

Pensionssektorens alternative investeringer



Alternative investeringer har passeret 500 mia. kr.

Alternative aktiver udgør nu omkring 14 pct. af pensionssektorens samlede aktiver. De alternative investeringer har bidraget til øget diversificering og stabile afkast, men har også ændret selskabernes solvens og likviditet.

[Læs mere](#)



Mange nye investeringer i de kommende år

Selskaberne har givet tilsagn om fremtidige alternative investeringer på omkring 250 mia. kr. De fleste selskaber har dog plads til endnu flere alternative investeringer, hvis det skønnes hensigtsmæssigt i forhold til risiko og afkast.

[Læs mere](#)



Øget behov for risikostyring

Alternative aktiver påvirker solvensen og især likviditeten, når der er store markedsbevægelser. Stærk styring af kort- og langsigtede risici vil derfor spille en stadig vigtigere rolle, når selskaberne foretager fremtidige alternative investeringer.

[Læs mere](#)

Den danske pensionssektor forvalter en opsparing på omkring 3.800 mia. kr. og er derfor vigtig for funktionen af de finansielle markeder og den finansielle stabilitet.¹

Pensionsselskaberne har øget beholdningen af alternative aktiver

Pensionsselskaberne har langsigtet stabil finansiering i form af kundernes opsparing og pensionsindbetalinger. Den stabile finansiering giver selskaberne mulighed for at investere i kapitalprojekter med høj illikviditet og lang tidshorizont.

Selskaberne har derfor øget deres alternative investeringer (herefter alternativer) til omkring 500 mia. kr. med henblik på højere afkast og bedre risikospredning i det aktuelle miljø med lave renter, jf. figur 1.² Derudover har selskaberne givet investeringstilsagn om yderligere 250 mia. kr., der hovedsagelig skal investeres i alternativer. Tilsagnene afspejler til dels sektorens plan om grønne investeringer for 500 mia. kr. ved udgangen af dette årti.³

Nye risici for finansiell stabilitet

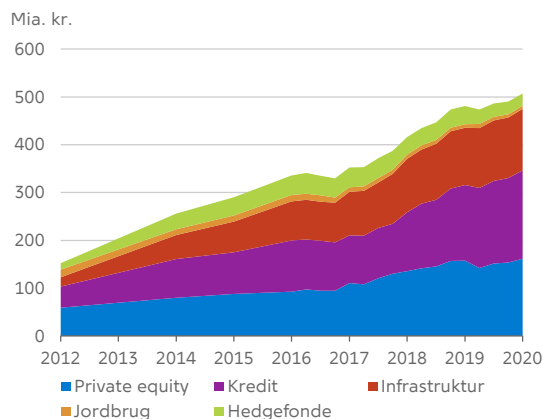
Sektorens adgang til likviditet bliver mere begrænset, hvis højt likvide statsobligationer erstattes af illikvide alternativer. Manglende likviditet kan ved markedsstress eller -usikkerhed påvirke selskabernes traditionelle kontracykliske adfærd i en mere procyklisk retning. Det er derfor vigtigt, at selskaberne styrer deres daglige likviditetsbehov.

Plads til flere alternative investeringer

Alternativer udgør ikke en stor trussel mod det finansielle system gennem solvens- eller likviditetseffekter – i hvert fald ikke på det nuværende investeringsniveau. Samlet set har sektoren stadig plads til yderligere investeringer i alternativer, da de fleste selskaber ikke er solvens- eller likviditetsbegrænsede. Dog er der allerede givet betydelige tilsagn om yderligere investeringer.

Stor og voksende beholdning af alternative investeringer

Figur 1



Anm.: Fordeling af alternative investeringer for hele sektoren.
Kilde: Finanstilsynet 2012-2015, FHI (kvartalsvise regnskaber og balancer, Liv og pension) 2016-2020.

Øget fokus på risikostyring

Hvis andelen af illikvide investeringer i selskabernes porteføljer stiger i de kommende år, kan det medføre grundlæggende ændringer i selskabernes likviditet og solvens. Likvide midler vil udgøre en mindre del af aktiverne, mens væksten i illikvide aktiver vil øge de risikobaserede kapitalkrav i henhold til reguleringen af pensionsselskaberne jf. Solvens II-reglerne.

På langt sigt vil selskabernes solvens og rentabilitet være meget afhængig af afkastene på deres alternative investeringer. Selskaberne skal derfor være omhyggelige med deres risikostyring, fx gennem regelmæssige stresstest. Brug af interne stresstest til at analysere en kombination af likviditet og solvens i negative scenarier vil få større og større betydning, efterhånden som andelen af alternative investeringer vokser.

¹ Pensionsselskaber dækker i analysen over tværgående pensions-selskaber og livsforsikringsselskaber eksklusive ATP.

² Fast ejendom behandles ikke ens i de forskellige datakilder. Finanstilsynets rapporteringsskabeloner, FHI (kvartalsvise regnskaber og balancer, Liv og pension), der anvendes i disse grafer, omfatter ikke direkte fast ejendom. Brancheforeningen Forsikring og Pension har derimod inkluderet fast ejendom og melder om alternativer på omkring 600 mia. kr., hvoraf fast ejendom tegner sig for 250 mia. kr.

³ Se Forsikring og Pension (2020), Pensionsbranchen offentliggør milliardinvesteringer i grøn omstilling.

Illikvide alternative investeringer får større og større betydning

Alternative aktiver handles ikke på en børs

Der findes ingen klar definition af alternative investeringer, omend de ofte karakteriseres som aktiver, der ikke handles på en børs. Alternativer er derfor relativt illikvide, og en markedspris kan ikke umiddelbart observeres. Alternative investeringer omfatter, men er ikke begrænset til, unoterede aktier, infrastruktur, direkte udlån og fast ejendom, jf. boks 1.

Som sådan dækker alternativer både kendte aktiver fra andre dele af det finansielle system, fx direkte udlån, og nye muligheder såsom vindmølleparker.

Udgør en betydelig andel af porteføljen

Ved udgangen af 2020 havde pensionssektoren alternative investeringer for omkring 500 mia. kr., jf. figur 1, efter en årrække med stærk investeringsvækst for både markedsrente- og gennemsnitsrenteprodukter. De fleste selskaber har alternativer, og i medianselskabet udgør alternativer 14 pct. af aktiverne, jf. figur 2. Den høje andel af alternativer betyder, at aktivklassens afkast vil være vigtig for, at sektoren kan honorere fremtidige pensionsudbetalinger. Alternativer introducerer både nye muligheder og nye risici.

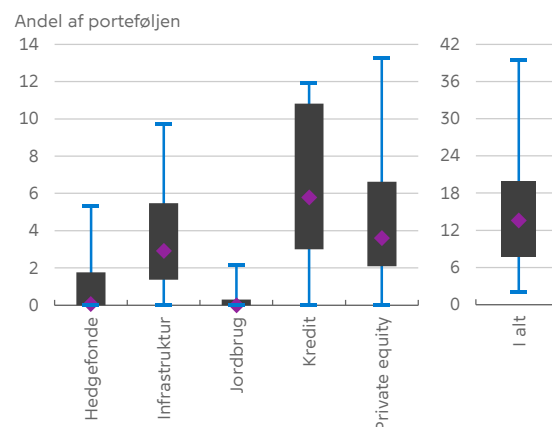
Selv om alternativer udgør en stor del af de samlede aktiver for sektoren, er det vigtigt at bemærke, at der er store forskelle selskaberne imellem. Ét selskab har over 36 pct. af sine aktiver i alternativer, mens andre har næsten ingen. Desuden er der store forskelle på tværs af aktivkategorierne. Det afspejler kombinationen af forskellige forretningsmodeller, samt forskelle i selskabernes individuelle solvens- og likviditetsbegrænsninger, jf. figur 3.

