kraftig forbrugsforskydning og logistiske flaskehalse har skubbet til varepriserne under pandemien.
- Det gælder særligt i USA, hvor vareinflationen nu er højere end tjenesteinflationen. I euroområdet og Danmark er varepriserne også steget, om end i noget mindre grad end i USA.
- Forbrugsvæksten og prisstigningerne har været kraftigere i USA end i euroområdet og Danmark, fordi de amerikanske husholdningers disponible indkomst steg betydeligt i 2021 efter ekstraordinært store finanspolitiske overførsler i foråret.

- Flere forhold på udbudssiden har også bidraget til at skabe flaskehalse, fx pandemirelaterede forstyrrelser af produktion og logistik samt hamstring af materialer for at sikre produktionsmuligheder.

Forbrugerprisstigningerne ventes at aftage næste år, men forblive højere end før corona.

- Der er bred enighed blandt de internationale organisationer om, at de aktuelt høje prisstigningstakter vil aftage i løbet af 2022.
- På kort sigt er inflationsrisici dog opadrettede, især hvis virusopblussen fra Omikron-varianten forlænger ubalancer mellem udbud og efterspørgsel.
- På længere sigt er inflationsforventninger og lønudviklingen afgørende for inflationen.
 - I USA og til dels også i Danmark vil et stramt arbejdsmarked formentlig medføre højere lønvækst og dermed give et opadrettet pres på omkostninger og priser over de kommende år.
 - I euroområdet er dette pres mindre.
- Det er vores vurdering, at inflationen i Danmark og udlandet over de kommende år vil være højere end før virusudbruddet, men ikke lige så højt som nu.
- På 2- til 3-årigt sigt forventes prisudviklingen i Danmark og euroområdet at følges ad. Det er en konsekvens af fastkurspolitikken.



Slide 5

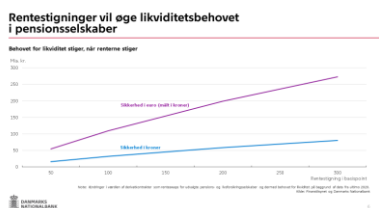
Markedsdeltagerne har positioneret sig mod en øget inflationsrisiko.

- Stigende inflation har medvirket til, at de markedsbaserede inflationsforventninger også er steget.
- I euroområdet er inflationsforventningerne steget til et niveau tæt på ECB's inflationsmålsætning efter en længere årrække, hvor forventningerne har været betydeligt under ECB's målsætning.
- Markedsbaserede inflationsforventninger er ikke et rendyrket mål for den underliggende inflationsforventning, og de indeholder bl.a. likviditets- og inflationsrisikopræmier.

- Fratrækkes likviditetsrisikopræmier, er forventningerne eksempelvis steget mere moderat i USA i løbet af efteråret.

Stigende inflationsforventninger har givet anledning til forventninger om tilbagerulning af pengepolitiske stimuli.

- Markedet indpriser på nuværende tidspunkt tre renteforhøjelser fra Fed i løbet af 2022 og yderligere to-tre i 2023.
- Fed annoncerede d. 3. november en afvikling af sit obligationsopkøbsprogram og har ved det seneste pengepolitiske møde d. 15. december annonceret en opskalering af hastigheden for afviklingen.
- Forventningerne til pengemarkedsrenterne er også steget i euroområdet, hvor ECB den seneste tid dog har kommunikeret, at det forekommer usandsynligt, at betingelserne for en renteforhøjelse allerede vil være til stede i 2022.
- Senest har øget udbredelse af covid-19-smitte i særligt euroområdet samt forekomsten af Omikron-varianten givet anledning til et fald i de markedsimplet forventninger til pengemarkedsrenterne.



Slide 6

Rentestigninger vil øge likviditetsbehovet i pensionselskaber.

- Det er vigtigt, at pensions- og livsforsikringselskaber i deres risikostyring tager højde for rentestigninger, da de kan føre til et øget likviditetsbehov.
- Stigende renter kan, for de selskaber, der benytter sig af rentederivater, betyde, at de skal stille kontanter i sikkerhed, i takt med at værdien af deres derivatkontrakter ændres.
- Ifølge vores beregninger skal de pensions- og livsforsikringselskaber, der bruger derivater, ved en rentestigning på 100 basispoint samlet set stille med sikkerhed svarende til ca. 140 mia. kr. Det udgøres af ca. 30 mia. kr. i danske kroner og 110 mia. kr. i euro.

- Selskaberne skal derfor have etableret et likviditetsberedskab, herunder adgang til repoforbindelser til både danske og internationale banker, og eventuelt have adgang til centralt cleared repomarkeder.

Pensionsselskabernes likviditetsbehov kan også påvirke banker og CCP'er.

- Derivathandler er på daglig basis med til at rebalancere balancer og begrænse modpartsrisikoen for finansielle aktører.
- Banker og CCP'er spiller ofte en væsentlig rolle som mellemmand på de finansielle markeder.
- På den baggrund skal bankerne kende følsomhederne i deres regulative krav (NSFR, LCR og gearingskrav) i forbindelse med stigende efterspørgsel på likviditet fra pensions- og livsforsikrings-selskaber.



Slide 7

Den lange realrente er faldet siden 90'erne.

- Den lange realrente er faldet over de seneste årtier, både herhjemme og i udlandet.
- En af årsagerne til det lave renteniveau er, at den såkaldte naturlige realrente, r^* , er faldet.
- r^* er defineret som den realrente, der sikrer, at produktionen i økonomien matcher potentielt output, og at prisudviklingen er stabil.
- Udviklingen i r^* har implikationer for transmissionen af centralbankernes renter til økonomierne. Niveaulet for r^* er afgørende for den pengepolitiske stilling, dvs. om centralbankernes renter dæmper eller stimulerer den økonomiske vækst.