Markedsrenteprodukter tilskriver investeringsafkast direkte til kunderne, og tilbyder generelt ikke finansielle garantier. Gennemsnitsrenteprodukter har langsigtede afkastmål, som kan være garanterede, betinget garanterede eller ugaranterede. Højere garantier medfører alt andet lige mindre investeringsfrihed.⁴

⁴ Balancen mellem historiske afkast og langsigtede afkastmål er også afspejlet i forholdet mellem garanterede ydelser og bonusreserver. Bonusreserver agerer som buffere i tilfælde af tab, og selskaber med høje bonusreserver kan således påtage sig mere investeringsrisiko.

Store investeringer, men store forskelle på tværs af selskaber

Figur 2



Anm.: Alternative investeringers andel af de samlede aktiver. Fordeling på tværs af selskaberne. Minimum, 25-pct.-fraktil, median, 75-pct.-fraktil og maksimum. Data pr. ultimo 2020. Kilde: FHI (kvartalsvise regnskaber og balancer, Liv og pension).

Eksempler på illikvide investeringer

Boks 1

Unoterede aktier: Investeringer i kapitalandele i virksomheder, hvor aktierne ikke handles på en børs. Investeringerne kan foretages direkte, via en private equity-fond eller via en venturekapitalfond.

Hedgefonde: Fonde, der investerer inden for et specialiseret kompetenceområde, fx højrente obligationer. Investeringerne kan være højt gearede.

Fast ejendom: Konstruktion og udlejning af beboelses- eller erhvervsjendomme. Investeringerne kan også være via en ejendomsfond.

Infrastruktur: Betalingsveje, broer, vindmølleparker osv. Investeringerne kan være i et offentligt-privat partnerskab eller med statsgaranteret mindsteindtægt.

Kredit: Direkte erhvervsudlån, der ligner banklån. Kan også være i form af en låneportefølje købt af en bank.

Jordbrug: Landbrug, landbrugsjord og skovbrug.

Garanterede gennemsnitsrenteprodukter med høje garantier og lave bonusreserver er derfor begrænsede med hensyn til investering i alternativer på grund af mængden af risiko, som de kan påtage sig. Andre gennemsnitsrenteporteføljer – ikke-garanterede eller med tilstrækkelige bonusreserver – er mindre begrænsede. Kommercielle udbydere af markedsrenteprodukter er mindre begrænset i forhold til hvor meget risici, de kan påtage sig. Selskaberne skal til gengæld opretholde en vis likviditet i tilfælde af, at en stor virksomhedsordning overføres. Denne ekstra likviditet er ikke nødvendig for markedsrenteprodukter fra arbejdsmarkedspensioner, da de ikke oplever tilsvarende store overførsler, hvorfor de kan investere i de mest illikvide alternativer såsom infrastruktur.

Forskellene mellem selskabernes andel af alternativer kan også afspejle investeringernes generelt store størrelse, samt de krav som alternativer og deres risici stiller til specialiserede færdigheder og ekspertise hos selskabet. Et eksempel på et højtspecialiseret marked er privat kredit eller direkte udlån, hvis pengestrømme kan svare til pengestrømmene for obligationer, men med en højere risiko. Samtidig har direkte udlån mange egenskaber til fælles med sektorens traditionelle investeringer.

Foreløbige estimater viser, at usikrede lån ydet af andre danske långivere end banker til danske ikke-finansielle selskaber synes at være mindre risikable end lån til virksomheder, der primært låner af banker, jf. boks 2. Estimerne tyder på omhyggelig kreditstyring hos långiveren. Det er dog uklart, om dette gælder for direkte kredit fra pensionselskaber.

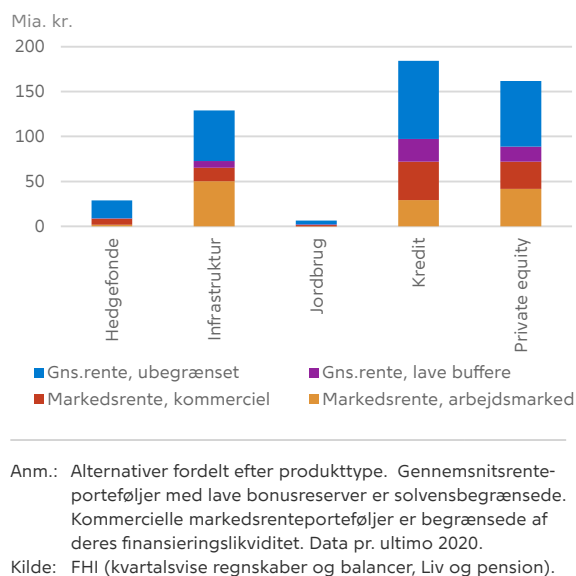
Højere afkast og diversificering

Historisk lave statsobligationsrenter

Pensionselskaberne modtager betalinger fra deres kunder og udbetaler til gengæld ydelser til kunderne ved pensionering. Selskabernes investeringer afspejler derfor, at de skal honorere forpligtelser langt ud i fremtiden. Traditionelt har de gjort dette ved at købe statsobligationer med lang løbetid. Renten på disse obligationer har imidlertid været tæt på eller under nul i de senere år, hvilket har gjort dem mindre attraktive grundet det forventede lave afkast.

Eksponering afhænger af produkttype

Figur 3



Alternativer har højere forventet afkast

I modsætning hertil har alternative investeringer højere forventet afkast, og samtidig har nogle af dem samme egenskaber som obligationer. Selskaberne investerer i alternativer for at opnå højere forventede afkast, fx investeringer i private equity-fonde og hedgefonde, og højere forventede langsigtede pengestrømme, fx fra direkte udlån og infrastruktur. På grund af illikviditeten kræver investorerne et ekstra afkast for at investere i disse aktiver i stedet for aktiver, der er lettere at sælge. Da pensionselskaberne har langsigtede forpligtelser, er de godt positioneret til at høste denne såkaldte illikviditetspræmie over tid. I nogle henseender kan et alternativt aktiv endda give samme pengestrømme som en obligation. Det kan fx være fast ejendom, der giver løbende lejeindtægter. Fast ejendom kan derfor være et godt alternativ til en statsobligation.

Målt ud fra realiserede afkast klarer alternativer sig relativt godt. Beholdninger af unoterede aktier har givet stabile afkast og har i perioder endda overgået afkastet fra beholdningerne af både statsobligationer og noterede aktier, jf. figur 4. Disse aktiver har således hjulpet selskaberne med at opnå et højere investeringsafkast på trods af de lave obligationsrenter. Desuden er der indikationer af lave eller endog negative korrelationer mellem alternativer og de to store traditionelle investeringsklasser, statsobligationer og noterede aktier. Alternativerne kan altså øge

Usikret udlån fra danske ikke-banker til danske ikke-finansielle selskaber¹

Boks 2

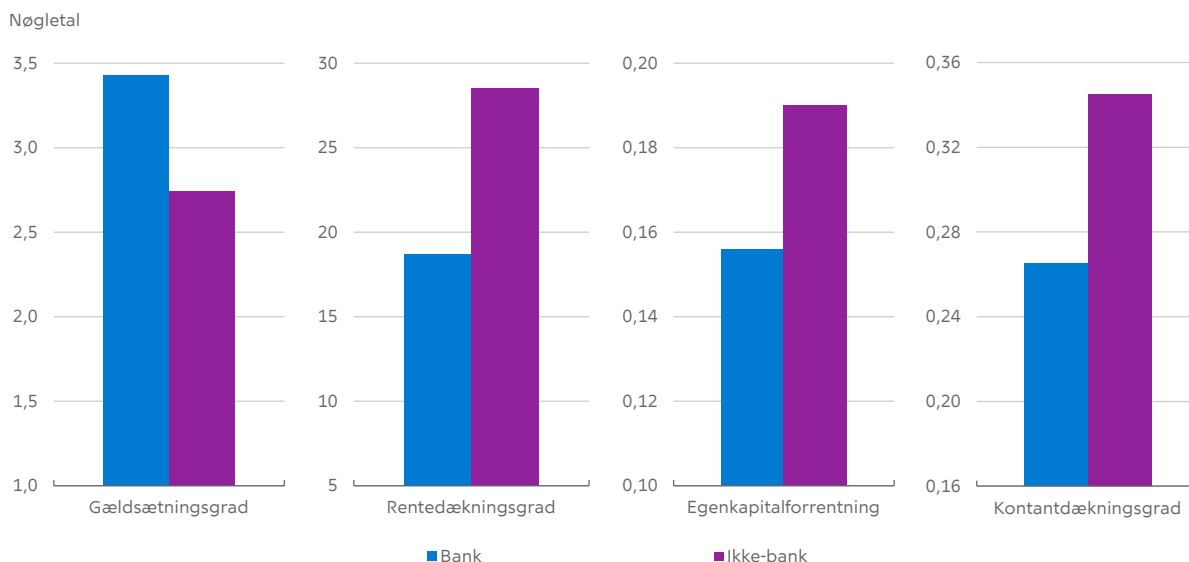
På markedet for erhvervsudlån fra andre finansielle formidlere end banker (herefter ikke-banker) spiller pensionselskaberne en rolle enten direkte eller gennem de fonde, de investerer i. Dette markeds betydning er vokset i mange landes finansielle systemer siden den globale finansielle krise i 2007-2008. Mellem 2009 og 2017 ydede danske ikke-banker i gennemsnit 13 pct. af den samlede usikrede kreditgivning til danske ikke-finansielle selskaber.

Sammenlignet med virksomheder, der primært låner fra traditionelle banker, har de ikke-finansielle virksomheder, der har mindst 50 pct. af deres samlede eksterne finansiering fra ikke-banker, betydeligt bedre finansielle nøgletal. Derfor kan disse låntagere være forbundet med mindre risiko fra kreditors synspunkt. Figuren nedenfor viser fire vigtige finansielle nøgletal på tværs af de to låntagergrupper. Virksomheder, der primært finansieres ved hjælp af kredit fra ikke-banker, har en lavere gældsfinansiering end dem, der låner af traditionelle banker, målt ved gældsætningsgraden. Samtidig er disse virksomheder bedre i stand til at servicere deres gæld,

da deres rentedækningsgrad er højere. Desuden er virksomheder, der låner fra ikke-banker, mere rentable og likvide sammenlignet med virksomheder, der låner af banker, som afspejlet i deres højere egenkapitalforrentning og kontantdækningsgrad. Det er vigtigt at bemærke, at virksomhedsstørrelsen og sektorfordelingen er omtrent den samme for låntagere fra banker og låntagere fra ikke-banker.

Det tyder altså på, at danske virksomheder, der låner fra danske ikke-banker, i gennemsnit er mere økonomisk sunde end virksomheder, der låner af banker. Långiverne har således en forholdsvis lav kreditrisikoeksponering, og de direkte lån giver et højere afkast end fx handlede obligationer. Det er imidlertid uklart, om pensionselskaberne og de fonde, de investerer i, fortsat vil understøtte denne del af markedet som kreditudbydere, hvis markedet kommer under pres, eller hvis renten stiger, så andre investeringer bliver mere attraktive. En undersøgelse fra Finanstilsynet viser, at et flertal af pensionselskaberne i 2019 forventede at beholde eller udvide deres udlånsforretning.²

Gennemsnitlige finansielle nøgletal for virksomheder fordelt efter långivertype



Anm.: Datasættet kombinerer balancer på virksomhedsniveau og långivernes konti på lånniveau. I figuren indgår kun usikrede lån, der ydes til ikke-finansielle selskaber. Estimerne er signifikant forskellige fra hinanden og fra nul.

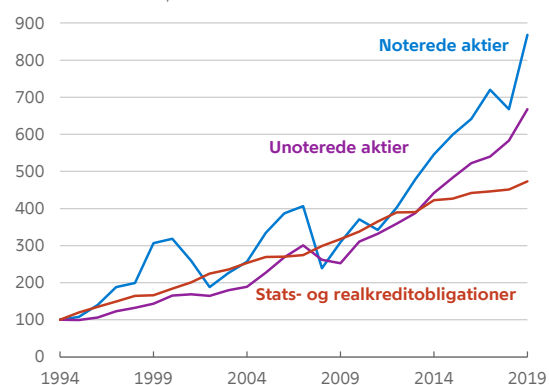
Kilde: Selvangivelser fra kreditinstitutter i Danmark, FIRE-Regnskabsstatistikken og egne beregninger.

¹ Boksen er baseret på input fra Dominic Cucic og Denis Gorea, Økonomi og Pengepolitik, Danmarks Nationalbank.
² Se Finanstilsynet (2021), Temaundersøgelse om pensionselskabers investeringer i illikvid kredit.

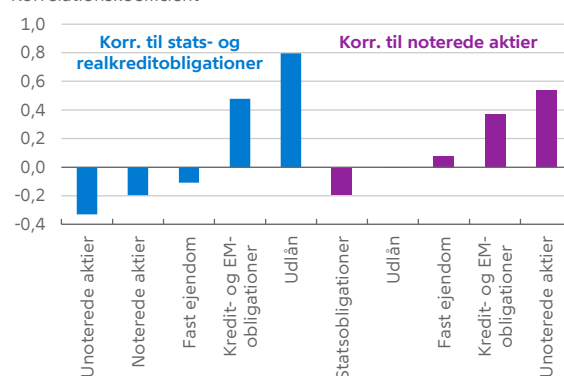
Historisk set har alternativer givet et højt og stabilt afkast samt mulighed for diversificering

Figur 4

Akkumuleret værdi, 1994=100



Korrelationskoefficient



Anm.: Akkumuleret afkast og korrelation baseret på årlige aggregerede afkast for sektoren for årene 1995-2019. Årlige afkast giver en indikation af korrelationsfortegnet, men kan undervurdere korrelationens styrke. EM-obligationer angiver obligationer udstedt i emerging markets.
Kilde: Selskabernes årsrapporter, Finanstilsynets *Markedsudviklingen for pensionsvirksomheder* og egne beregninger.

diversificeringen i selskabernes porteføljer, hvilket gør porteføljeværdien mere robust over tid og i krisetider.