Den demografiske udvikling har påvirket r^* negativt i Danmark i flere årtier.

- Faldet i r^* siden midten af 1990'erne kan forklares med lavere vækstpotentiale i Danmark samt ændringer i international demografi, global opsparing og finansiell usikkerhed, jf. Adolfsen og Pedersen (2019).
- Foreløbige resultater tyder på, at den demografiske udvikling har påvirket r^* negativt i Danmark i flere årtier, jf. Christensen og Pedersen (2021).
- Vi forventer, at den forventede stigning i levetiden vil fortsætte med at udøve et nedadgående pres på r^* i Danmark i de kommende årtier.
- Bemærk dog, at indekseringen af pensionsalderen til ændringer i levealderen i Danmark bør mindske effekten af øget levetid på r^* .

De kommende generationer af pensionister har i stigende grad individuelle pensionsordninger at trække på.

- I takt med at de ældre kommer til at fylde mere i befolkningen, har de i stigende grad egne pensionsopsparinger at trække på.
- Det er selvsagt godt for de offentlige finanser.
- Pensionssektoren spiller med andre ord en vigtig rolle for dansk økonomi.

Pensioner beskattes typisk på udbetalingstidspunktet – bortset fra den nyere alderspension.

- Størstedelen af pensionsindbetalingerne er altså fradragsberettigede, og det betyder, at skatten betales løbende, i takt med at pensionisten bliver ældre.
- Det er der en vis fornuft i, da skatteindtægter fra pension dermed kommer i statskassen, når personen typisk trækker mest på velfærdsydelserne, herunder særligt sundhedsydelser.
- De fundede pensioner med skattefradrag på indbetalingerne giver således et tidsmæssigt sammenfald mellem indbetaling til de offentlige kasser og trækket på de offentlige kasser.

Overgangen til lav r^* har medført betydelige værdistigninger i aktivpriser



Slide 8

Pensionssektoren har oplevet pæne kursgevinster i transitionen mod lav r^* .

- I takt med faldet i r^* og faldende renteniveauer på de finansielle markeder er aktivpriser steget betydeligt.
- Det er en grundlæggende markedsmechanisme, og den har, som I ved, været bredt funderet på tværs af aktivklasser såsom aktier og obligationer.
- Det er på sin vis ironisk, at investorer har opnået store kursgevinster på vejen mod lave afkast. Men sådan virker markedsmechanismerne.

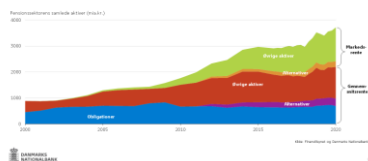
Når transitionen er ovre, må afkastene ventes at blive væsentligt lavere.

- Rentefaldet har i årevis bidraget til, at mange i pensionssektoren har kunnet fremvise regnskaber med flotte afkast til deres kunder.
- Men når transitionen mod et lavere niveau af r^* er ovre, vil afkastene blive mindre. Betydeligt mindre.
- Da vil det blive det mindre festligt for pensionssektoren.

Hvis renterne mod forventning kommer op igen, vil det medføre en periode, hvor kursgevinster bliver afløst af kursfald.

- Og hvad hvis vi nu tager fejl om en lav r^* mange år frem? Hvad hvis renterne igen kommer op på et højere niveau?
- Så vil den udvikling, vi har set gennem transitionen mod de lave renter, så at sige blive spillet baglæns.
- Stigende renteniveauer vil alt andet lige medføre en vis periode med kursfald på aktiver og dermed negative afkast på nogle af pensionssektorens investeringer.

Pensionssektoren har stadig større beholdninger af alternative investeringer



Slide 9

Pensionssekskaberne øger deres beholdninger af aktier samt reale investeringer.

- En reaktion på de lave realrenter er en til stadighed øget søgen efter afkast. Også hos pensionssektoren.
- Før 2000 bestod pensionssektorens investeringer overvejende af stats- og realkreditobligationer.
- Men siden da har der været et øget fokus på produkter med markedsrente, og deres andel af pensionsformuen er fortsat stigende.
- Det har medført et mere blandet investeringsbillede med nye typer af aktiver.
- I de seneste 10 år har vi især set flere af kundernes pensionsmidler blive placeret i såkaldte alternative investeringer. Værdien af alternative investeringer har nu passeret 500 mia. kr.
- Og der er mange nye investeringer på vej i de kommende år. Selskaberne har givet tilsagn om fremtidige alternative investeringer på omkring 250 mia. kr.
- De alternative investeringer har bidraget til øget diversificering og stabile afkast.
- Men de alternative aktiver påvirker selskabernes solvens og især likviditet, når der er store markedsbevægelser.
- Stærk styring af kort- og langsigtede risici vil derfor spille en stadig vigtigere rolle.

Lav realrente stiller pensionskunder over for et dilemma



Slide 10

Lav realrente stiller pensionskunder over for et dilemma.

- Udsigten til lavere pension gør, at der kun er tre muligheder:

- Vi kan indbetale mere til pension.
 - Hvis man ønsker at nå en bestemt dækningsgrad, som afspejler pensionsudbetalingerne som andel af lønnen i sidste erhvervsaktive år.
- Vi kan indstille os på at blive nogle flere år på arbejdsmarkedet.
 - Vi bør altså værne om den nuværende aftale om indeksering af pensionsalder i forhold til forventet levetid.
- Vi kan acceptere en lavere levestandard og et lavere velfærdsniveau.

Det er vigtigt, at lavere afkast sætter sig i pensionsprognoserne og adfærden.

- Sker det ikke, kan urealistisk høje afkastforventninger tvinge selskaberne ud i stadig og større risikotagning.