Et vigtigt forbehold ved evaluering af alternativernes afkast er deres relativt korte historik. Illikviditetspræmien og de modtagne pengestrømme har endnu ikke vist sig robuste over længere tidshorisoner, specielt når flere penge jagter denne type investeringer, jf. figur 8 på side 9. Et eksempel er vindmølleparker: Selv om der er garanti for faste elpriser i fx de første 15 år, er det usikkert, hvilke priser der vil gælde, når denne periode udløber. Efterhånden som vindmølleparken bliver ældre, bliver de variable, usikre pengestrømme ud over den oprindelige 15-årige periode vigtigere for værdiansættelsen. Det langsigtede afkast er således usikkert.

Stigende allokering til unoterede og illikvide aktiver medfører nye risici for den finansielle stabilitet

Selskabernes alternative investeringer har medført nye forretningsområder, som understøtter samfundsokonomien, og samtidig skaber værdi for kunderne i form af afkast og diversificering. Overgangen til flere alternativer medfører dog en række potentielle risici for den finansielle stabilitet.

Alternativernes dagsværdi kan ikke observeres, og den må derfor estimeres. Værdifastsættelsen vil derfor altid medføre en vis grad af subjektivitet. Med andre ord vil selskaberne have forskellige værdiansættelser for det samme aktiv. Disse forskelle kan have en klar påvirkning på kundernes formue og kan i yderste fald resultere i mistillid til selskaberne og pensionssystemet.

Illikvide aktiver kan forventes at blive solgt med en betydelig rabat i en stresset situation, hvilket forværrer eventuelle solvensproblemer. Samtidig bliver sektorens samlede likviditet strammere, hvis investeringer i højt likvide statsobligationer erstattes med illikvide alternativer.

Selv om en højere andel af alternativer ikke giver selskaberne likviditetsproblemer under normale forhold, kan perioder med markedsstress lægge pres på selskaberne. Lav likviditet kan reducere selskabernes kapacitet til at købe, når andre tvinges til at sælge, hvilket mindsker sektorens evne til at købe attraktive aktiver med stor rabat og som bivirkning virke stabiliserende på de finansielle markeder. Reducerede obligationsporteføljer kan desuden give problemer, hvis selskaberne har brug for adgang til likviditet via repomarkedene.

På de følgende sider gennemgås værdiansættelser, solvens og likviditet for at illustrere de potentielle

risici i en situation, hvor store investeringer i alternativer finansieres ved salg af obligationer. Det er et ekstremt tilfælde, da fremtidige investeringer sandsynligvis delvis vil erstatte forfaldende alternative investeringer, eller blive finansieret af indgående præmier og bidrag. Det er dog en nyttig illustration af de potentielle virkninger af yderligere investeringer i alternativer.

Værdiansættelse af alternative investeringer

Mens noterede aktiver har en observerbar markedspris, skønnes værdien af alternativer efter IFRS-dagsværdi, jf. boks 3.⁵

Stabile afkast

Dagsværdien af selskabernes alternative investeringer har historisk set vist større stabilitet end markedsværdien af deres noterede aktiver. Mellem 2015 og 2020 gav pensionselskabernes noterede aktier et højere afkast end deres unoterede aktier, men havde også en langt højere volatilitet, jf. figur 5.

Det betyder imidlertid ikke, at unoterede aktier er mere eller mindre risikable end noterede aktier. Det illustrerer snarere, at vurderingen af risiko og afkast efter dagsværdi er mindre volatil set i forhold til markederne.

Fremadrettet kan unoterede aktivers volatilitet ændre sig, efterhånden som selskaberne øger værdiansættelsernes hyppighed, fx til daglig frekvens, for at understøtte risikomodeller og investeringsbeslutninger.

IFRS-principper for dagsværdi

Boks 3

En dagsværdiurdering skal udtrykke en exitpris for et velordnet salg på velfungerende markeder, der afspejler markedsoplysninger og markedsdeltagere på en given dato. Ved dagsværdi bør brugen af relevante observerbare input maksimeres og brugen af ikke-observerbare input minimeres.

Dagsværdi opgjort efter International Financial Reporting Standards (IFRS) 13 har et værdiansættelseshierarki. Aktiver på niveau 1 har observerbare markedsværdier, værdien af aktiver på niveau 2 skønnes på grundlag af observerbare input, og for aktiver på niveau 3 anvendes ikke-observerbare input i værdiansættelsesmetoderne.¹ Generelt er pensionselskabernes alternativer på niveau 3.

For niveau 2 og 3 skal dagsværdimetoderne afspejle risiko og usikkerhed på en troværdig måde med henblik på en afvejning mellem aktualiteten og relevansen af dagsværdiernes følsomhed over for markedsbevægelser. Dagsværdien skal omfatte den risiko og usikkerhed, som en køber ville kræve kompensation for. For unoterede aktiver skal et selskab vurdere de risici og usikkerheder, der er relevante for det specifikke aktiv. Den deraf følgende dagsværdi bør således – ligesom markederne – afspejle ændringer i ind-

teningsforventningerne og risikopræmierne for de enkelte aktiver.

Det fremgår klart af IFRS-vejledningen, at dagsværdien ikke bør afspejle et tvunget eller nødlidende salg. Det fremgår mindre klart, om dagsværdien i henhold til IFRS 13-standarden bør afspejle midlertidige markedsforvridninger. Selskaberne skal anvende deres dømmekraft, når de vurderer, om de anvendte markedsoplysninger er pålidelige.²

Markederne reagerer hurtigt for at afspejle investorerens risikopræferencer og varierende risikoaversion. Til sammenligning er selskabernes dagsværdimetoder for niveau 2 og 3 langsommere, da de er underlagt revision, offentliggørelse og myndighedskontrol for at sikre, at metoder og antagelser er troværdige og robuste, samtidig med at alle væsentlige risici og usikkerheder fanges. Det indebærer en tidsforskydning for at indregne nye risici, nye usikkerheder og uforudsete begivenheder. Men når effekterne på indtjeningen og andre antagelser om makroøkonomiske begivenheder såsom covid-19 og samfundsnedlukningerne bliver tydelige, bør de indregnes. Selv om regnskabsmodeller ikke kan omfatte alle væsentlige nye risici, kan selskabernes risiko- og stresstestmodeller sigte mod det.

¹ Dagsværdiberegning for investeringsejendomme følger International Accounting Standard (IAS) 40.

² IFRS 13, afsnit 9, 22, 61, 65, 67, B2, B15-B16, B41-B44.

⁵ IFRS 13 og tilhørende dagsværdiprincipper trådte i kraft den 1. januar 2013.

Værdierne er svære at skønne, specielt når usikkerheden er høj

Dagsværdien af pensionssselskabernes noterede aktier steg støt i 2015-2018, og afspejlede fx ikke de store fald på aktiemarkedet i slutningen af 2018, jf. figur 5.

Med udbruddet af covid-19 og de efterfølgende samfundsnedlukninger faldt forventningerne til virksomhedernes indtjening, og usikkerheden steg, jf. figur 6. Det burde alt andet lige have resulteret i en lavere dagsværdi. Det fremgår af selskabernes indberettede dagsværdier ved udgangen af marts 2020, at der skete en justering af værdien af deres noterede aktier. Det er svært at bedømme, om justeringerne var store nok og hurtige nok.

Både noterede og noterede aktiepriser steg igen senere i 2020, hvilket afspejlede faldende makroøkonomisk usikkerhed, stabilisering af indtjeningsforventningerne og genopretning af investorernes risikovillighed. Episoden illustrerer, at dagsværdi og markedspriser kan falde i takt, når de underliggende økonomiske forhold ændrer sig.

Desuden illustrerer episoden, at økonomisk usikkerhed skaber usikkerhed om værdiansættelsen via de risici, antagelser og fremtidige forventninger, der indgår i en dagsværdiurdering. Det afspejles i de øgede forskelle mellem selskabernes dagsværdier for ens beholdninger af noterede aktiver på de tidlige stadier af nedlukningerne i 2020, jf. figur 7. Forskellene forblev dog relativt begrænsede, og faldt igen i slutningen af året.

Solvensbetragtninger

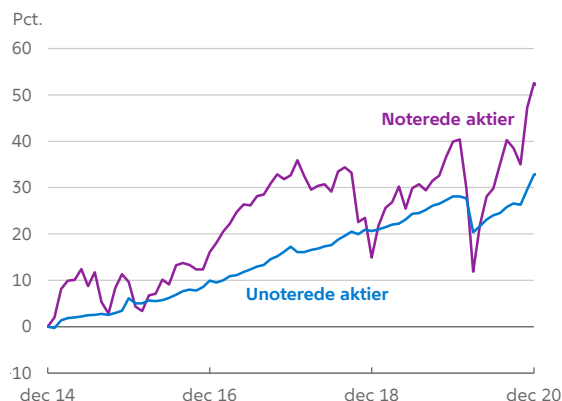
En højere andel af alternativer har potentialet til fundamentalt at ændre de enkelte selskabers solvens – i både normale og stressede perioder. De risikobaserede solvenskapitalkrav er højere for alternativer end for fx obligationer, og samtidig er aktiverne mere udsat for dagsværdiudsving.

Investeringer kan ændre solvensen

Det kan tage flere år at foretage en vellykket alternativ investering, og derfor kan den fremtidige vækst i alternativer approksimeres ved selskabernes investeringstilsagn, jf. figur 8. Da der er et risikotillæg for fx private equity i forhold til statsobligationer, vil ethvert skift mellem disse aktivklasser indebære solvensændringer.

Historisk har noterede aktier været mere stabile end noterede aktier

Figur 5

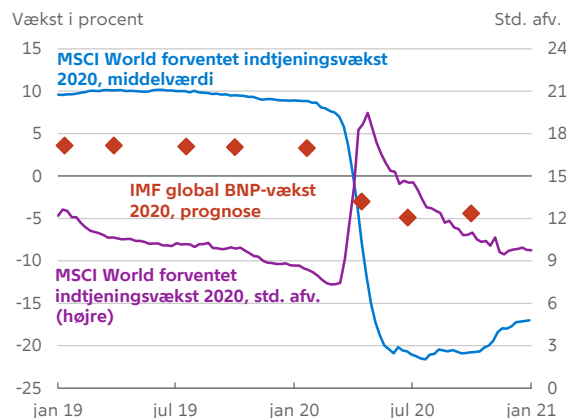


Anm.: Kumulativt månedligt afkast af danske pensionssselskabers porteføljer af noterede og noterede aktier. Afkast for noterede aktier beregnes som ændringer i underliggende markedsværdier. Afkast for unoterede aktier afspejler ændringer i dagsværdi. Begge inkluderer porteføljeomlægninger, men inkluderer ikke valutaeffekter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Noterede og unoterede aktier faldt, da de økonomiske udsigter forværredes

Figur 6

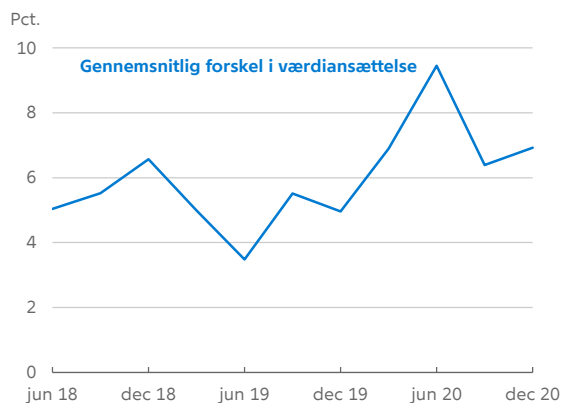


Anm.: Middelværdi og standardafvigelse mellem aktieanalytikerens forventninger til virksomhedernes indtjening for MSCI World indeks.

Kilde: Refinitiv, Institutional Brokers' Estimate System og IMF World Economic Outlook (WEO).

Værdiansættelsesforskelle i ens investeringer steg under nedlukningen

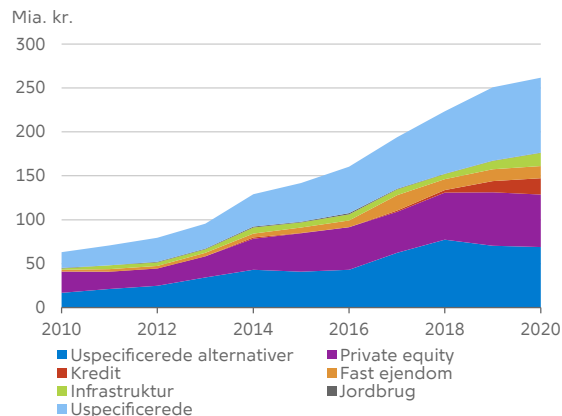
Figur 7



Anm.: Gennemsnitlig værdiansættelsesforskel for flere selskabers beholdninger af de samme underliggende aktiver. Aktiverne omfatter seks investeringer i fast ejendom, tre infrastrukturinvesteringer og en unoteret kapitalandel.
Kilde: Solvens II Quarterly Reporting Template.

Betydelige tilsagn om fremtidige investeringer

Figur 8



Anm.: Tilsagn om, men endnu ikke foretagne investeringer, der fremgår af årsrapporter i perioden 2010-2020. Når det er muligt, er tilsagnene opdelt efter kategori. "Uspecificerede alternativer" dækker tilfælde, hvor rapporten blot angiver alternative investeringer. "Uspecificeret" omfatter en blanding af forskellige investeringstyper, hvoraf størstedelen forventes at være alternativer.
Kilde: Selskabernes årsrapporter.

Når tilsagnene om fremtidige alternative investeringer inkluderes i selskabernes porteføljer, indebærer det alt andet lige en betydelig solvensændring for nogle selskaber, jf. figur 9.

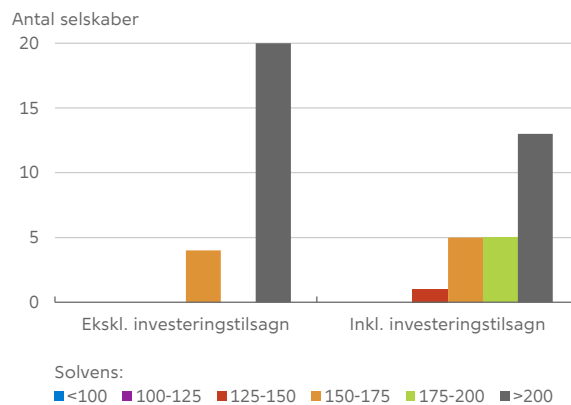
Selv om alle selskaberne fortsat er højt solvente, kan yderligere investeringer bringe dem tættere på et punkt, hvor stress eller fejlskøn af dagsværdi kan udløse solvensproblemer.

Stress kan betyde markant lavere solvens

Det gennemsnitlige selskab kan klare selv betydelige dagsværditab på dets alternativer uden, at solvensen bliver faretruende lav – også når investeringstilsagnene tages i betragtning.⁶ Estimer tyder dog på, at stress af dagsværdierne på 20-30 pct. kan bringe nogle selskaber meget tæt på en solvens på 100 pct., især efter tilføjelse af investeringstilsagnene til deres porteføljer, jf. figur 10.

Fremtidige investeringer kan mindske mange selskabers solvens

Figur 9



Anm.: Selskabernes solvensdækning ultimo 2020 hhv. inklusive og eksklusive investeringstilsagn. Solvensen genberegnes ved at øge markedsrisikokapitalomkostningerne proportionalt for investeringstilsagnene og derefter genberegne solvenskapitalkravet (SCR).
Kilde: Selskabernes årsrapporter, Solvens II Quarterly Reporting Template og egne beregninger.

⁶ Det anvendte stressscenario indeholder ingen nedskrivning eller afskrivning af andre aktiver og er derfor relativt mildt, da alternativer isoleres, mens det kan forventes, at fx aktier falder i takt med private equity.

Samtidig viser estimaterne, at selskabernes solvens er robust over for fejlskøn af dagsværdi fx i tilfælde af en dagsværdireduktion på 10 pct., jf. figur 10.

Nogle selskaber har flere frihedsgrader end andre
Estimaterne illustrerer, at nogle selskaber ikke bliver solvensbegrænset, fx hvis de har markedsrenteprodukter eller gennemsnitsrenteprodukter med store bonusreserver, mens andre selskaber relativt hurtigt kan komme i en situation, hvor solvensen giver bindende begrænsninger for deres fremtidige investeringer i alternativer.

Likviditetsrisiko kræver styring

Historisk set har pensionssektoren haft rigelig likviditet, hvilket har gjort det muligt at købe, når andre blev tvunget til at sælge. Derfor har selskaberne været i stand til at købe aktiver til attraktive priser.

Det er i selskabernes, kundernes og samfundets interesse, at sektoren har tilstrækkelig likviditet, så selskaberne ikke begrænses i at købe aktiver, som de anser for værdifulde, i gode og især dårlige tider. Ideelt set bør selskaberne ikke være likviditetsbegrænsede i nogen scenarier.

Samtidig har selskaberne en forpligtelse til at handle i kundernes bedste interesse, fx ved at forfølge høje afkast inden for en bestemt risikoramme, så de kan sikre deres kunder et højt niveau af fremtidige pensionsydelse. Samtidig skal investeringerne afspejle kundernes præferencer. Det stemmer ikke overens med hovedsagelig at have højt likvide aktiver i porteføljen, fx statsobligationer, med negative afkast.

Porteføljeandelen af obligationer er faldet

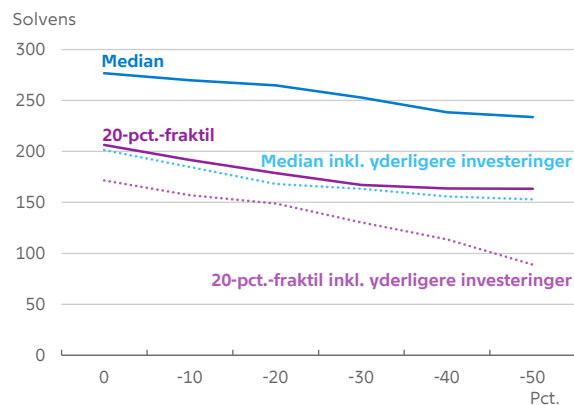
Sektoren har betydelige mængder likvide aktiver i form af statsobligationer og realkreditobligationer med høj kreditvurdering, der kan bruges til at styre det daglige likviditetsbehov via repoer. Øget fokus på aktier og alternativer har imidlertid reduceret investeringsporteføljernes relative likviditet, da andelen af likvide aktiver er faldet, som illustreret ved gennemsnitsrenteprodukter, jf. figur 11.

Det akutte likviditetsbehov er stabilt

Selskabernes behov for likviditet opstår traditionelt som følge af balancen mellem ind- og udstrømning

Stress kan betyde markant lavere solvens

Figur 10

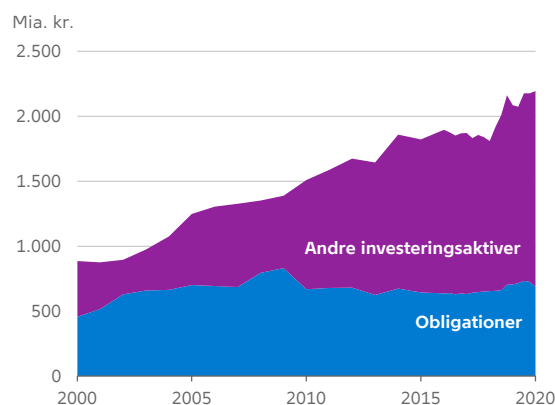


Anm.: Selskabernes solvensdækning ultimo 2020 under stress (fuldt optrukne linjer) og inklusive investeringstilsagn (punkterede linjer). For investeringstilsagnene genberegnes solvensen ved at øge markedsrisikokapitalomkostningerne proportionalt og genberegne solvenskapitalkravet (SCR). Stress er modelleret som tab på dagsværdien af selskabernes alternative investeringer.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Finanstilsynet, Solvens II Quarterly Reporting Template, selskabernes årsrapporter, FHI (kvartalsvise regnskaber og balancer, Liv og pension) og egne beregninger.

Faldende andel af de mest likvide aktiver

Figur 11



Anm.: Opdeling af de samlede investeringsaktiver for gennemsnitsrenteprodukter i perioden 2000-2020. Baseret på sektoraggregeret balance.

Kilde: Selskabernes årsrapporter og FHI (kvartalsvise regnskaber og balancer, Liv og pension).

af præmier og bidrag, renteindtægter og udbytter, udgifter og ydelser. Da de fleste selskaber stadig er under opbygning, er disse pengestrømme netto positive og forårsager ingen likviditetsbegrænsninger – i det mindste ikke i den nærmeste fremtid.

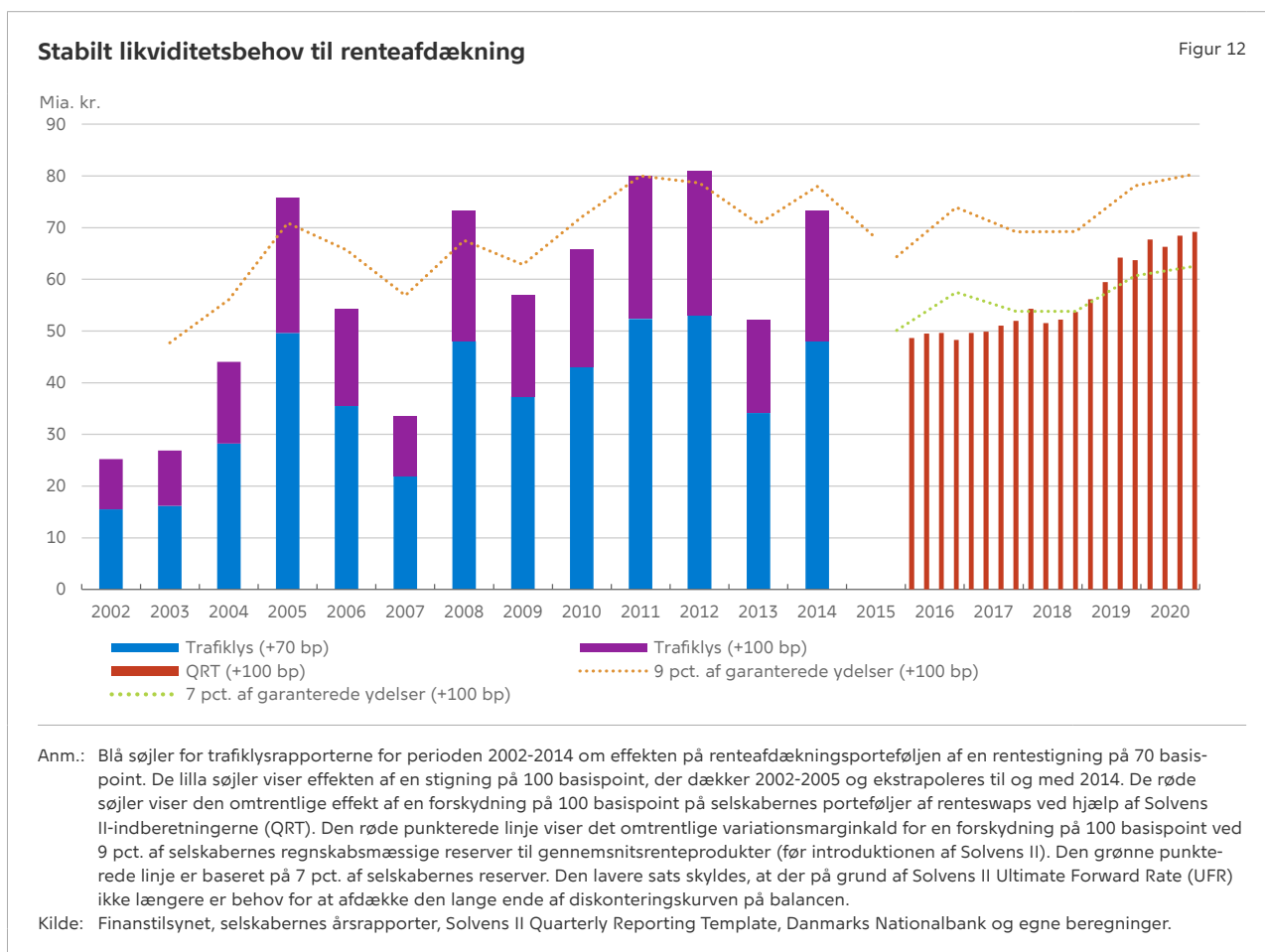
I modsætning hertil skaber brugen af derivater til afdækning og effektiv porteføljeforvaltning potentielt store intradag likviditetsbehov. En analyse fra Danmarks Nationalbank anslår et likviditetsbehov til at dække variationsmargin på 100 mia. kr. ved en rentestigning på 100 basispoint.⁷ Derudover kommer variationsmargin fra andre derivater såsom valuta- og aktieoptioner. Målt ud fra de gamle trafiklysrapporter og selskabernes Solvens II-indberetninger er der stadig behov for betyde-

lig likviditet til at dække variationsmarginkald for renteswaps, jf. figur 12.⁸

Det samlede likviditetsbehov vil stige, efterhånden som sektoren modnes og begynder at have netto-udstrømning, dvs. når pensionsydelse overgår præmier og bidrag.

Stigende renter kan give likviditetsproblemer

Hvis renterne stiger hurtigt, har sektoren brug for likviditet til at dække sin variationsmargin på renteswaps. Samtidig vil de danske og tyske statsobligationer, der bruges til at få adgang til intradag likviditet via repoer, falde i værdi. Samlet set har sektoren rigelig likviditet selv i et ekstremt stressscenarie, jf. figur 13.

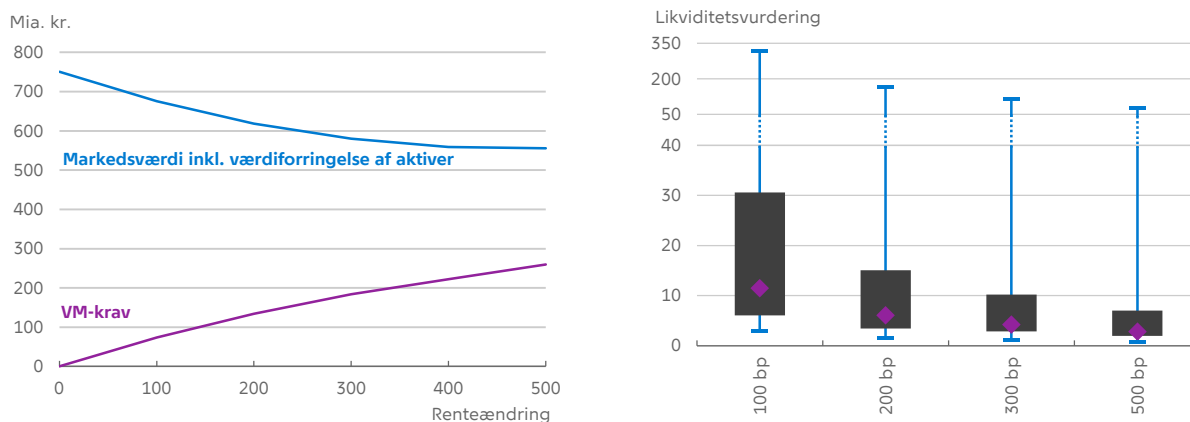


7 Danmarks Nationalbank (2019), Pensionselskaberne har stort likviditetsbehov ved rentestigninger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 23, november.

8 Bemærk, at den punkterede linje i figur 12 er baseret på en antagelse om, at renteafdækningsbeløbet er lineært i garantiværdien. På den ene side har faldende renter givet mere grund til afdækning i løbet af perioden. På den anden side kan udfasningen af garanterede gennemsnitsrenteprodukter være en grund til mindre afdækning.

Rigelig sektorlikviditet, men nogle selskaber har et lavt likviditetsniveau

Figur 13



Anm.: Variationsmarginkald (VM) for en forskydning af renten, baseret på selskabernes Solvens II-indberetninger. Blå linje angiver markedsværdien af de likvide midler. Likvide midler er defineret som danske og tyske statsobligationer, danske realkreditobligationer og kontanter. Værditab beregnet på ISIN-niveau ved hjælp af varighed og konveksitet, derefter aggregeret til selskabs- og sektorniveau. Likviditetsbehov estimeret ved summen af likviditetsbehovet i kerneforretningen (præmier og bidrag, kuponer og udbytter minus ydelser, hvis de er negative) over en etårig tidshorison og den likviditet, der er nødvendig for at dække variationsmarginen for renteswaps. Den højre figur viser likviditetsdækningen på tværs af selskaberne som minimum og maksimum. Rentestigning angivet i basispoint (bp).

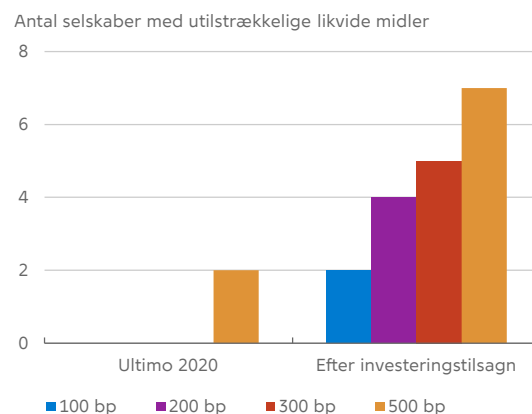
Kilde: Danmarks Nationalbank, Solvency II Quarterly Reporting Template, Refinitiv og egne beregninger.

Forskellene i forretningsmodeller, hvoraf den vigtigste er mellem markedsrenteprodukter eller garanterede produkter, har stor indflydelse på det enkelte selskabs behov for renteafdækning og dermed potentielle variationsmarginkald. En evaluering af selskabernes likviditet med henblik på dækning af marginkald afslører store forskelle mellem selskaberne, jf. figur 13. Selv om fordelingen forskydes nedad, efterhånden som renten stiger, ses den største ændring for de selskaber, der har rigelig likviditet.

Medregnes selskabernes tilsagn om yderligere investeringer, tyder estimerne på, at en håndfuld selskaber kan blive likviditetsbegrænsede i tilfælde af stigende renter, jf. figur 14. Beregningerne antager, at behovet for at sikre sig mod renteusving ved hjælp af swaps er konstant. Behovet kan dog ændre sig, hvis fx nye alternative investeringer giver langsigtede, stabile pengestrømme eller finansieres ved salg af obligationer.

Store investeringer kan give likviditetsproblemer for nogle selskaber

Figur 14



Anm.: Antal selskaber med utilstrækkelige likvide midler i tilfælde af rentestød på +100 basispoint, +200 basispoint, +300 basispoint og +500 basispoint. Investeringstilsagn er modelleret som finansieret ved en reduktion af de likvide midler.

Kilde: Solvens II Quarterly Reporting Template, selskabernes årsrapporter, Refinitiv og egne beregninger.

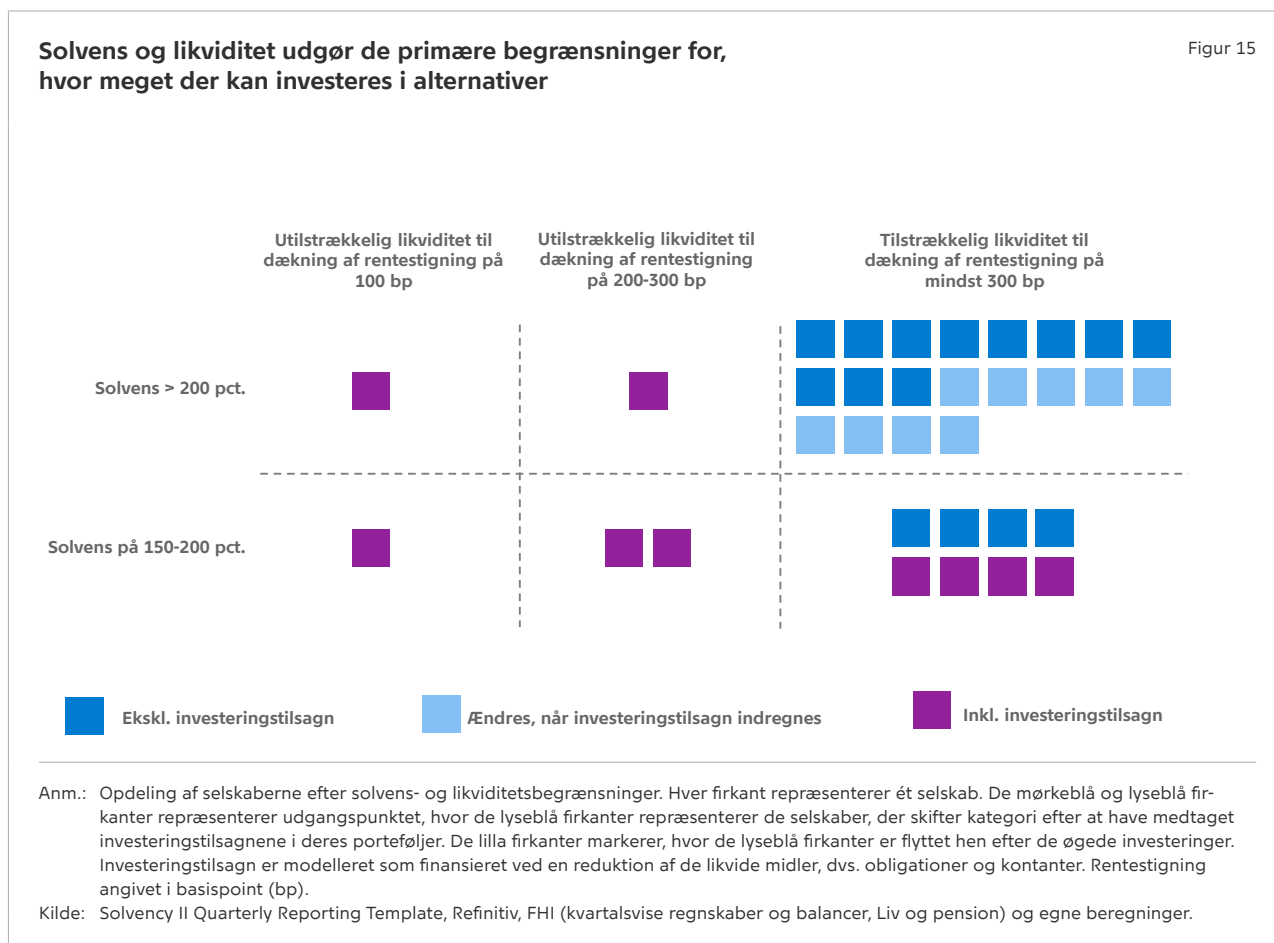
Der er stadig plads til flere alternative investeringer

De to hovedkomponenter, der kan begrænse selskabernes investeringsmuligheder, er solvens og likviditet. Figur 15 viser, hvordan selskabernes tilsagn om yderligere investeringer i alternativer kan påvirke deres solvens- og likviditet. Med det nuværende investeringsniveau har alle selskaber rigelig likviditet og høj solvens.⁹

Billedet ændrer sig dog noget, når investeringstilsagn medtages i porteføljerne. I så fald vil syv selskaber bevæge sig fra en solvens på over 200 pct. til mellem 150 og 200 pct. Samtidig kan fem selskaber få likviditetsproblemer, hvis renten stiger, og to af

dem har ikke tilstrækkelig likviditet til at dække variationsmarginkaldet ved en rentestigning på 100 basispoint. Dette er et worst case-scenarie, da investeringerne til en vis grad kan forventes at blive finansieret med indgående præmier og bidrag og erstatte forfaldende investeringer. Ikke desto mindre illustrerer resultaterne de potentielle begrænsninger for fremtidige investeringer i alternativer.

Samlet set er der stadig plads til yderligere investeringer i alternativer, da de fleste selskaber ikke er begrænset af solvens eller likviditet, selv ikke efter et skift på 250 mia. kr. fra obligationer til alternativer.



⁹ Under antagelse af, at selskaberne kan få adgang til intradag likviditet ved repotransaktioner med obligationer. Danmarks Nationalbank (2019), Pensionselskaberne har stort likviditetsbehov ved rentestigninger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 23, november.

UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

Analysen består af en dansk og engelsk version.
I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK



**DANMARKS
NATIONALBANK**

Samuel Achord
Quantitative Risk Advisor
sdac@nationalbanken.dk

Kristian Loft Kristiansen
Principal Quantitative
Risk Analyst
klk@nationalbanken.dk

FINANSIEL STABILITET

KONTAKT

Teis Hald Jensen
Kommunikations-
og presserådgiver

tehj@nationalbanken.dk
+45 3363 6066

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION