

Risikovillig kapital i den danske pensionssektor

Europa-Kommissionen har sat fokus på, hvordan pensionssystemer kan bidrage med risikovillig kapital for europæiske virksomheder, og har i den forbindelse peget på det danske pensionssystem som et godt eksempel. Danmark har gennem de sidste fire årtier opbygget et pensionssystem, der i høj grad er opsparingsbaseret. Investeringerne er i et relativt stort omfang sket i både danske, europæiske og amerikanske virksomheder samt i obligationer. Risici er desuden flyttet fra pensionselskaberne til pensionsopsparerne, i takt med at ugaranterede pensionsordninger er blevet mere udbredte. Det har understøttet selskabernes soliditet og øget det forventede afkast.

Skrevet af

Simon Gade Søndergaard
Senior Analyst
sgs@nationalbanken.dk
+45 3363 6215

Erik Hallarth
Principal Risk Analyst
eha@nationalbanken.dk
+45 3363 6326

Signe Holst Madsen
Economist
shm@nationalbanken.dk
+45 3363 6167

Jens Skovsted Halsnæs
Chef for Analyse af Finansielle
Institutter
jesh@nationalbanken.dk
+45 3363 6288

42 sider



Det opsparingsbaserede pensionssystem har øget investeringspotentialt i Danmark

Opsparingen i pensionssystemet udgjorde 198 pct. af BNP ved udgangen af 2024. Pensionssystemet er resultatet af bl.a. de seneste knap 40 års udvikling og omfattende reformer. Opbygningen af det opsparingsbaserede, og i vidt omfang obligatoriske, pensionssystem har øget pensionsformuerne og dermed investeringspotentialt i Danmark. Det er dog en langvarig proces, og det danske system er fortsat i en modningsfase.



Pensionsordninger uden garantier investeres med mere risiko og med større geografisk spredning

I takt med at der skete en bevægelse fra garanterede til ugaranterede pensionsordninger, er det blevet muligt at tage større risiko i investeringerne. For eksempel investeres der i flere aktier, og der er flere alternative investeringer fra pensionsordninger uden garantier. Bevægelsen væk fra garantier har desuden øget investeringerne uden for Europa, særligt på grund af aktieinvesteringer i USA.



Bevægelsen væk fra garantier har øget det forventede afkast, men flyttet risici til opspareren

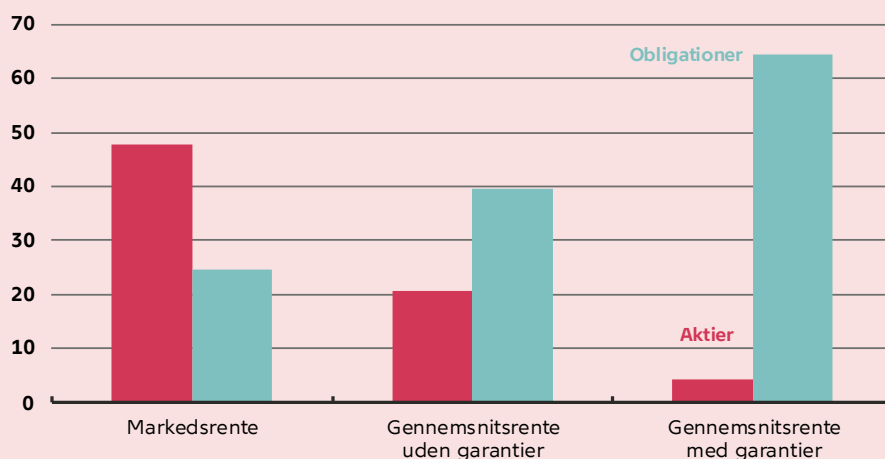
Bevægelsen væk fra garantier betyder, at pensionsopspareren i højere grad bærer risiciene fra markedsudsving og levetid. Øget risikotagning i investeringerne giver et højere forventet afkast, men indebærer imidlertid også større usikkerhed i udbetalingsfasen. Denne risiko reduceres dog ofte af kollektive reserver, udjævningsmekanismer og livscyklusjusteringer.

Hvorfor er det vigtigt?

Det danske pensionssystem er vigtigt for at sikre Danmark en robust økonomi, og pensionssystemet i Danmark skiller sig positivt ud internationalt. Opbygningen af pensionssystemet er resultatet af mange års udvikling og reformer, som kan være til inspiration for andre lande. I EU er der en debat om konkurrenceevne og behovet for at kanalisere opsparing ud i økonomien. Det danske pensionssystem er et eksempel på et opsparingsbaseret pensionssystem, hvor investeringsrisiko og højere forventet afkast gradvist gennem årene har erstattet pensionsordninger med garanterede ydelser. Denne bevægelse væk fra garantier har ført til mere risikovillig kapital, der kanaliseres ud i økonomien gennem flere investeringer i aktiemarkedet, infrastruktur og private equity (også kaldet unoterede aktier).

Hovedfigur: Pensionsmidlerne i arbejdsmarkedspensionerne investeres mere risikofyldt, hvis ydelserne ikke er garanterede

Andel af samlede investeringer, pct.



Anm.: *Gennemsnitsrente uden garantier* betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Derivater er ikke medregnet. Aktier og obligationer summer ikke til 100 pct. af de samlede investeringer fra de danske pensionsinvesteringer. Dele af de danske pensionsmidler er også investeret som alternative investeringer og som øvrige investeringer. Data er fra ultimo 2024.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Solvency II Quarterly Reporting Template og Danmarks Nationalbank.



Emner

Forsikring og pension

Finansielle markeder

Arbejdsmarked

Danmark og udlandet

Direkte investeringer

Finansiel regulering

Finansiel sektor

Historie

Investeringer

Offentlige finanser

Opsparing

01 Indledning

Det danske pensionssystem består af både offentlige, skattefinansierede pensionsbidrag og opsparingsbaserede elementer. De opsparingsbaserede elementer udgør en stadig større andel, og pensionssystemet bliver derfor i stigende grad opsparingsbaseret. Pensionssystemets nuværende udformning er bl.a. resultatet af indsatser og beslutninger fra politikere og arbejdsmarkedets parter, og i dag er den danske pensionsopsparing den største blandt OECD-landene målt i forhold til BNP. Pensionssystemet er fortsat under opbygning efter omfattende reformer de seneste ca. 40 år, og pensionsformuerne har derfor fortsat udsigt til at vokse.

Et opsparingsbaseret pensionssystem har en række fordele, bl.a. som kilde til investeringer med lang tidshorisont, og arbejdsmarkedspensionerne i Danmark er et praktisk eksempel på udmøntning af et opsparingsbaseret system, som kan understøtte udviklingen af finansielle markeder.¹ I mange EU-lande har opsparingsbaserede pensionssystemer markant mindre betydning, end tilfældet er i Danmark, og størstedelen af pensionsudbetalingerne består for de fleste husholdninger i EU af offentlige, skattefinansierede pensionssystemer, se Draghi (2024). Det danske pensionssystem har i mange år tiltrukket sig international opmærksomhed som et af de bedste pensionssystemer i verden, se Mercer CFA Institute (2024), og de danske arbejdsmarkedspensioner kan have medvirket til bedre offentlige finanser, se De Økonomiske Råd (2025).² I Europa-Kommissionens kompas for EU's konkurrenceevne fra 2025 lægges der op til et arbejde om potentialet for private pensioner og arbejdsmarkedspensioner i EU. Formålet med dette arbejde er i højere grad at hjælpe borgere med at planlægge deres pension og kanalisere deres opsparing ind i økonomien, se Europa-Kommissionen (2025).

Denne analyse retter fokus på den opsparede del af det danske pensionssystem. Hensigten er at belyse de danske erfaringer med, hvordan de opsparede midler investeres på de finansielle markeder – ikke mindst afhængigt af om pensionsordningerne har garantier tilknyttet, eller om investeringerne kan foretages mere frit. Traditionelt har de danske pensionsopsparinger typisk været placeret i pensionsordninger *med* garantier. Disse produkter sikrer forudsigelighed i formueopbygningen i opsparingsfasen og sikkerhed i udbetalingsfasen. Dog har fokus på valgfrihed i pension og generelt faldende renter betydet, at pensionsordninger *uden* garantier og særligt markedsrenteordninger i dag er de mest udbredte pensionsprodukter i Danmark. Bevægelsen væk fra garantier har ført til øget risikotagning i pensionselskabernes investeringer, og pensionsordninger uden garantier investeres generelt i flere aktier eller i flere alternative investeringer frem for obligationer.

I pensionsordninger uden garantier er det typisk opsparereren, der bærer markeds- og levetidsrisikoen, og derfor er der også større risici for opsparerne forbundet med pensionsudbetalingerne. Disse risici reduceres dog bl.a. ved at nedtrappe investeringsrisikoen, når udbetalingsfasen nærmer sig, og ved at



Et opsparingsbaseret pensionssystem har en række fordele, bl.a. som kilde til investeringer med lang tidshorisont.

¹ For eksempel har lande med en stor livsforsikrings- og pensionssektor typisk også et større obligationsmarked, se Du mfl. (2023).

² De Økonomiske Råd vurderer hvert år den finanspolitiske holdbarhed i Danmark. Ved seneste vurdering viste rådets langsigtede fremskrivning frem til år 2100 et overskud på den strukturelle offentlige saldo i alle fremskrivningsår. De Økonomiske Råd nævner bl.a., at arbejdsmarkedspensionerne har medvirket til bedre offentlige finanser, se De Økonomiske Råd (2025).

udjævne investeringsafkastet i udbetalingsfasen og dermed begrænse udsving i pensionsudbetalingerne.

Da investeringerne ofte varetages af pensionsselskaberne, er tilliden til systemet vigtigt. Et væsentligt element i det danske pensionssystem er derfor, at pensionsformuerne investeres ud fra principper om gennemsigthed, og at pensionsselskaberne varetager opsparenes interesser bedst muligt. Det er også kendetegnende for de fagspecifikke pensionskasser, at pensionsopsparerne er repræsenteret i pensionsselskabernes bestyrelser gennem repræsentanter fra fagforeningerne.

Analysens indhold

Kapitel 2 i denne analyse beskriver udviklingen og opbygningen af den opsparingsbaserede del af det danske pensionssystem. Kapitlet tager afsæt i litteraturen, som forskere, myndigheder og pensionssektoren gennem årene har bidraget til.

Kapitel 3 beskriver bevægelsen væk fra garantier som en vigtig del af udviklingen i det danske pensionssystem. Pensionsordninger med garanterede ydelser er blevet erstattet af markedsrenteordninger som den mest udbredte type af pensionsordning, og kapitlet beskriver konsekvenserne for pensionsselskabets investeringsmuligheder.

Kapitel 4 analyserer pensionsselskabernes investeringer i tre overordnede typer af pensionsordninger: Markedsrenteordninger, gennemsnitsrenteordninger uden garantier og gennemsnitsrenteordninger med garantier. Kapitlet viser, hvordan typen af pensionsordning påvirker risikotagning i investeringerne, og hvilke aktiver de danske pensionsordninger investeres i.

Til sidst beskriver kapitel 5 betydningen af de forskellige typer af pensionsordninger for pensionsudbetalingerne, og kapitlet sammenligner pensionsordningerne i forhold til de afkast, der er opnået det seneste årti, og de risici, der relaterer sig til de forskellige pensionsordningers udbetalingsfaser.

02

Opbygningen af det opsparingsbaserede pensionssystem i Danmark

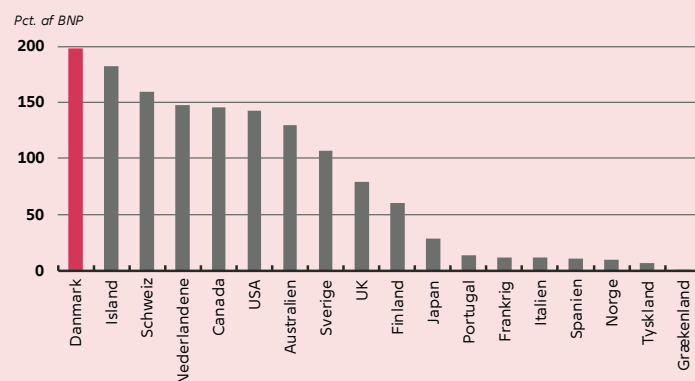
De danske pensionsformuer udgør ca. 198 pct. af BNP og er den største pensionsopsparing blandt OECD-landene målt i forhold til BNP, se figur 1. Flere andre europæiske lande, såsom Island, Schweiz, Nederlandene og Sverige, har også en pensionsopsparing, der udgør mere end 100 pct. af BNP.

I beskrivelsen af det danske pensionssystem er det nyttigt at skelne mellem tre søjler, se figur 2.³ Den første søjle består af de offentlige pensioner samt ATP og betegnes ofte som grundpensionen. Denne søjle skal sikre alle en grundlæggende økonomisk tryghed gennem hele pensionstilværelsen og udgør således både et omfordelings- og fattigdomsreducerende grundlag. Pensionerne er livslange og garanterede for at sikre stabile pensioner på trods af udsving i levetid og markedsforhold. ATP udgør den opsparingsbaserede del af grundpensionen, mens de offentlige pensioner består af skattefinansierede

FIGUR 1

Danske pensionsformuer udgør den største pensionsopsparing blandt OECD-landene målt i forhold til BNP

Aktiver i opsparingsbaserede pensionsordninger ift. BNP

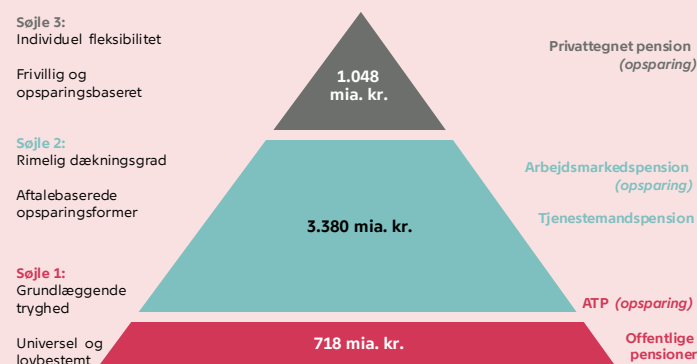


Anm.: Data angiver pensionsudbydernes aktiver i de respektive lande ekskl. offentlige pensionsfonde. Data er fra ultimo 2023 for et udsnit af forskellige OECD-lande i verden.

Kilde: OECD (2024).

FIGUR 2

Det danske pensionssystem kan deles op i tre søjler med forskellige formål



Anm.: Tallene angiver formuen ultimo 2024, se figur 4. Langt størstedelen af arbejdsmarkedspensionerne og lidt under halvdelen af midlerne i de privattegnede pensionsordninger er placeret i pensionselskaber. De resterende midler er placeret i pengeinstitutter.

Kilde: ATP og ADAM's databank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

³ Se Verdensbanken (1994). Verdensbanken introducerede denne forståelsesramme i 1994, og i 2008 blev det udvidet til 5 søjler. Den udvidede tilgang introducerer en nulte søjle, der fx indeholder boligydelse, varmetillæg og øvrige ydelser, og en fjerde søjle, der indeholder kapitalindkomst, lejeværdi af egen bolig, erhvervsindkomst og øvrig formue såsom boligformue, se ATP (2024). Den nulte og fjerde søjle er ikke et emne i denne analyse.

pensioner i et såkaldt *pay-as-you-go*-system.⁴ Opsparingsbaserede midler i denne søjle udgjorde ca. 700 mia. kr. ved udgangen af 2024 svarende til 14 pct. af de samlede pensionsopsparinger i Danmark, og midlerne er placeret i en garanteret gennemsnitsrenteordning i ATP.

Den anden søjle består af pensionsordninger, som skaber en sammenhæng mellem indkomsten før og efter pensionering. Denne pension består i Danmark af arbejdsmarkedspensionen, som er et opsparingsbaseret system, der i praksis er obligatorisk,⁵ og tjenestemandspension. Historisk har tjenestemandspensioner været et bærende element i at skabe denne balance for en lang række ansatte, især i den offentlige sektor, men i dag er tjenestemandspensionerne under udfasning. Opsparingsbaserede midler i arbejdsmarkedspensionerne udgjorde ca. 3.400 mia. kr. ved udgangen af 2024, svarende til 66 pct. af den samlede pensionsopsparing i Danmark. Da størstedelen af de opsparingsbaserede midler i den danske pensionsformue er tilknyttet arbejdsmarkedspensionerne, er de det primære fokus i denne analyse. Det er kendetegnende for det danske arbejdsmarkedspensionssystem, at størstedelen af pensionsselskaberne varetager opsparing og forsikringselementer for flere arbejdsgivere på samme tid. Det betyder, at de danske pensionsopsparinger er koncentreret på 21 pensionsselskaber⁶, som til gengæld er relativt store.⁷ Der er dog også pensionsselskaber, hvor pensionsopsparerne udgøres af en eller flere specifikke og større faggrupper, fx sygeplejersker eller lærere, og hvor pensionsselskabet udelukkende varetager opsparingen for den givne faggruppe.

Den tredje og sidste søjle er den individuelle pension eller livsforsikringsordninger, som personer kan have tilknyttet ud over arbejdsmarkedspensionen. Den består typisk af en opsparingsbaseret del, som kan være placeret enten i et pensionsselskab eller i en bank, og en forsikringsmæssig del, som dog udelukkende tilbydes af pensionsselskaberne. Den individuelle pension bliver bl.a. benyttet af selvstændige og lønmodtagere, der ikke har en eksisterende aftale om arbejdsmarkedspension, men bruges også generelt til at imødekomme behov for individuel tilpasning af pensionsopsparingsplaner. I denne søjle var der opbygget ca. 1.000 mia. kr. ved udgangen af 2024, svarende til 20 pct. af den samlede pensionsopsparing i Danmark.

Flere danskere har i dag opbygget en betydelig pensionsformue

Det danske pensionssystem har været igennem omfattende ændringer de seneste knap fyrré år, se boks 1. Med fælleserklæringen i 1987 mellem regeringen og arbejdsmarkedets parter, og de efterfølgende overenskomstforhandlinger, blev der i vid udstrækning indført

⁴ De offentlige pensioner består af folkepension og supplerende pensionsydelse i form af bl.a. ældrecheck, boligydelse og varmetillæg. De offentlige pensioner er finansieret af staten gennem de løbende skatteindtægter efter *pay-as-you-go*-princippet. Det betyder, at udgifterne til de offentlige pensionsydelse finansieres på udbetalingstidspunktet.

⁵ Arbejdsmarkedspensionen er det, man kalder quasi-obligatorisk. Det betyder, at den andel af lønmodtagernes indkomst, der indbetales til arbejdsmarkedspension, fastsættes i overenskomstaftalen mellem arbejdsgiver og -tager. Dermed bestemmer den enkelte lønmodtager ikke selv, hvor meget af indkomsten der indbetales arbejdsmarkedspension.

⁶ De 21 pensionsselskaber tæller selskaberne beskrevet i bilag A samt ISP Pension og AP Pension.

⁷ I flere andre lande er det mere normalt, at såkaldte firmapensionskasser, der tilbydes af arbejdsgivere til deres ansatte, forvalter pensionsopsparingerne. Det betyder, at pensionsopsparingen for en given virksomhed forvaltes i sit eget selskab. Firmapensionskasser har derfor også en tendens til at være mindre.

BOKS 1

Opsparingsbaseret pension i Danmark blev reformeret i 1987 og er blevet udbygget gradvist siden

Opsparingsbaseret pension i Danmark går helt tilbage til oprettelsen af den første pensionskasse i den private sektor, "Værkstedsfunktionærer i Jernet", i 1900. Derefter fulgte i 1917 og 1919 de livs- og pensionsforsikringselskaber, der i dag kendes som PFA Pension og AP Pension. ATP blev oprettet ved lov i 1964.

Fælleserklæringen i 1987 banede vejen for arbejdsmarkedspensioner og stigende indbetalinger til pensionsopsparing

Frem til 1987 var der gennem årene blevet oprettet enkelte pensionsselskaber, og med fælleserklæringen i 1987 mellem regeringen og arbejdsmarkedets parter blev der opbygget arbejdsmarkedspensioner, der i praksis er obligatoriske, til de grupper af private i arbejde, der ikke havde arbejdsmarkedspensioner som supplement til folkepensionen og ATP. Ved overenskomstforhandlingerne i 1989 og 1991 vedtog man opbygningen af disse arbejdsmarkedspensioner, hvor ca. 400.000 flere lønmodtagere fik en arbejdsmarkedspension ved overenskomstaftalerne i 1991. Oprettelsen af arbejdsmarkedspensionerne betød, at pensionsindbetalingerne steg.

Et ønske om større valgfrihed og et generelt faldende renteniveau pressede garanterede pensionsprodukter

Frem til årtusindeskiftet var størstedelen af arbejdsmarkedspensionerne baseret på garanterede pensionsydelse. Udbredelsen af arbejdsmarkedspensioner faldt sammen med et øget fokus på den enkeltes mere individuelle ønsker, og kendskabet til egen pension blev øget med etableringen af portalen *Pensionsinfo*¹ i 1999. I starten af 2000'erne opstod der en bevægelse væk fra garanterede pensionsordninger over mod bl.a. markedsrenteordninger. Udviklingen blev bl.a. understøttet af, at Finanstilsynet i 2001 og 2007 indførte tiltag med fokus på investeringsrisici og en risikobaseret tilgang til pensionsselskabernes solvens.

De samlede indbetalinger til det opsparingsbaserede pensionssystem når 12 pct. i 2005

Forløbet siden slutningen af 1980'erne var en væsentlig udvidelse af pensionsopsparingen, som betød, at de samlede pensionsindbetalinger steg fra 6 pct. i 1987 til ca. 12 pct. i 2005. Siden har de samlede pensionsindbetalinger stabiliseret sig på omkring 11-12 pct. af den samlede lønsum.

Længere levetid har givet højere pensionsalder siden velfærdsaftalen i 2006

Siden velfærdsaftalen blev indført i 2006, er pensionsalderen steget ad flere omgange. Inden velfærdsaftalen kunne man modtage folkepension, fra man fyldte 65 år. I dag er pensionsalderen 67 år, og grænsen står til at stige til 70 år i 2040.

Omvalg accelererede skiftet væk fra garanterede ordninger, og i 2017 gik to tredjedele af de samlede indbetalinger til markedsrenteordninger

En række pensionsselskaber gennemførte omvalgskampagner, der tilbød medlemmerne frivilligt at fravælge garantierne og overføre deres indskud til ikke-garanterede produkter. Hovedargumentet var, at garantierne tvang pensionsselskaberne til at investere meget konservativt, mens de nye produkter uden garantier tillod større allokeringer til risikable aktiver med højere forventede afkast. Omvalgene blev primært udført for at flytte pensionsformuerne over til markedsrenteordninger eller ugaranterede kollektive ordninger, og i 2017 gik to tredjedele af de samlede pensionsindbetalinger til markedsrenteordninger. Mere valgfrihed på pensionsområdet blev også understøttet af det politiske system.

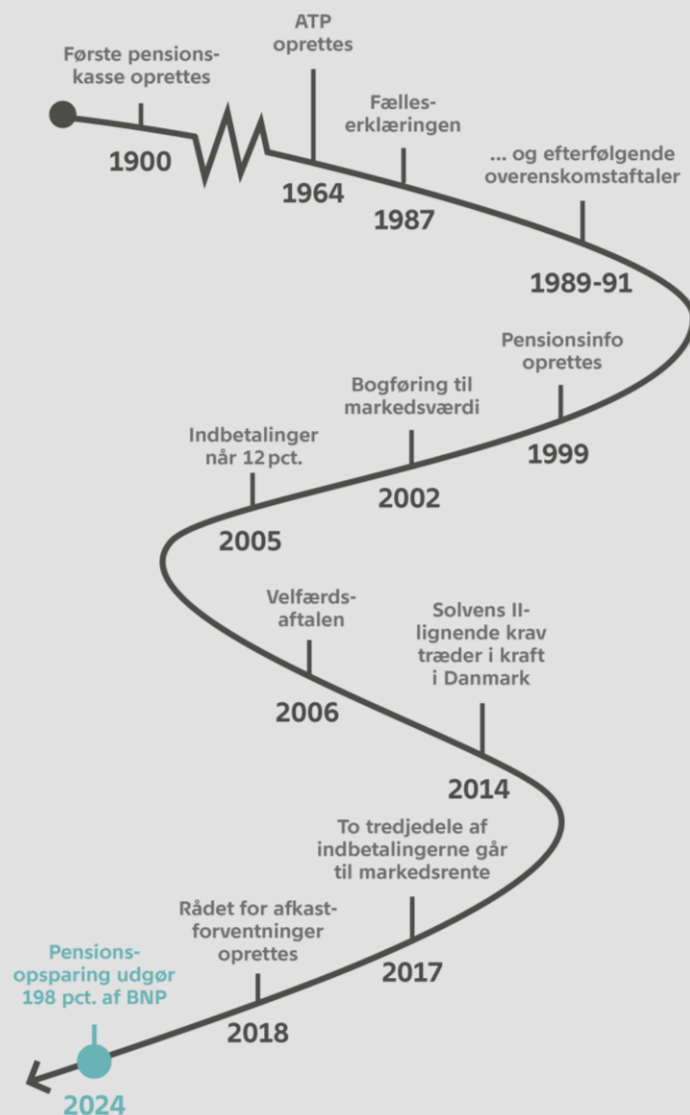
I dag udgør danskernes pensionsopsparing ca. 198 pct. af BNP, og pensionssektoren er verdens største i forhold til BNP

Den samlede danske pensionsformue udgjorde ved udgangen af 2024 ca. 198 pct. af BNP. Pensionssystemet er fuldt modnet, når de, der går på pension, og som er omfattet af arbejdsmarkedspensionerne, har sparet op i hele deres arbejdsliv. Det forventes opnået omkring 2050 for den første generation af pensionister, og i 2080 for alle pensionister, se Jensen og Hansen (2022).

¹ *Pensionsinfo* er en hjemmeside, hvor man som opsparer kan få et samlet overblik over sin pensionsopsparing og de samlede udbetalinger, fra søjle 1, 2 og 3, under pension.

FIGUR

Opbygningen af den danske pensionsopsparing er sket over mange år



Kilde: ATP, OECD, Rådet for Afkastforventninger, Danmarks Nationalbank og ADAM's databank.

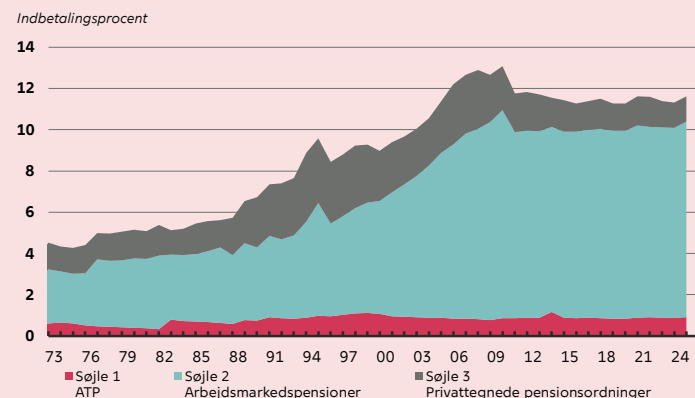
arbejdsmarkedspensioner. Andelen af befolkningen i den arbejdsdygtige alder, der indbetalte til arbejdsmarkedsordninger og individuelle ordninger, steg til 70 pct. i 2022, se ATP (2024). Resultatet af reformerne var i store træk, at pensionsindbetalingerne steg fra 6 pct. af lønsummen i 1987 til omkring 12 pct. af lønsummen i 2005, se figur 3. Siden er pensionsindbetalingerne faldet lidt og er i dag stabiliseret omkring 11-12 pct. af den samlede lønsum i Danmark. Størstedelen af denne vækst skyldes netop indbetalinger til kollektive arbejdsmarkedspensioner, der steg fra 3 pct. af lønsummen i 1987 til ca. 8 pct. af lønsummen i 2005. Fra fælleserklæringen i 1987 gik der således ca. tyve år, før niveauet for pensionsindbetalinger stabiliserede sig på et nyt og højere niveau.

Den samlede indbetalingsprocent til pensionsopsparingen i alle tre søjler er i dag stabiliseret omkring 11-12 pct. De større pensionsindbetalinger har været drivende for opbygningen af pensionsformuen. Ved udgangen af 1987 udgjorde de samlede danske pensionsformuer ca. 400 mia. kr., mens de ved udgangen af 2024 udgjorde ca. 5.000 mia. kr. Arbejdsmarkedspensionerne har oplevet den største vækst, se figur 4. Det er dog ikke kun højere indbetalinger, der har bidraget til væksten i pensionsformuerne. Positive afkast og værdireguleringer har også bidraget væsentligt. Siden 2015 har afkast og værdireguleringer bidraget med ca. 70 pct. af den akkumulerede tilvækst i pensionsformuen, mens nettoindbetalinger har bidraget med ca. 30 pct. Udviklingen afspejler dermed, at forvaltningen af de danske pensionsformuer har givet betydelige værdistigninger og afkast de seneste knap 10 år, se også kapitel 5.⁸

FIGUR 3

Pensionsindbetalinger er steget væsentligt siden slutningen af 1980'erne

Samlede pensionsindbetalinger i forhold til samlet lønsum



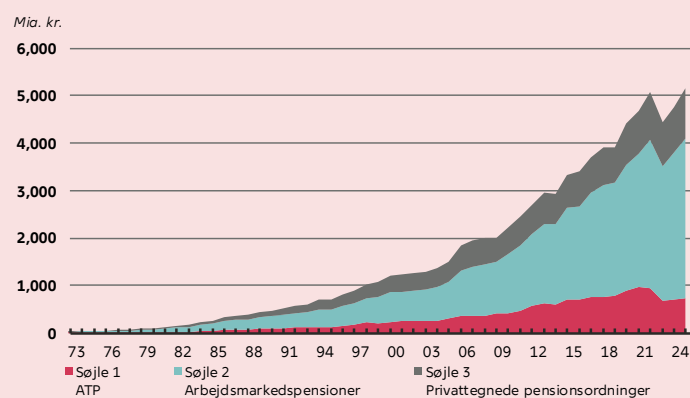
Anm.: Indbetalinger til pension, årlig frekvens. Indbetalingsprocenten er beregnet som de samlede indbetalinger i forhold til den samlede lønsum. Der er korrigeret for overgangen fra kapitalpensionen til aldersopsparingen fra 2013.

Kilde: ADAM's databank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 4

Pensionsformuen i Danmark er steget til mere end 5.000 mia. kr., særligt gennem arbejdsmarkedspensionerne

Samlede pensionsformuer i Danmark



Anm.: Pensionsformuen i årets priser, årlig frekvens. Pensionsformuen angiver de samlede forpligtelser til pension. Privatregnede pensionsordninger er administreret af pengeinstitutter eller private pensionsenheder.

Kilde: ADAM's databank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

I nogle år er den samlede pensionsformue faldet som følge af negativ markedsudvikling. Effekten af negativ markedsudvikling var tydeligst i 2022, hvor

⁸ Hvor stor en andel af værditilvæksten der skyldes nettoindbetalinger relativt til afkast og værdireguleringer, afhænger af flere forhold, herunder pensionssystemets modenhed. Et pensionssystem under opbygning vil have højere indbetalinger end udbetalinger, der bidrager til værditilvæksten, mens et pensionssystem, som ikke er under opbygning, primært vil være drevet af afkast.

rentestigninger og faldende aktiepriser reducerede værdien for mange af de aktivgrupper, som pensionselskaberne investerer i. De negative afkast fra 2022 er dog indhentet i dag gennem positive afkast i 2023 og 2024 samt nye indbetalinger, og således var pensionsformuen ultimo 2024 på sit højeste niveau nogensinde.

Pensionsformuen er blevet mindre skævt fordelt de seneste knap 30 år

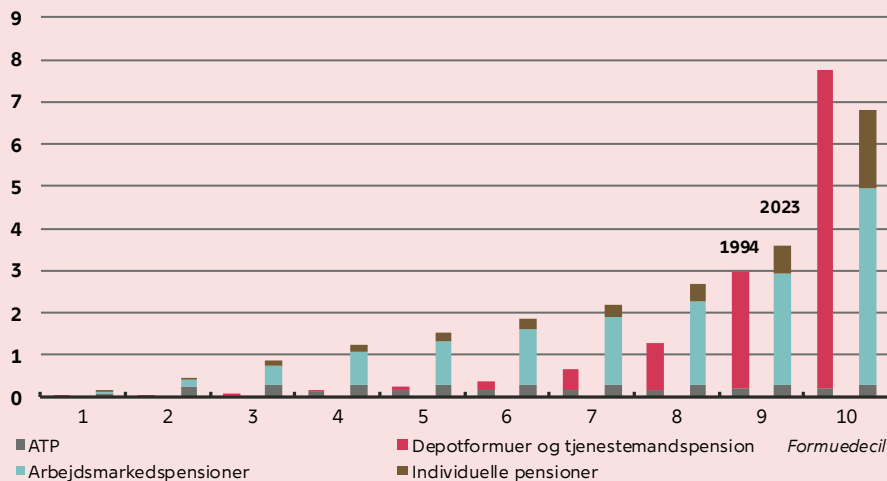
De højere indbetalingsprocenter for en større andel af arbejdsmarkedet har betydet, at pensionsformuen i Danmark var mindre skævt fordelt på tværs af formuedeciler i 2023 sammenlignet med 1994. Pensionsformuerne er således især løftet for personer med de laveste nominelle formuer. For en 60-årig i 1994 bestod pensionsformuen dels af ATP, dels af depotformuer og værdien af tjenestemandspension. Jo større formue en person havde, desto mindre udgjorde ATP for den enkeltes samlede pensionsformue, se figur 5. For en 60-årig i 2023 er pensionsformuerne dog anderledes struktureret. ATP tjener fortsat et tilsvarende formål, men i stedet for depotformuer og tjenestemandspension udgøres pensionsformuen især af arbejdsmarkedspensioner og individuelle pensioner. Opbygningen af arbejdsmarkedspensionen har løftet pensionsformuerne i de fleste formuegrupper. De højere pensionsformuer gælder især for personer, der er blandt dem med en lavere eller gennemsnitlig samlet formue. For personer med en samlet formue blandt de 10 pct. højeste er den gennemsnitlige pensionsformue dog reduceret, se ATP (2024).

FIGUR 5

Pensionsformuerne er steget fra 1994 til 2023 for dem, der ikke har de højeste formuer

Gennemsnitlig pensionsformue for 60-årige i 1994 og 2023

Mio. kr., 2023-lønkroner



Anm.: Decil-inddelingen er foretaget på baggrund af formuerne blandt 60-årige personer, hvor personer uden formue også er inkluderet. Beløbene er 2023-lønkroner i begge år. Tjenestemandspension udgøres i figuren af en "fiktiv" tjenestemandspension svarende til den værdi, der skulle til for at honorere de optjente tjenestemandspensioner. Tallene indgår i ATP's udgivelse *Pension i tal*.

Kilde: Danmarks Statistik og ATP.

Udviklingen af det opsparingsbaserede pensionssystem tager mange år

Da opsparingsbaseret pension afhænger af løbende indbetalinger gennem arbejdslivet, er opbygningen af et opsparingsbaseret pensionssystem en proces, der tager mange år.

Pensionisters indkomst kan måles ved den såkaldte nettodækningsgrad, som angiver forholdet mellem indkomsten efter skat hos pensionister i forhold til indkomsten efter skat, før man gik på pension. I 2022 var den gennemsnitlige nettodækningsgrad i Danmark ca. 77 pct., se OECD (uden år, a).⁹ Dette tal er sammenligneligt med mange andre lande omend højere end gennemsnittet for OECD-landene. Der er generelt en sammenhæng, hvor nettodækningsgraden falder med niveauet for indkomsten. Således havde 68-årige i den nederste indkomstdecil i 2022 en nettodækningsgrad på 109 pct., mens en 68-årig i øverste indkomstdecil havde en nettodækningsgrad på 52 pct., se ATP (2024).¹⁰ For personer med relativt lav indkomst er nettodækningsgraden i Danmark desuden på et højt niveau i forhold til andre lande, se OECD (2023). Nettodækningsgraden i Danmark afspejler samtidig, at Danmark var blandt de lande med den laveste andel af befolkningen over 66 år, der ifølge OECD's definitioner lever i fattigdom, se OECD (uden år, b).¹¹

Udvidelsen af arbejdsmarkedspensionerne har haft betydning for væsentligheden af de forskellige søjler i forhold til pensionsudbetalingerne. De samlede pensionsudbetalinger er steget fra 6 pct. af BNP i 1976 til 11 pct. af BNP ved udgangen af 2024, se figur 6. I Danmark har de skattefinansierede udbetalinger til folkepensionen dog været relativt stabile omkring 4-5 pct. af BNP. Opbygningen af opsparingsbaseret pension har således været den primære kilde til højere pensionsudbetalinger i Danmark. Udbetalingerne fra arbejdsmarkedspensionerne udgjorde ved udgangen af 2024 ca. 2,5 pct. af BNP, og de individuelle pensionsopsparinger udgjorde ca. 1 pct. af BNP.

Det opsparingsbaserede pensionssystem er endnu ikke fuldt modnet

I slutningen af 1970'erne stod folkepensionen og ATP for ca. 73 pct. af de samlede pensionsudbetalinger, mens tjenestemandspensionen stod for ca. 17 pct., se figur 7. Frem til udgangen af 2024 har denne fordeling ændret sig, så folkepensionen og ATP udgjorde 57 pct. af de samlede pensionsudbetalinger, tjenestemandspensioner udgjorde 10 pct., mens arbejdsmarkedspensionerne og de individuelle pensioner udgjorde henholdsvis 23 pct. og 9 pct.



Da opsparingsbaseret pension afhænger af løbende indbetalinger gennem arbejdslivet, er opbygningen af et opsparingsbaseret pensionssystem en proces, der tager mange år.

⁹ Nettodækningsgraden fra OECD (net pension replacement rate) er regnet som forholdet mellem en persons indkomst efter skat og sociale ydelser efter pensionering og en persons indkomst efter skat og sociale ydelser i slutningen af arbejdslivet.

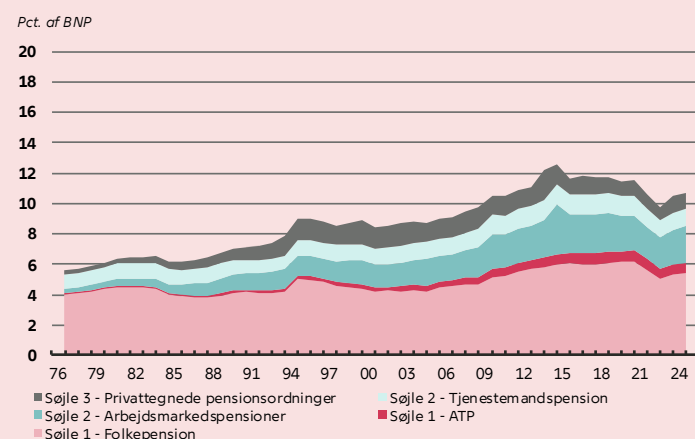
¹⁰ Nettodækningsgraden fra ATP er regnet som forholdet mellem en persons nettoindkomst (efter skat) som 68-årig folkepensionist og den gennemsnitlige nettoindkomst som 57-59-årig.

¹¹ At leve i fattigdom er her defineret som, at ens indkomst udgør mindre end 50 pct. af median-husholdningens disponible indkomst.

FIGUR 6

Udbetalinger fra arbejdsmarkedspensioner har øget de samlede pensionsudbetalinger i forhold til BNP

Pensionsudbetalinger fordelt efter type



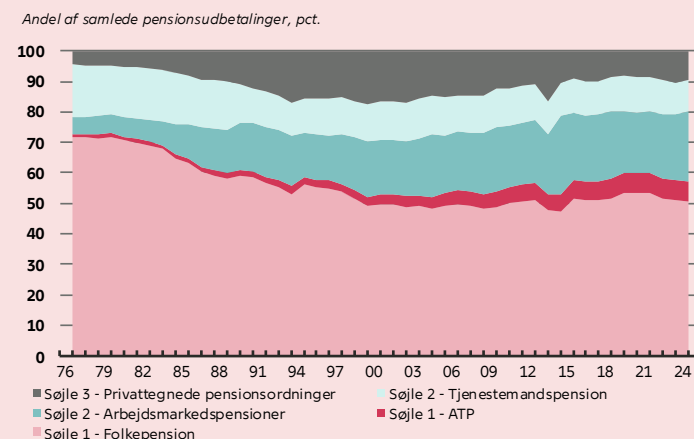
Anm.: Udbetalinger til pension i forhold til BNP, årlig frekvens. Der er korrigeret for overgangen fra kapitalpensionen til aldersopsparingen fra 2013.

Kilde: ADAM's databank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 7

Folkepensionen udgør en mindre andel af de samlede pensionsudbetalinger i dag i forhold til tidligere

Pensionsudbetalinger fordelt efter type



Anm.: Udbetalinger til pension, årlig frekvens. Der er korrigeret for overgangen fra kapitalpensionen til aldersopsparingen fra 2013.

Kilde: ADAM's databank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det opsparringsbaserede pensionssystem er endnu ikke fuldt modnet, hvilket betyder, at personer, der aktuelt er i udbetalingsfasen, ikke har sparet op til arbejdsmarkedspensionerne gennem hele arbejdslivet. I takt med at arbejdsmarkedspensionerne modnes frem mod 2080, forventes de opsparringsbaserede pensionsordninger at få gradvist større betydning for udbetalingerne. I Danmark går der således næsten 100 år fra fælleseklæringen i 1987, til man forventer at have opnået det fuldt modnede system i 2080.

I det fuldt modnede system forventes pensionsopsparingen¹² at udgøre ca. 62 pct. af de samlede pensionsudbetalinger, mens den skattefinansierede folkepension forventes at bidrage med ca. 37 pct. af de samlede pensionsudbetalinger i 2080. Tjenestemandspension forventes at udgøre de resterende 1 pct. af de samlede pensionsudbetalinger i 2080.

¹² Fremskrivningen bygger på MAKRO-modellen fra Finansministeriet. Pensionsopsparingen udgøres i denne fremskrivning af arbejdsmarkedspensionerne, de privattegnede pensionsordninger og ATP.

03

Bevægelse væk fra garanterede pensionsordninger

Frem til omkring årtusindeskiftet var størstedelen af arbejdsmarkedspensionerne baseret på garanterede ydelser. Disse pensionsordninger skulle give pensionsopsparerne forudsigelighed i opsparingsfasen samt sikkerhed og stabilitet i udbetalingsfasen. Udbredelsen og opbygningen af arbejdsmarkedspensioner medførte større valgfrihed i pension og skete, samtidig med at renteniveauet generelt var faldende. Begge dele skabte en bevægelse væk fra pensionsordninger med garanterede ydelser, se Økonomi- og Erhvervsministeriet mfl. (2003) og Finanstilsynet (2017).

Når et pensionsselskab har en ordning med garanterede ydelser, så indebærer det, at selskabet har en forpligtelse langt ude i fremtiden, baseret på det garanterede renteniveau. Denne forpligtelse er følsom over for ændringer i renteniveauet og pensionsopsparernes levetid. Ændringer i renteniveauet betyder, at når de lange renter falder, som det har været den generelle tendens i lange perioder siden 1980'erne, da stiger markedsværdien af forpligtelserne. Hvis pensionsopspareren fx er blevet garanteret pensionsydelse baseret på et årligt, nominelt afkast på 4 pct., men markedsrenten er faldet til 2 pct., så har aftalen fået en relativt høj værdi for pensionsopspareren og tilsvarende relativt lav værdi for pensionsselskabet. Ændringer i pensionsopsparernes levetid betyder tilsvarende, at værdien af forpligtelserne stiger, hvis pensionsopsparerne forventes at leve længere og dermed forventes at modtage pensionsydelser i flere år.

Ved garanterede ydelser er pensionsselskabets passiver dermed følsomme over for udviklingen i de lange renter og i levetid. Disse følsomheder giver selskaberne med garanterede ordninger incitament til at sammensætte investeringerne således, at aktiverne har en følsomhed svarende til passiverne. Incitamentet opstår bl.a., da pensionsselskabet kan få solvensmæssige udfordringer, hvis værdien af dets forpligtelser overstiger værdien af dets aktiver.¹³ Flere aktivgrupper har denne egenskab, fx lange obligationer og ejendomme, som også udgør en relativt stor andel af de samlede investeringer fra pensionsordninger med garanterede ydelser, se kapitel 4.

Faldende renter og valgfrihed skabte en bevægelse væk fra garanterede ydelser

Flere forhold betød, at pensionsordninger med garanterede ydelser kom under pres efter årtusindeskiftet. Dette pres opstod både på grund af et generelt faldende renteniveau og stigende levealder, en mere risikobaseret tilgang i reguleringen af pensionsselskaberne og et ønske fra pensionsopsparerne om mere individualisering af deres pensionsordning.

¹³ Pensionsselskaberne er underlagt et solvenskrav, som skal sikre, at selskaberne er økonomisk robuste, bl.a. ud fra de garantier, pensionsselskabet eventuelt har givet.

Et faldende renteniveau og en mere risikobaseret tilgang i reguleringen betød, at pensionsordninger med garanterede ydelser kom under pres

Det gennemsnitlige afkast, der var grundlaget for størrelsen af de garanterede ydelser, og som var blevet stillet pensionsopsparerne i udsigt, blev efterhånden væsentligt højere end markedsrenterne, i takt med at markedsrenterne faldt. For at sikre opretholdelsen af de garanterede afkast i eksisterende kontrakter koncentrerede selskaberne i stigende grad investeringerne i bl.a. obligationer. Samtidig reducerede det generelle renteniveau niveauet for de garanterede afkast på nye ordninger. De garanterede afkast for nye ordninger baseres på en rente, som historisk har været helt op til 4,5 pct. om året, men den garanterede rente gennem de seneste årtier er faldet gradvist til 0,5 pct. i 2011 og omkring -1 pct. i starten af 2020'erne.

Regulering havde også indflydelse på pensionsordninger med garanterede ydelser. For det første indebar ændringer i regnskabsreglerne fra 1. januar 2002, at pensionselskaberne skulle opgøre aktiver og passiver baseret på markedsværdi i deres regnskaber. Dette betød, at regnskaberne i højere grad afspejlede de økonomiske risici.¹⁴ For det andet indførte Finanstilsynet løbende tiltag med fokus på investeringsrisici, herunder indførelsen af de såkaldte trafiklys¹⁵ i 2001 og individuelt solvensbehov i 2007. Formålet med dette var bl.a. at fremme en risikobaseret tilgang. For det tredje øgede solvens II-direktivet, der blev vedtaget i 2009, kapitalkravene til garanterede ordninger, se Jarner, Munk og Steffensen (2022).¹⁶ Det var dog nødvendigt at rykke ikrafttrædelsestidspunktet for solvens II-direktivet ad flere omgange i lyset af den finansielle krise, og direktivet fandt først endelig anvendelse 1. januar 2016 i EU. I Danmark indførte man imidlertid regler, der pegede i retning af solvens II, fra 1. januar 2014.

Et ønske om mere valgfrihed i pension ledte til større fleksibilitet i valg af pensionsordning

Omkring årtusindeskiftet var der stigende opmærksomhed omkring de enkelte pensionsopspares mulige indflydelse på deres pensionsordninger, se Jarner, Munk og Steffensen (2022). Mere valgfrihed på pensionsområdet blev også understøttet af det politiske system, se Økonomi- og Erhvervsministeriet mfl. (2003)¹⁷, hvilket over tid ledte til større fleksibilitet i forhold til, hvilken type pensionsordning den enkelte pensionsopsparer kunne vælge. Erhvervs- og vækstministeren indgik desuden i 2012 en aftale med pensionsbranchen om, at selskaberne skulle arbejde for at mindske antallet af pensionsordninger med garanterede ydelser.

Samlet set skete der over en årrække en bevægelse væk fra pensionsordninger med garanterede ydelser. Mange opspare og pensionselskaber valgte i stedet, at de løbende pensionsindbetalinger skulle placeres i markedsrenteordninger, hvor pensionsopsparer typisk kan vælge en risikoprofil (fx "lav", "mellem" eller "høj"). Der var dog også selskaber, som i stedet valgte at fortsætte de fælles investeringer i kollektive gennemsnitsrenteordninger, men fjernede ordningernes garantier eller justerede garantierne, så de blev betingede på fx renteniveauet eller den forventede levealder. Se boks 2 for en beskrivelse af de forskellige opsparingsformer.

¹⁴ Fra 1. januar 2002 kunne pensionselskaberne overgå til regnskaber baseret på markedsværdier, og dette blev obligatorisk fra 1. januar 2003. Se Danmarks Nationalbank (2003).

¹⁵ Finanstilsynets trafiklys omhandler stresstest af selskabernes økonomiske forhold, se boks 2 i Danmarks Nationalbank (2010).

¹⁶ Rammedirektivet for solvens II blev vedtaget af EU i april 2009. Regelsættet indebar, at solvenskapitalkravet gik fra at være regelbaseret til at være risikobaseret. I de forhenværende gældende direktiver afspejlede kapitalkravet forretningsomfanget ud fra forpligtelserne, mens kapitalkravet under solvens II afspejler de risici, selskaberne står over for. Se Danmarks Nationalbank (2010).

¹⁷ Rapporten *Større valgfrihed i pensionsopsparingen* blev udarbejdet som resultat af arbejdet i en kommission. Rapporten talte for større grad af individuelle valg i pensionsordningerne i forhold til de traditionelle gennemsnitsrenteprodukter, hvor pensionsopsparerne ikke havde indflydelse på investeringer og risikoniveau.



Et faldende renteniveau og en mere risikobaseret tilgang i reguleringen betød, at pensionsordninger med garanterede ydelser kom under pres.

Pensionsordninger, der ikke byggede på garanterede ydelser, kunne i varierende grad rumme en mere risikobetonet og individuel investeringsstrategi, som på langt sigt havde et højere forventet afkast sammenlignet med de garanterede pensionsordninger.

BOKS 2

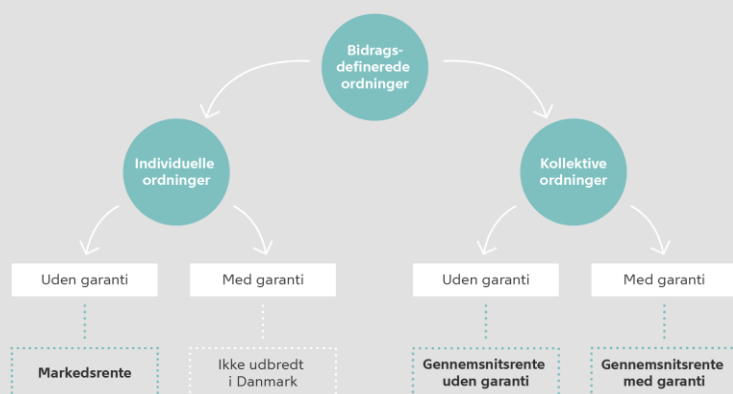
Opsparingsformer i de danske arbejdsmarkedspensioner

Arbejdsmarkedspensionerne i Danmark er i dag langt overvejende baseret på en aftale om, hvor meget der løbende sættes ind på pensionsordningen. Dette kaldes også *bidragsdefinerede ordninger* eller *defined contribution products*. Internationalt er det mere anvendt, at pensionsordninger baseres på en aftale om, hvordan selve udbetalingerne er relateret til fx antallet af arbejdsår og lønniveauet. Denne type ordninger kaldes *ydelesdefinerede ordninger* eller *defined benefit products*. I Danmark har ydelesdefinerede ordninger historisk haft stor betydning i form af bl.a. tjenestemandspensionsordninger.¹ I en international sammenhæng opfattes bidragsdefinerede ordninger typisk som ugaranterede, hvilket indebærer, at pensionsopspareren bærer investerings- og levetidsrisikoen. Bidragsdefinerede ordninger kan dog, som det er tilfældet i de traditionelle ordninger i Danmark med garanterede ydelser, være med garantier.

I Danmark skelnes mellem gennemsnitsrenteordninger og markedsrenteordninger. I gennemsnitsrenteordninger investeres kollektivt, og de kan derfor også omtales kollektive pensionsordninger, mens opsparerne i markedsrenteordninger følger en individuel investeringsstrategi, se figur.

FIGUR

Bidragsdefinerede ordninger kan opdeles i forhold til, om de er kollektive eller individuelle, og om de er med eller uden garantier



Anm.: Individuelle ordninger med garanti eksisterer også i Danmark. Disse såkaldte markedsrenteordninger med garantier har dog yderst begrænset udbredelse.

Gennemsnitsrenteordninger

I gennemsnitsrenteordninger foregår investeringerne kollektivt, og ordningerne kan være med garantier, med betingede garantier eller være helt uden garantier. Opsparerne i en given ordning har individuelle depoter, men har ikke indflydelse på aktivfordelingen, som er fælles for alle i ordningen, uanset alder, og besluttet af pensionselskabet på opsparernes vegne. Alle pensionsopsparere i en given ordning får tilskrevet det samme afkast for et givet år, den såkaldte depotrente. Depotrenten fastsættes med udgangspunkt i udviklingen i pensionselskabets investeringsafkast og størrelsen af de reserver fra tidligere års afkast, der endnu ikke måtte være tildelt pensionsopsparerne som bonus. Depotrenten kan således afvige fra investeringsafkastet i det enkelte år, hvorved der foretages en udjævning af afkastet over tid. Det understøtter en stabil og forudsigelig udvikling under såvel opsparings- som udbetalingsfasen. Ordningerne er i langt de fleste tilfælde med ret til bonustilskrivninger, som tildeles over tid, hvis det realiserede afkast over tid overstiger det afkast, som opsparerne har været stillet i udsigt. Realiseres et investeringsafkast, der overstiger det garanterede, skal det tildeles pensionsopsparerne, da der ikke må ske væsentlig omfordeling mellem pensionsopsparerne og mellem generationer.

Fortsættes ...

... fortsat

Gennemsnitsrenteordninger med garantier

Det traditionelle pensionsprodukt i danske arbejdsmarkedspensioner var med bindende ydelsesgarantier baseret på et nominelt gennemsnitligt afkast for såvel opsparings- som udbetalingsperioden. Det er pensionsselskabet, der bærer risikoen for forrentningen af opsparingen og levetidsrisikoen.

Gennemsnitsrenteordninger uden garantier

En række pensionsselskaber har gennemsnitsrenteordninger, der følger det samme princip om fælles investeringer, udjævning af det tildelte afkast over tid og forventede pensionsydelse, der er relateret til et forventet gennemsnitligt afkast. I modsætning til bindende garantier er der imidlertid tale om en form for hensigtserklæringer, idet ydelse relationen til det forventede afkast er betingede garantier, som kan fraviges fx som følge af ændringer i levetid og renteniveau, eller de er eksplicit ugaranterede. Disse ordninger er dermed ultimativt ugaranterede, og ydelserne kan blive lavere end oprindeligt antaget, hvilket til gengæld også giver selskaberne en større frihedsgrad i investeringerne og ikke påvirker deres solvens i samme grad.

Markedsrenteordninger

Markedsrenteordninger er kendetegnet ved, at det årlige afkast direkte følger de foretagne investeringer. Der er som hovedregel ikke tilknyttet en garanti. Begrebet markedsrente kan sidestilles med det internationale begreb *unit-linked*, og opsparing, afkast og udbetaling foregår individuelt. I markedsrenteprodukterne kan der investeres mere frit end i de garanterede produkter. Med en bedre mulighed for højere risiko i investeringerne følger et højere forventet afkast af opsparingen over tid. I markedsrenteordninger kan pensionsopsparerer typisk vælge en risikoprofil, fx "lav", "mellem" eller "høj", og man kan også skifte risikoprofil i opsparingsperioden. Desuden tilbyder de fleste selskaber livscyklusprodukter, hvor risikoen reduceres, i takt med at pensionsalderen nærmer sig, se kapitel 5.

¹Tjenestemandspensionsordningerne i Danmark er især anvendt i den offentlige sektor, men der er i dag kun meget få nyansatte, der kan få tjenestemandspension. Der er desuden et antal firmapensionsordninger i Danmark, der er opsparingsbaserede og ydelsesdefinerede (såkaldte tilsagnsordninger), og aktiverne bag firmapensionskasser udgør blot ca. 1,4 pct. af de danske pensionsmidler.

Frivillige omvalg har givet væsentlige bidrag til bevægelsen væk fra garantier

De traditionelle pensionsordninger med garanterede ydelser var en del af arbejdsmarkedsaftalerne, og indbetalingsprocenterne til arbejdsmarkedspensionen blev fastsat i overenskomstaftalerne. Det betød, at pensionsselskaberne ikke ensidigt kunne opsig de eksisterende aftaler, se Jarner, Munk og Steffensen (2022). Nye indbetalinger kunne flyttes til nye ordninger uden garantier, men for at opnå kritisk masse i de nye ordninger var der også behov for at få flyttet nogle af de eksisterende midler over på nye ordninger.

Flere selskaber førte omvalgskampagner, der tilbød medlemmerne frivilligt at fravælge garantierne og overføre såvel deres eksisterende opsparing som fremtidige indbetalinger til markedsrenteordninger eller gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Der var dog også selskaber og pensionsopsparerere, som valgte at flytte pensionsformuerne til gennemsnitsrenteordninger med en lavere garanti, der også kunne understøtte højere risikotagning. Hovedargumentet var således, at garantierne tvang pensionsselskaberne til at investere meget konservativt, mens de nye produkter tillod større allokeringer til risikable aktiver med et højere forventet afkast. Det var kendetegnende for flere af de pensionsselskaber, der udelukkende tilbød gennemsnitsrenteordninger, at en specifik faggruppe udgjorde hele bestanden af pensionsopsparerere, og at der ikke var en ekstern part til at sikre garantierne. Disse forhold betød, at det ultimativt var opsparerne selv, der bar risikoen, hvilket gjaldt, uanset om pensionsselskabets ordninger var med eller uden garantier. For opsparerne i disse pensionsselskaber var det

derfor en fordel at opgive garantierne og på den måde opnå større investeringsfrihed.

Uden frivillige omvalg væk fra de eksisterende kontrakter ville bevægelsen væk fra pensionsordninger med garanterede ydelser have været en betydeligt længere proces.¹⁸

Pensionsopsparerne fik et incitament til omvalg, bl.a. ved at få tildelt en omvalgsbonus. Når det har været muligt for selskaberne at tilbyde betydelige tillæg til opsparernes individuelle pensionsdepoter i omvalgsbonus i forbindelse med omvalg væk fra garantierne, skyldes det bl.a., at selskaberne som følge af solvenskravene havde afdækket især risikoen for rentefald i en længere periode. Det generelt faldende renteniveau betød, at pensionsselskabernes investeringer i renteforsikringer havde givet gevinster til at afdække de fremtidige forpligtelser, men som pensionsselskabet endnu ikke havde tilskrevet pensionsopsparernes individuelle depoter og derfor ikke var umiddelbart tilgængelige for opsparerne. I stedet var disse gevinster reserveret som akkumulerede værdireguleringer, se kapitel 5. Valgte den enkelte at omtegne til en ny ordning med lavere garanti, betinget garanti eller uden garanti, kunne pensionsselskabet afhænde garantierne og dermed også renteforsikringerne og overføre den økonomiske værdi af renteforsikringerne til den nye ordning. Man kan lidt forsimplet sige, at pensionsopsparerne fik udbetalt værdien af deres garantier og fik et højere forventet (omend usikkert) afkast mod at opgive sikkerheden for størrelsen på de fremtidige pensionsudbetalinger.

Garanterede ydelser udgør i dag kun en mindre del af de samlede forpligtelser

I dag er de mest udbredte pensionsordninger uden garantier, og særligt markedsrenteordningerne er blevet dominerende. Ved udgangen af 2024 var lidt under 60 pct. af arbejdsmarkedspensionerne, svarende til ca. 2.000 mia. kr., placeret i markedsrenteordninger, mens gennemsnitsrenteordninger uden garantier udgjorde ca. 1.100 mia. kr., og gennemsnitsrenteordninger med garantier udgjorde ca. 350 mia. kr., se figur 8 og figur 9.¹⁹

Kun enkelte selskaber tilbyder i dag gennemsnitsrente med garantier til nye pensionsopsparere, hvorfor ny pensionsopsparing overvejende foregår i markedsrente eller gennemsnitsrente uden garantier.

Der har internationalt i en længere årrække været en bevægelse væk fra såkaldte ydelsesdefinerede ordninger, som har ligheder med de garanterede ordninger i Danmark, og til bidragsdefinerede ordninger, se OECD (2024). Det skyldes tilsvarende det strukturelle rentefald og vanskeligheder med at afdække de fremtidige pensionsforpligtelser.

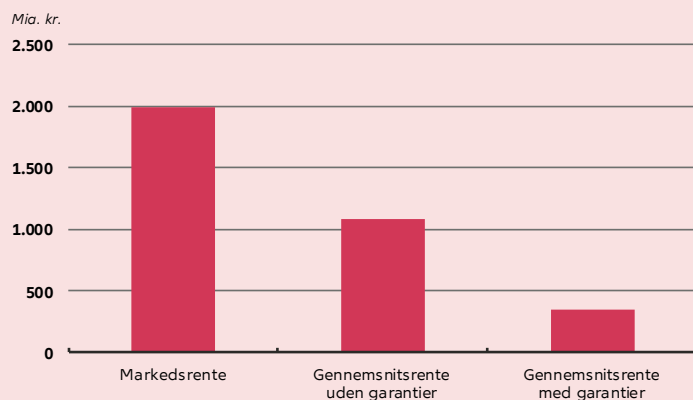
¹⁸ I Nederlandene har man i forbindelse med den seneste pensionsreform valgt at flytte de eksisterende garanterede ordninger over i nye ikke-garanterede ordninger via lovgivning. Det indebærer en meget hurtig bevægelse væk fra garantier. Omlægningen har givet anledning til politisk debat om det fremtidige system i Nederlandene.

¹⁹ Opdelingen af gennemsnitsrenteordninger med og uden garantier anvendes kun for data fra ultimo 2024.

FIGUR 8

Der er placeret flere midler i markedsrenteordninger i forhold til de to overordnede typer af gennemsnitsrenteordninger

Samlede forpligtelser fordelt efter type af pensionsordning



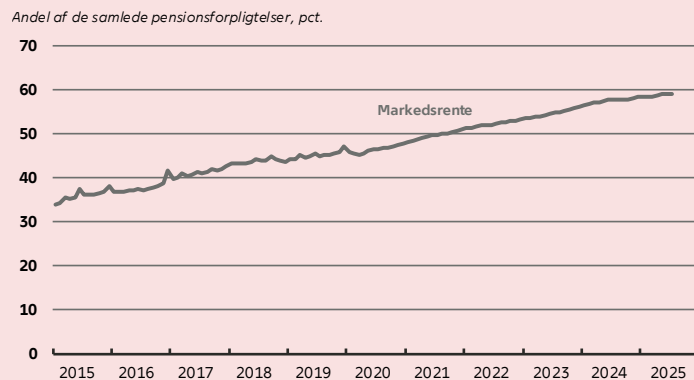
Anm.: Populationen er beskrevet i bilag A. *Gennemsnitsrente uden garantier* betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Data er fra ultimo 2024.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 9

Markedsrenteordninger er blevet mere udbredte de senere år

Markedsrenteordningers andel af de samlede pensionsforpligtelser



Anm.: Populationen er beskrevet i bilag A. Seneste observation er juli 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

04

Pensionsordninger uden garantier investeres med højere risiko

De pensionsordninger, der ikke har garantier knyttet til afkast eller ydelse, kan investeres mere frit end garanterede ordninger og dermed potentielt med mere risiko og højere forventet afkast.²⁰ Bevægelsen væk fra garantier i Danmark vurderes derfor at have øget risikotagning i investeringerne fra pensionsopsparingen. Øget risikotagning dækker over, at de opsparede pensionsmidler i højere grad investeres i aktier, infrastruktur og private equity²¹.



Bevægelsen væk fra garantier i Danmark vurderes derfor at have øget risikotagning i investeringerne fra pensionsopsparingen.

Opsparingerne investeres mere risikofyldt, hvis ydelserne ikke er garanterede

Pensionsselskabernes investeringer bestemmes af flere faktorer, herunder om der er tale om markedsrenteordninger, gennemsnitsrenteordninger uden garantier eller gennemsnitsrenteordninger med garantier. I dette kapitel ses der nærmere på selskabernes investeringer opdelt på disse tre kategorier, se boks 3.

BOKS 3

Pensionsselskabernes investeringer belyses ud fra selskabernes indberetninger under solvens II

I denne analyse er der generelt fastlagt en population af pensionsselskaber, hvor det er vurderet rimeligt at opdele deres gennemsnitsrenteordninger i henholdsvis ordninger *med* garantier og ordninger *uden* garantier, se bilag A. Opdelingen betyder bl.a., at gennemsnitsrenteordninger uden garantier refererer til gennemsnitsrenteordninger, der enten er helt uden garantier eller har betingelser tilknyttet garantierne.

Ud fra denne opdeling betragtes hvert selskabs investeringer på baggrund af henholdsvis deres markedsrenteordninger og deres gennemsnitsrenteordninger. Data anvendt i dette kapitel bygger primært på indberetninger om solvens under solvens II-direktivet.¹ Stamdata for investeringerne bygger desuden på tal fra Danmarks Nationalbank. Derudover er data blevet beriget fra andre kilder.² Investeringer fra markedsrenteordninger observeres derfor adskilt fra investeringer fra deres gennemsnitsrenteordninger. Hvis et selskab er kategoriseret som primært havende gennemsnitsrenteordninger med garantier, betragtes dets samlede investeringer fra gennemsnitsrenteordninger som værende på baggrund af ordninger med garantier. Det samme gælder for gennemsnitsrenteordninger uden garantier. Opdelingen af de forskellige gennemsnitsrenteordninger gælder kun de udvalgte pensionsselskabers aktiver og passiver ultimo 2024.

¹ Fundamentet for solvens II består bl.a. af rapportering, der kræver, at virksomhederne indberetter detaljerede risikoplysninger, se Finanstilsynet (2024).

² Til gennemlysning af danske investeringsforeninger er data fra Danmarks Nationalbank brugt. Alternative investeringer er kategoriseret i samarbejde med F&P.

²⁰Flere forhold påvirker graden af de investeringsrisici, som pensionsselskabet kan påtage sig. For gennemsnitsrenteordninger *med* garantier gælder det fx, at selskaber med høje bonusreserver kan påtage sig mere investeringsrisiko, og at gennemsnitsrenteprodukter med høje garantier relativt til markedsrenten og lave bonusreserver alt andet lige er mere begrænsede i forhold til mængden af risiko, som de kan påtage sig. Gennemsnitsrenteordninger *uden* garantier er generelt mindre begrænsede, se Achord og Kristiansen (2021).

²¹Private equity kan også refereres til som unoterede aktier.

For at belyse risikotagningen i investeringerne analyseres investeringerne i forskellige aktivklasser fra de tre forskellige typer af pensionsordninger. Der skelnes derfor mellem investeringer i obligationer, aktier og alternativer. Investeringer i obligationer anses typisk for at være relativt sikre investeringer. Omvendt anses aktieinvesteringer og alternative investeringer for relativt risikofyldte investeringer.

Vurderet med udgangspunkt i de tre overordnede aktivklasser investeres gennemsnitsrenteordninger med garantier med den relativt set laveste investeringsrisiko. For denne type pensionsordning udgør aktier 4 pct. af de samlede investeringer, *investment grade*-obligationer²² udgør 60 pct., og alternative investeringer udgør 21 pct., se figur 10.²³ Gennemsnitsrenteordninger uden garantier investeres relativt set mere risikofyldt. Aktier udgør 21 pct. af de samlede investeringer, mens 35 pct. er placeret i *investment grade*-obligationer, og 31 pct. i alternativer. For markedsrenteordninger er investeringsrisici relativt set endnu højere, hvor aktier udgør knap halvdelen af de samlede investeringer, mens *investment grade*-obligationer blot udgør 21 pct. af de samlede investeringer. Alternativer udgør omtrent det samme som for gennemsnitsrenteordninger med garantier på 22 pct.

Hvor stor en andel af investeringerne der placeres i henholdsvis aktier og obligationer, varierer på tværs af selskaberne. De fleste investeringer fra markedsrenteordninger placeres i investeringsporteføljer, der samlet set for hvert selskab har en aktieandel på mellem 25 pct. og 70 pct. og en obligationsandel på mellem knap 15 pct. og 40 pct. For gennemsnitsrenteordninger med garantier er størstedelen af investeringerne placeret i investeringsporteføljer, der for hvert selskab har en aktieandel på under 20 pct., mens obligationsandelen varierer fra ca. 40 pct. og op til ca. 75 pct. Selskabernes investeringsporteføljer fra gennemsnitsrenteordninger uden garantier ligger generelt midt imellem de to øvrige typer af pensionsordninger i forhold til, hvor meget aktie- og obligationsinvesteringer udgør af deres samlede investeringsaktiver, se figur 11.

Gennemsnitsrenteordninger med garantier forpligter dele af pensionsselskabets investeringsstrategi til de garanterede ydelser

Garantierne har indflydelse på pensionsselskabets investeringsstrategi. Forpligtelsen til at opretholde de garanterede ydelser fordrer alt andet lige, at investeringerne fokuserer på aktiver, som giver en kendt og sikker pengestrøm. Obligationer udgør en stor andel af de samlede investeringer, dels fordi obligationer er en relativt sikker aktivklasse, som understøtter forudsigeligheden i udbetalingsfasen, dels fordi rentefølsomheden for obligationer er ensartet i forhold til de garanterede forpligtelser. På den anden side er sandsynligheden for at opnå et relativt højt afkast begrænset. Der findes dog forskellige typer af obligationer, og risiko- og afkastforholdene varierer, alt efter hvilken type obligation der investeres i.

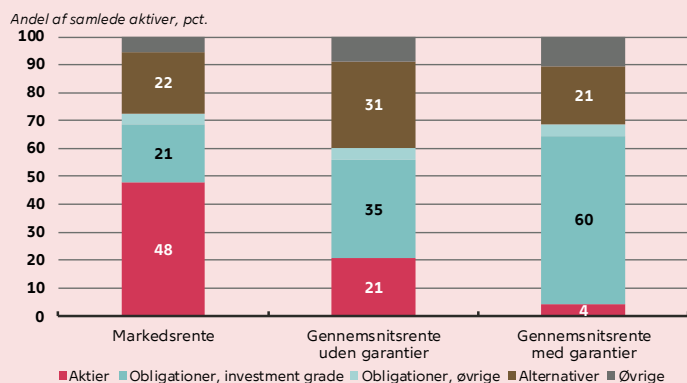
²² For alle tre typer af pensionsordninger er den største del af obligationerne placeret i *investment grade*-obligationer, som er mere sikre obligationer i forhold til *speculative grade*-obligationer, der er højrenteobligationer og typisk forbundet med mere risiko. Mellem 3 og 6 pct. af de samlede investeringer er placeret i *speculative grade*-obligationer.

²³ Data er bearbejdet på baggrund af indberetninger fra pensionsselskaberne. Det har været muligt at identificere aktivklassen for 92 pct. af de samlede aktiver. De resterende 8 pct. er derfor ikke kategoriseret.

FIGUR 10

Pensionsmidlerne i arbejdsmarkedspensionerne investeres mere risikofyldt, hvis ydelserne ikke er garanterede

Fordelingen af aktiver inden for den givne type af pensionsordning



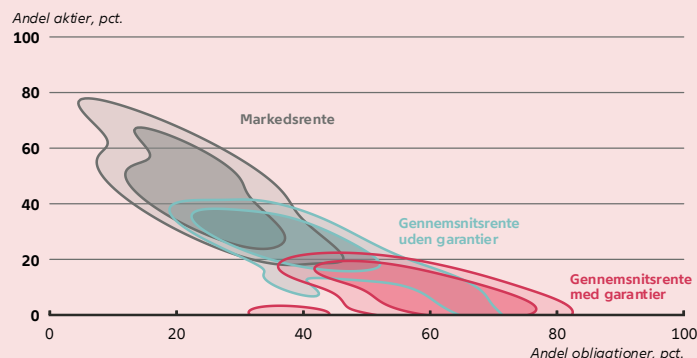
Anm.: Populationen er beskrevet i bilag A. *Gennemsnitsrente uden garantier* betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Derivater er ikke medregnet. *Øvrige* angiver diverse øvrige aktivklasser såsom lån og udlån med obligationer som sikkerhed, bankindskud og ufordelte beholdninger. Danske investeringsforeninger er gennemlyst, så pensionsselskabernes beholdninger af aktier, obligationer og alternativer via disse foreninger indgår. Data er fra ultimo 2024.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Solvency II Quarterly Reporting Template og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 11

Ordninger uden garantier har generelt en højere aktieandel end ordninger med garantier

Fordelingen af de enkelte selskabers aktie- og obligationsandele



Anm.: Figuren viser fordelingen af de forskellige selskabers aktie- og obligationsandele i forhold til deres samlede investeringsaktiver. Figuren er en kontur-fremstilling, som betyder, at områderne er vægtet med de enkelte selskabers samlede investeringsaktiver fra de pågældende typer af pensionsordninger. Mørkere nuancer angiver, at 50 pct. af massen er i dette område. Den yderste kant i områderne angiver, at 75 pct. af massen er inden for dette område. Populationen er beskrevet i bilag A.

Gennemsnitsrente uden garantier betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Derivater er ikke medregnet. Danske investeringsforeninger er gennemlyst, så pensionsselskabernes beholdninger af aktier og obligationer via disse foreninger indgår. Data er fra ultimo 2024.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Solvency II Quarterly Reporting Template og Danmarks Nationalbank.

Pensionsordninger uden garantier har større investeringsmæssige frihedsgrader

For gennemsnitsrenteordninger uden garantier bærer selskabet ikke i lige så høj grad markeds- og levetidsrisikoen, som tilfældet er i de garanterede ordninger. Hvis en negativ udvikling for investeringerne forhindrer selskabet i at opnå de afkast, man har stillet opsparene i udsigt, kan selskabet nedsætte ydelserne, hvis en række betingelser er opfyldt, se boks 2. Risikoen relateret til bl.a. markedsudsving ligger dermed hos pensionsopspareren og ikke hos selskabet, se Finanstilsynet (2017). Dog afviger investeringsstrategierne, der tilknyttes gennemsnitsrenteordninger uden garantier, også fra markedsrenteordningerne. Denne forskel kan skyldes, at selskaberne har til hensigt at levere det stabile, gennemsnitlige afkast, man har stillet opsparene i udsigt, hvilket peger mere i retning af investeringer med løbende pengestrømme i forhold til aktieinvesteringer. Derudover indeholder gennemsnitsrenteordninger et element af risikodeling, i og med at midlerne investeres i et fællesskab²⁴ uanset den enkeltes alder, modsat den individuelle tilgang i markedsrenteordninger.

²⁴ Gennemsnitsrenteordninger, hvad enten det er med eller uden garantier, er karakteriseret ved, at midlerne investeres ud fra et fællesskab med samme investeringsstrategi. Det gælder typisk, at alle i en given profession, fx lærere eller sygeplejersker, deler den samme investeringsstrategi.

Risikokapaciteten inden for de enkelte aktivklasser påvirkes også af garantierne

Den lavere risikokapacitet, der er fra gennemsnitsrenteordninger med garantier, gør sig ikke kun gældende i det overordnede billede af pensionsselskabernes investeringer. Et tilsvarende billede ses for pensionsselskabernes investeringer i henholdsvis obligationer og alternativer.

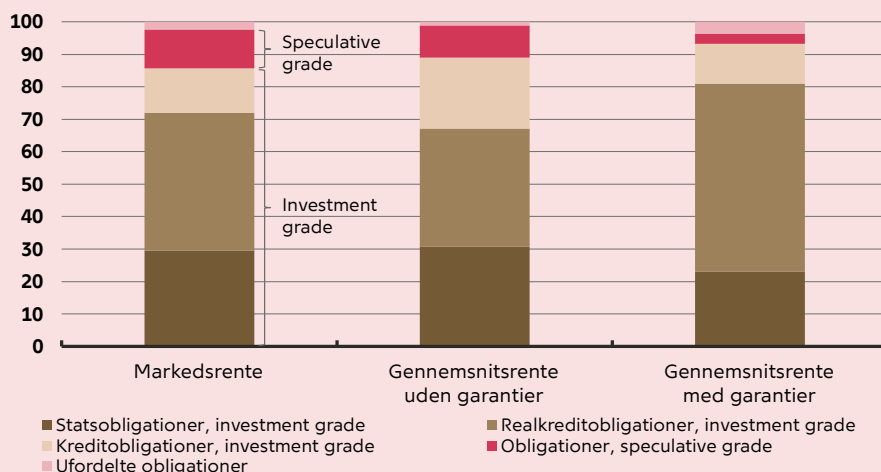
Pensionsformuen i ordninger uden garantier investeres i større grad i obligationer med højere risiko og højere forventet afkast

Dykker man mere specifikt ned i, hvilke obligationer der investeres i inden for de enkelte ordninger, ser man også en forskel i risiko. For markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger uden garantier udgør de mere sikre typer af obligationer – investment grade-obligationer – lidt under 90 pct. af de samlede investeringer i obligationer i de to ordninger, hvor realkreditobligationer udgør den største post, se figur 12. For gennemsnitsrenteordninger med garantier udgør investment grade-obligationer til sammenligning lidt over 90 pct. af de samlede investeringer i obligationer. Forskellen indikerer, at selv inden for investeringer i obligationer investeres der med mindre risiko fra ordninger med garantier. Særligt gennemsnitsrenteordninger uden garantier investerer derudover også mere i kreditobligationer generelt, hvis man sammenligner med markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger med garantier.

FIGUR 12

Relativt sikre typer af obligationer udgør den største andel af obligationsinvesteringerne for ordninger med garantier

Pct. af samlede obligationsbeholdninger



Anm.: Populationen er beskrevet i bilag A. Figuren viser andelen af de samlede obligationsbeholdninger, der er investeret i den angivne type af obligationer. *Investment grade-obligationer* er relativt højt ratede obligationer. *Ufordelte obligationer* dækker obligationer uden kendte kredit-ratings. *Gennemsnitsrente uden garantier* betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Derivater er ikke medregnet. Danske investeringsforeninger er gennemlyst, så pensionsselskabernes beholdninger af aktier, obligationer og alternativer via disse foreninger indgår. Data er fra ultimo 2024.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Solvency II Quarterly Reporting Template og Danmarks Nationalbank.

Da markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger uden garantier har en mindre andel af deres samlede investeringer i obligationer placeret i investment grade-obligationer, er det ensbetydende med, at de også har en større andel af deres samlede investeringer i obligationer placeret i de mere risikable typer af obligationer, speculative grade-obligationer. For markedsrenteordninger udgør speculative grade-obligationer 12 pct. af de samlede investeringer i obligationer, og for gennemsnitsrenteordninger uden garantier er tallet 10 pct.

Pensionsordninger uden garantier bærer præg af større risikotagning inden for de alternative investeringer

Alternative investeringer anses typisk for at være forbundet med større investeringsrisici men også et højere forventet afkast sammenlignet med fx danske stats- og realkreditobligationer, se boks 4.

BOKS 4

Alternative investeringer indebærer højere risici og højere forventede afkast, når man sammenligner med danske stats- og realkreditobligationer

Alternative investeringer afgrænses ofte som aktiver, der ikke handles på en børs. Alternativer er derfor relativt illikvide, og en markedspris kan ikke umiddelbart observeres, se Achord og Kristiansen (2021). I denne analyse defineres alternativer som unoterede lån, private equity, ejendomme og infrastruktur. Øvrige alternativer, der udgør en lille del af de samlede investeringer, er fx jordbrug, skov og hedgefonde.

Alternative investeringer har et højere forventet afkast sammenlignet med investeringer i stats- og realkreditobligationer med lang løbetid, og nogle alternative investeringer har egenskaber som obligationer. Selskaberne investerer derfor i alternativer for at opnå højere forventede afkast, fx investeringer i private equity-fonde, og højere forventede langsigtede pengestrømme, fx fra direkte udlån, infrastruktur og ejendomme. 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, har de mulighed for at tjene denne såkaldte illikviditetspræmie over tid.

Særlige risici relateret til alternative investeringer

Sektorens adgang til likviditet bliver mere begrænset, hvis højt likvide obligationer erstattes af illikvide alternativer. Manglende likviditet kan ved markedsstress eller -usikkerhed påvirke selskabernes adfærd i en mere procyklisk retning. Værdifastsættelsen indeholder desuden en vis grad af subjektivitet, og selskaber kan have forskellige værdiansættelser for det samme aktiv. Illikvide aktiver kan også kun forventes at kunne sælges med en betydelig rabat i en stresset situation, hvilket forværrer eventuelle solvensproblemer for pensionselskabet.

Hvor meget alternative investeringer udgør af de samlede investeringer, afhænger ikke kun af, hvor stor risiko selskabet kan tage givet typen af forpligtelser, man er bundet af. Kommercielle udbydere af markedsrenteprodukter er mindre begrænsede i forhold til investeringsrisici, men det er til gengæld nødvendigt at opretholde en vis mængde likviditet, i tilfælde af at en stor virksomhedsordning overføres til et andet selskab. Denne ekstra likviditet er til sammenligning ikke nødvendig for gennemsnitsrenteprodukter, eftersom de typisk er knyttet til fagspecifikke pensionskasser, som ikke risikerer, at store virksomhedsordninger skal overføres i samme grad. Det samme gælder for markedsrenteordninger i de fagspecifikke pensionskasser. Fagspecifikke pensionskasser kan derfor i højere grad investere i de mest illikvide alternativer såsom infrastruktur.

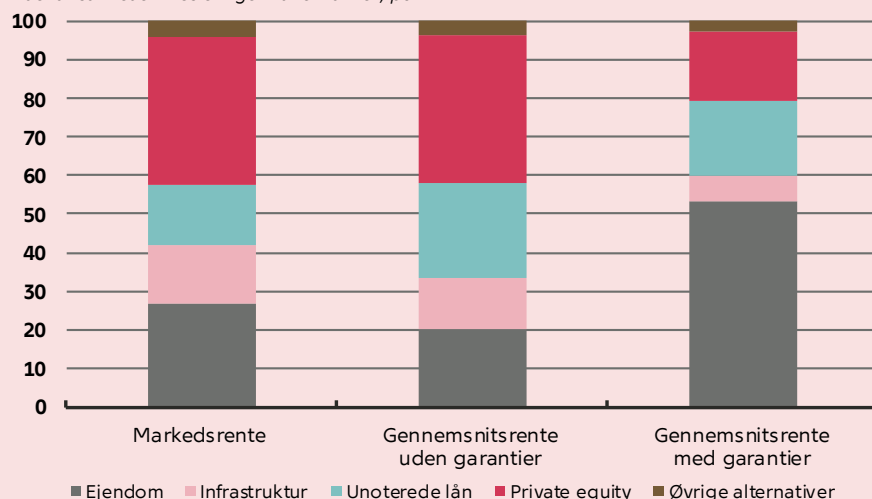
Markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger uden garantier allokerer en større andel af deres alternative investeringer til de mere risikable kategorier inden for denne aktivklasse. Således udgør investeringer i ejendomme, der karakteriseres som et af de mest sikre alternative investeringer, se kapitel 5, kun 27 pct. og 20 pct. af de samlede alternative investeringer fra henholdsvis markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger uden garantier, se figur 13. I kontrast udgør ejendomme lidt over halvdelen af de alternative investeringer fra gennemsnitsrenteordninger med garantier. De resterende alternativer er primært placeret i investeringer i infrastruktur, private equity og unoterede lån.

FIGUR 13

Alternative investeringer fra gennemsnitsrenteordninger med garantier rettes især mod ejendomsinvesteringer

Fordelingen af alternative investeringer efter pensionsordning

Andel af samlede investeringer i alternativer, pct.



Anm.: Populationen er beskrevet i bilag A. Figuren viser fordelingen af de samlede alternative investeringer. Øvrige alternativer indeholder hedgefonde, skov- og jordbrug samt ufordelte alternativer. Gennemsnitsrente uden garantier betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Derivater er ikke medregnet. Danske investeringsforeninger er gennemlyst, så pensionsselskabernes beholdninger af aktier, obligationer og alternativer via disse foreninger indgår. Data er fra ultimo 2024.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Solvency II Quarterly Reporting Template og Danmarks Nationalbank.

Der investeres i højere grad i private equity og infrastruktur fra pensionsordninger uden garantier

Private equity og infrastruktur anses som nogle af de mere risikable kategorier inden for alternative investeringer, og der er tegn på, at den højere risikotagning, der gør sig gældende for pensionsordninger uden garantier, øger investeringspotentialet inden for bl.a. private equity og infrastruktur.

Pensionsselskabernes investeringer i private equity omfatter typisk unoterede aktiebeholdninger og investeringer i private equity-fonde. Investeringer i venture capital-fonde vurderes at udgøre en begrænset andel af pensionsselskabernes samlede investeringer i private equity. Investeringer i infrastruktur omfatter fx energiinfrastruktur.

Markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger uden garantier allokerer omkring 40 pct. af deres samlede alternative investeringer i private equity. Til sammenligning udgør private equity lidt under 20 pct. af de samlede alternative investeringer for gennemsnitsrenteordninger med garantier. Et lignende billede ses for investeringer i infrastruktur, der udgør ca. 15 pct. af de samlede alternative investeringer for markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger uden garantier mod 7 pct. for gennemsnitsrenteordninger med garantier. Samlet set forstærker selskabernes investeringer i private equity og infrastruktur billedet af, at ordninger uden garantier har højere risikokapacitet end ordninger med garantier.

Danske pensionselskaber investerer mere i danske aktier, end markedsporteføljen tilsiger, men USA udgør den største andel

De danske pensionsformuer investeres i aktiver over hele verden. Investeringerne foretages dog mere i danske virksomheder end det, aktieindekset MSCI World²⁵ umiddelbart ville tilsige.

Pensionselskabernes aktieinvesteringer kan sammenlignes med MSCI World-indekset for at få et billede af, om den geografiske placering af aktieinvesteringerne i større grad er rettet mod Danmark og Europa, end det brede aktiemarked umiddelbart tilsiger. I MSCI World-indekset udgør USA 74 pct. af de samlede eksponeringer, mens øvrige EU, UK, Norge og Schweiz udgør 14 pct. Danmark udgør blot 0,7 pct. af de samlede eksponeringer i MSCI World-indekset, se figur 14. Kigges der udelukkende på pensionselskabernes investeringer i aktier, udgør danske virksomheder 9 pct. af de samlede beholdninger af noterede aktier for markedsrenteordninger og 5 pct. for gennemsnitsrenteordninger uden garantier, se figur 14.²⁶ Det betyder, at de danske pensionselskaber investerer med en vis overvægt af danske aktier sammenlignet med fordelingen, som gælder for MSCI World-indekset. Et lignende niveau for andelen af aktieinvesteringer, der går til hjemlige virksomheder, ses også i andre lande, og denne andel er generelt faldet de seneste årtier.

Ud af de samlede aktieinvesteringer udgør virksomheder i de øvrige EU-lande, UK, Norge og Schweiz 14 pct. for markedsrenteordninger og 15 pct. for gennemsnitsrenteordninger uden garantier, hvilket er sammenligneligt med fordelingen for MSCI World-indekset. USA er det land, som pensionselskaberne har flest aktieinvesteringer i, og amerikanske aktier udgør således 59 pct. af de samlede aktieinvesteringer for både markedsrenteordninger og gennemsnitsrenteordninger uden garantier mod 74 pct. i MSCI World-indekset.

²⁵ MSCI World Index er et aktieindeks, der indeholder store og mellemstore aktieselskaber på tværs af 23 udviklede lande. MSCI World anvendes ofte til sammenligning med det brede aktiemarked i verden.

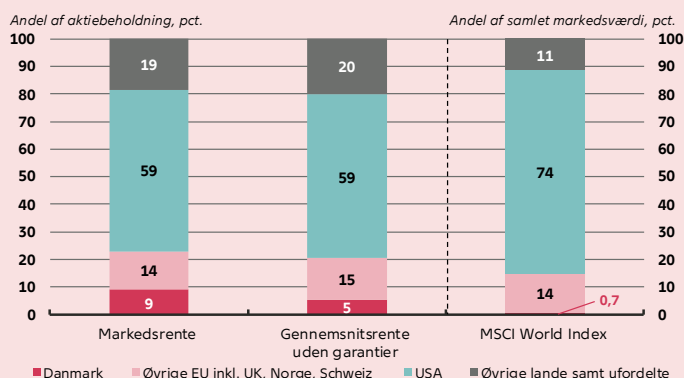
²⁶ Da aktieinvesteringer kun udgør 4 pct. af de samlede investeringer fra gennemsnitsrenteordninger uden garantier, er den geografiske fordeling af aktieinvesteringer fra denne type pensionsordning ikke vist.

Det er imidlertid ikke blot investeringer i aktier, der fordeles på tværs af lande. Betragter man også landefordelingen af pensionsselskabernes obligationsinvesteringer, ses en markant større andel, der investeres i særligt Danmark, se figur 15. Dette skyldes især, at pensionsselskabernes foretrukne obligationer er danske stats- og realkreditobligationer. De danske pensioner udbetales i danske kroner, hvilket kan være en medvirkende årsag til den relativt store allokering til danske obligationer. På den anden side betyder pensionssektorens størrelse, at det ville medføre en betydelig koncentrationsrisiko, hvis alle investeringer skulle være i danske kroner.

FIGUR 14

Selvom en stor del af pensionsselskabernes aktieinvesteringer er i europæiske virksomheder, rettes størstedelen mod USA

Fordeling af aktiebeholdning efter geografisk fordeling



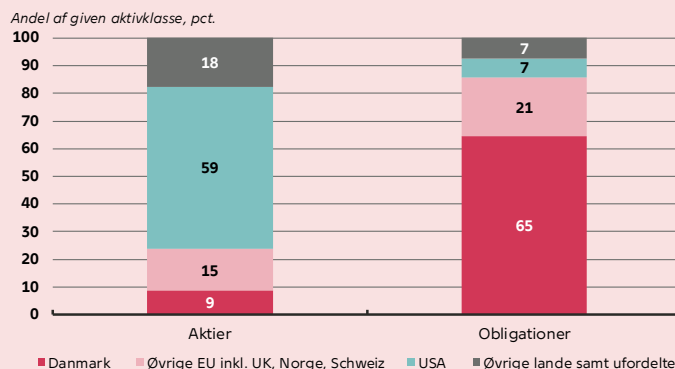
Anm.: Populationen er beskrevet i bilag A. Figuren viser de samlede investeringer i noterede aktier fordelt efter geografi. Den geografiske fordeling er gennemlyst. Øvrige EU inkluderer alle EU-landene med undtagelse af Danmark. Gennemsnitsrente uden garantier betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier. Derivater er ikke medregnet. Danske investeringsforeninger er gennemlyst, så pensionsselskabernes beholdninger af aktier, obligationer og alternativer via disse foreninger indgår. Data er fra ultimo 2024.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Solvency II Quarterly Reporting Template og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 15

Pensionsselskaberne investerer i større grad i Danmark og Europa gennem investeringer i obligationer

Geografisk fordeling af de noterede investeringer i aktier og obligationer



Anm.: Populationen er beskrevet i bilag A. Alle tre pensionsordninger er lagt sammen. Den geografiske fordeling er gennemlyst. Øvrige EU inkluderer alle EU-landene med undtagelse af Danmark. Derivater er ikke medregnet. Danske investeringsforeninger er gennemlyst, så pensionsselskabernes beholdninger af aktier og obligationer via disse foreninger indgår. Fordelingen er fra ultimo 2024.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

De danske erfaringer tyder på, at bevægelsen væk fra garantier indebærer øgede investeringer i udenlandske aktiver

Overgangen i Danmark til ugaranterede ordninger har medført øgede investeringer uden for Europa. Det skyldes særligt, at en større del af aktieinvesteringerne placeres i USA i forhold til obligationsinvesteringer, som i høj grad har været placeret i Danmark. I hvor høj grad disse erfaringer også vil gælde i andre europæiske lande, er usikkert, eftersom Danmark både er et lille valutaområde og har et relativt stort obligationsmarked på grund af realkreditsystemet.

05

Risikotagning indebærer større udsving og højere forventet afkast

Pensionsselskaber skal ifølge reguleringen investere deres aktiver i henhold til det såkaldte *prudent person-princip*. Prudent person-princippet følger af solvens II og indebærer, at aktiverne skal investeres sådan, at pensionsopsparerens interesser varetages bedst muligt, se boks 5.

BOKS 5

Pensionsselskabet skal investere midlerne, så pensionsopsparerens interesser varetages bedst muligt

Selskaberne skal kunne identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere om aktivernes investeringsrisici. Der skal være klare rammer for risikotagningen og for sikring af en passende grad af fx risikospredning, koncentrationsrisici og likviditetsrisici. Kravene er en udmøntning af det såkaldte *prudent person-princip*, der skal sikre, at selskabernes investeringsstrategi afspejler det, som opsparerne er stillet i udsigt, og at de forventede afkast og risici afvejes bedst muligt i forhold til den formulerede investeringsstrategi.¹ Sammenhængen mellem forventet afkast og risiko ligger implicit i de ovennævnte krav til at kunne identificere aktivernes karakteristika. Specielt for alternative investeringer kan kravene være vanskelige at opføre. Hver investering er ofte forskelligartet, og investeringsproces samt værdifastsættelse er kompleks. Komplexiteten skyldes bl.a., at der ikke er et løbende marked for aktiverne. Dermed er vurderingen af den forventede rentabilitet af alternative investeringer tilsvarende kompleks.

Selvom opsparerne som hovedregel bærer hele investeringsrisikoen i fx markedsrenteprodukter, er der altså visse bindinger på investeringerne. Prudent person-princippet gælder, uanset om pensionsproduktet er garanteret eller ugaranteret. Dertil skal selskabet sikre, at der er sammenhæng mellem investeringsstrategien og den udbetalingsprofil, som selskabet forventer for produktet, og som er kommunikeret til kunderne. For garanterede produkter betyder det fx, at investeringerne skal være sammensat sådan, at de garanterede ydelser med sikkerhed kan honoreres, hvilket kræver en vis andel af lange, sikre fordringer. For ugaranterede produkter betyder det, at aktivernes risiko og sammensætning skal være i overensstemmelse med den risiko for usikkerhed i udbetalingsfasen, som selskabet mener, at et givet produkt må forventes at have.

¹ Prudent person-begrebet daterer sig tilbage til "The Prudent Man Rule" som formuleret af dommeren Samuel Putnam (1768-1853), der i en sag i 1830 formulerede, at de, der har tillidshvervet at investere for andre, bør handle forsigtigt og fornuftigt, som hvis det var deres egne midler, og altid vurdere både indtjeningsmuligheder og sikkerheden af kapitalen. Før princippet blev en del af rammerne for den danske pensionssektor gennem den fælleseuropæiske regulering, var det i den danske lovgivning tilsvarende formuleret i krav til aktivernes egnethed og sammensætning, at "Selskaberne skal investere deres aktiver sådan, at forsikringstagernes og de begunstigedes interesser varetages bedst muligt".

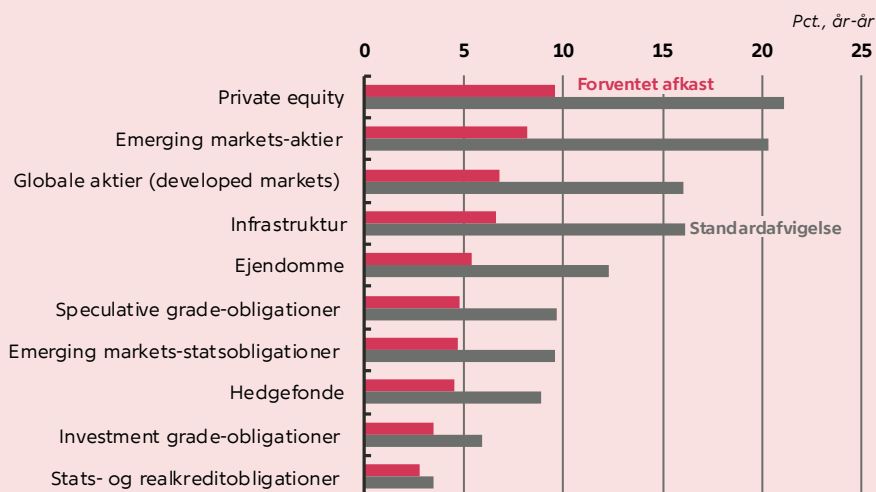
Højere forventet afkast indebærer større udsving i investeringsafkastet

For at varetage kundernes interesser bedst muligt skal højere risikotagning typisk også afføde et højere forventet afkast. Rådet for Afkastforventninger²⁷ vurderer, at højere forventet afkast også indebærer forventninger til større udsving i investeringsafkastet. For eksempel har globale aktier et forventet afkast på ca. 7 pct. i de senest udmeldte afkastforventninger og en standardafvigelse på ca. 16 pct. Til sammenligning har stats- og realkreditobligationer et forventet afkast på ca. 3 pct. og en standardafvigelse på ca. 3,5 pct., se figur 16.

FIGUR 16

Med højere forventede afkast følger højere forventet volatilitet

Afkastforventninger, 1-10-årig periode



Anm.: Rådet for Afkastforventninger fastsætter beregningsforudsætninger for forventede afkast og risikoen på forskellige investeringsaktiver for 2. halvår 2025. *Speculative grade-obligationer* kan også blive betegnet som *high-yield-obligationer* eller højrenteobligationer.

Kilde: Rådet for Afkastforventninger 2. halvår 2025.

Gennemsnitsrenteordninger med garantier har givet et stabilt men lavere kundeafkast sammenlignet med ordninger uden garantier

De midler, som opsparerne får tilskrevet til deres pensionsopsparinger, kaldes depotrenten. I markedsrenteordninger vil depotrenten typisk svare til det årlige investeringsafkast i den valgte risikogruppe. Det er dog ikke tilfældet for gennemsnitsrenteordninger med eller uden garantier. Det er derfor vigtigt at adskille depotrenten fra investeringsafkastet i de enkelte ordninger. For gennemsnitsrenteordninger med og uden garantier gælder det, at hvis et selskab over tid systematisk har et højere investeringsafkast, end der tilskrives i depotrenter, så opbygges reserver, også kaldet bonuspotentiale. Bonuspotentiale skal på sigt tilfalde opsparerne. For gennemsnitsrenteordninger med garantier gælder det desuden, at såkaldte akkumulerede værdireguleringer

²⁷ Rådet for Afkastforventninger er nedsat af Forsikring & Pension og Finans Danmark og fastsætter afkastforventninger og andre beregningsforudsætninger til at beregne pensionsprognoser og forventninger til investeringsafkast til kunderne. Formålet med rådets uafhængige vurdering er at sikre troværdigheden af selskabernes pensionsprognoser. Se Rådet for Afkastforventninger ([link](#)).

kan medføre store årlige udsving i investeringsafkastet. Akkumulerede værdireguleringer afspejler den tilbagediskonterede værdi af fremtidige garanterede ydelser, se boks 6.

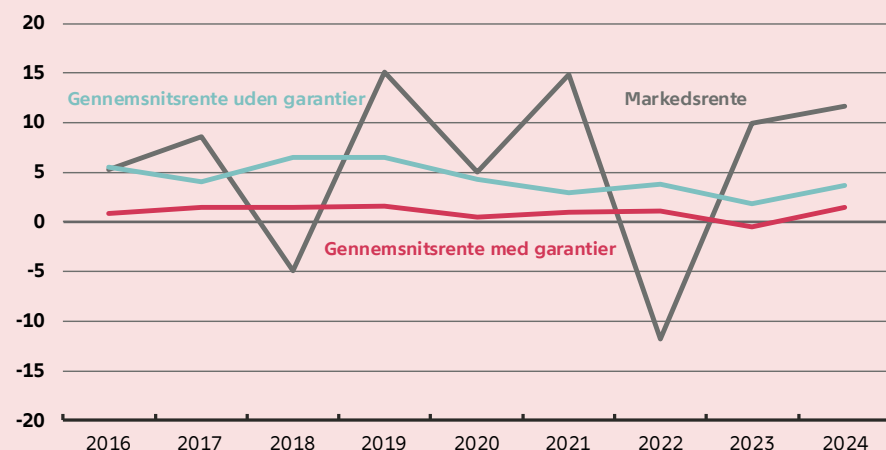
Siden 2016 har udviklingen i depotrenten været forskellig for de tre typer af pensionsordninger. Således ses det, at depotrenten for markedsrenteordninger svinger betydeligt fra år til år, mens depotrenten for gennemsnitsrenteordninger er mere stabil, se figur 17. De årlige depottilskrivninger har været højere for gennemsnitsrenteordninger uden garantier sammenlignet med gennemsnitsrenteordninger med garantier siden 2016. Det skyldes dels, at investeringsafkastet er præget af højere risikotagning, dels at gennemsnitsrenteordninger med garantier reserverer midler som akkumulerede værdireguleringer for at imødekomme ydelsesgarantierne i fremtiden.

FIGUR 17

Depottilskrivninger i gennemsnitsrenteordninger har været stabile, mens de har fulgt markedsudviklingen i markedsrenteordninger

Depottilskrivninger

Pct., år-år



Anm.: Baseret på mikrodata, årlig frekvens. Data viser det formuevægtede gennemsnit for aldersgruppen 40-50 år. Pensionsformuer under 50.000 kr. er udelukket fra populationen. Figuren viser værditilskrivninger til pensionsdepoter fordelt efter type af pensionsordning. Depottilskrivninger er inkl. administrative omkostninger og omkostninger relateret til risikodækning. Depottilskrivningerne er beregnet som de samlede værditilskrivninger fratrukket bonuspotentiale og akkumulerede værdireguleringer. *Gennemsnitsrente uden garantier* betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

BOKS 6

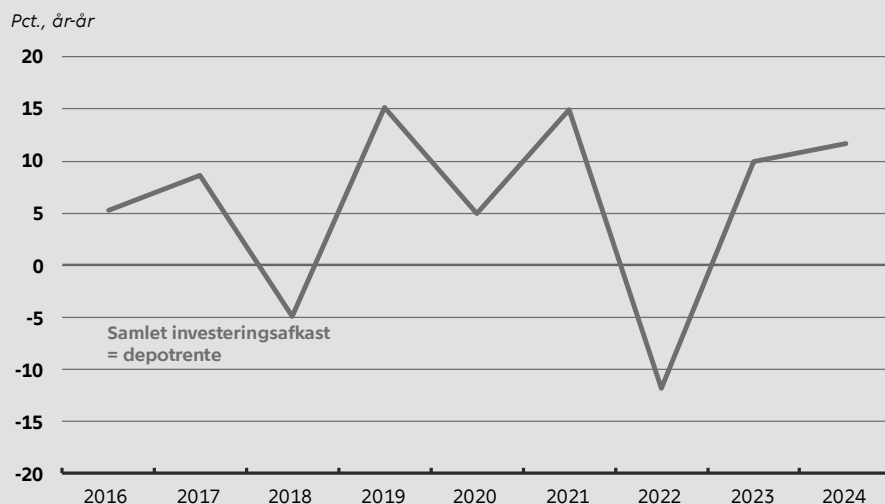
Sådan påvirker investeringsafkastet udviklingen i kundernes pensionsopsparing

Investeringsafkastet bidrager til udviklingen i kundernes pensionsdepoter gennem forskellige mekanismer. For markedsrenteordninger tilskrives afkastet fra investeringer grundlæggende direkte til depotet.¹ Markedsrenteordninger har i gennemsnit fra 2016 til 2024 givet ca. 6 pct. i årligt afkast.² Dette gennemsnit fordeler sig over år med relativt store udsving i investeringsafkastet, med den højeste depotrente på 15 pct. i 2021 og den laveste depotrente på -12 pct. i 2022, se figur A. Udsvingene i investeringsafkastet er mindre for personer over 55 år, hvilket bl.a. kan forklares af, at livscyklusjusteringer reducerer investeringsrisici, i takt med at pensionsopspareren bliver ældre. Se mere i afsnittet *Livscyklusjusteringer i markedsrenteordninger reducerer investeringsrisici, når opsparerne bliver ældre*.

FIGUR A

Investeringsafkastet tilskrives direkte kundens depot i markedsrenteordninger

Investeringsafkast for markedsrenteordninger



Anm.: Baseret på mikrodatabaser, årlig frekvens. Data viser det formuevægtede gennemsnit for aldersgruppen 40-50 år. Pensionsformer under 50.000 kr. er udelukket fra populationen. Figuren viser værditilskrivninger til pensionsdepoter fordelt efter type af pensionsordning. Depottilskrivninger er inkl. administrative omkostninger og omkostninger relateret til risikodækning. Depottilskrivningerne er beregnet som de samlede værditilskrivninger fratrasket bonuspotentiale og akkumulerede værdireguleringer.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Investeringsafkastet for opsparere med gennemsnitsrenteordninger tilskrives ikke altid straks til kunden via depotrenten. For at sikre en stabil depotrente fordeles midlerne fra investeringsafkastet også til individuelt eller kollektivt bonuspotentiale og til akkumulerede værdireguleringer. Disse mekanismer understøtter, at selskabet kan opretholde garantien eller gennemsnitsrenten over for kunderne.

Bonuspotentiale anvendes af pensionsselskaber for at sikre en stabil depotrente på kundernes pensionsopsparing

Investeringsafkastet fra gennemsnitsrenteordninger kan reserveres til at udjævne påvirkningen fra markedsudsving. Når investeringsafkastet overstiger den forrentning, selskabet har garanteret eller stillet opsparerne i udsigt, kan det placere en del af midlerne i såkaldt bonuspotentiale. Hvis afkastet et år er lavere end nødvendigt, har pensionsselskabet derved nogle reserver, der kan bruges til at sikre, at kundernes depotrente svarer til det, selskabet har stillet opsparerne i udsigt. Hvis bonuspotentialet når en tilstrækkelig størrelse, skal pensionsselskabet udbetale bonuspotentiale til kunderne og tilskrive en højere depotrente. Dette så man fx i 2022, hvor høje afkast fra 2021 betød, at bonuspotentiale blev tilskrevet mange kunders depoter, se figur B.

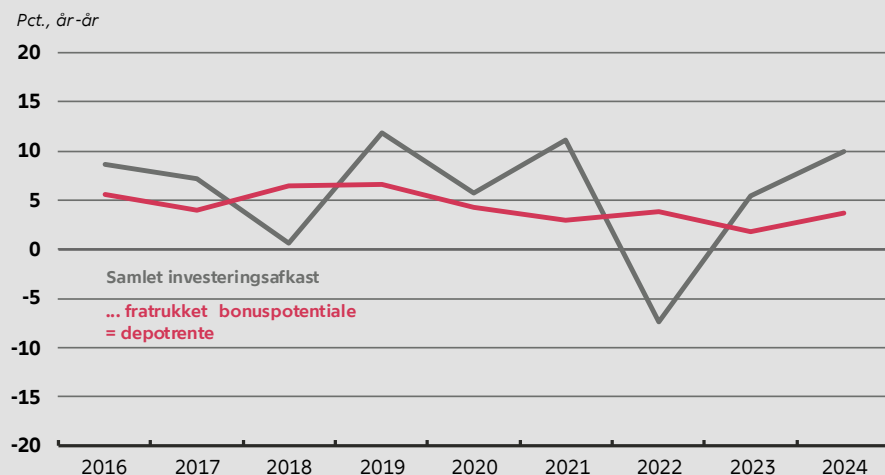
Fortsættes ...

... fortsat

FIGUR B

Investeringsafkastet for gennemsnitsrenteordninger uden garantier allokeres primært til bonuspotentiale og depotrenten

Investeringsafkast for gennemsnitsrenteordninger uden garantier



Anm.: Baseret på mikrodata, årlig frekvens. Data viser det formuevægtede gennemsnit for aldersgruppen 40-50 år. Pensionsformuer under 50.000 kr. er udelukket fra populationen. Akkumulerede værdireguleringer findes i populationen for gennemsnitsrente uden garantier. Akkumulerede værdireguleringer for gennemsnitsrente uden garantier kan skyldes, at de fleste selskaber med gennemsnitsrenteordninger uden garantier også har en mindre andel af deres samlede aktiver placeret i gennemsnitsrenteordninger med garantier. Se bilag A for en uddybning af opdelingen i de tre typer af pensionsordninger. Tallene er inkl. administrative omkostninger og omkostninger relateret til risikodækning. Gennemsnitsrente uden garantier betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Ved garanterede ordninger anvendes akkumulerede værdireguleringer, så pensionsselskabets aktiver kan dække de fremtidige garanterede forpligtelser

For gennemsnitsrenteordninger med garantier anvendes desuden akkumulerede værdireguleringer for at sikre de garanterede forpligtelser. Via de akkumulerede værdireguleringer reserveres midler til at opfylde fremtidige garanterede ydelser. Det skyldes fx, at rentesving påvirker markedsværdien af aktiver, som afdækker de garanterede ydelser. Disse værdireguleringer tilskrives ikke direkte til depotrenten, selvom det er en del af investeringsafkastet, men reserveres for at sikre de fremtidige garanterede ydelser. Akkumulerede værdireguleringer anvendes dermed primært af gennemsnitsrenteordninger med bindende garantier.

Enkelte år kan rentesving give betydelige udsving i afkastet fra investeringer i obligationer og lange rentederivater. Det er derfor typisk for gennemsnitsrenteordninger med bindende garantier, at værdireguleringer udgør en væsentlig del af investeringsafkastet, da obligationer og rentederivater anvendes til at afdække de lange forpligtelser, som de garanterede ydelser udgør. For eksempel stiger værdien af de fremtidige garanterede ydelser, når renten falder som i fx 2019. Denne renterisiko afdækkes typisk, så en tilsvarende værdistigning ses i investeringsafkastet. For at sikre, at pensionsselskabet kan opfylde de garanterede ydelser – selv efter at deres værdi er steget ved rentefald – tilskrives investeringsafkastet ikke direkte til depotrenten, men reserveres i akkumulerede værdireguleringer, se figur C.

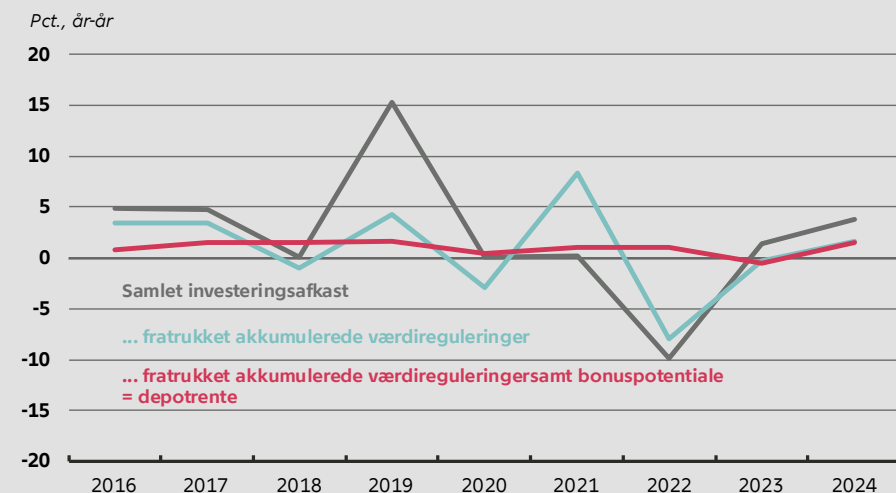
Fortsættes ...

... fortsat

FIGUR C

Investeringsafkastet for gennemsnitsrenteordninger med garantier tilskrives akkumulerede værdireguleringer, bonusreserver og depotrenten

Investeringsafkast for gennemsnitsrenteordninger med bindende garantier



Anm.: Baseret på mikrodata, årlig frekvens. Data viser det formuevægtede gennemsnit for aldersgruppen 40-50 år. Pensionsformuer under 50.000 kr. er udelukket fra populationen. Figuren viser værditilskrivninger til pensionsdepoter fordelt efter type af pensionsordning. Depottilskrivninger er inkl. administrative omkostninger og omkostninger relateret til risikodækning. Depottilskrivningerne er beregnet som de samlede værditilskrivninger fratrukket bonuspotentiale og akkumulerede værdireguleringer.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

¹ I dag har nogle markedsrenteordninger desuden såkaldte individuelle udjævningsmekanismer, hvor en del af investeringsafkastet fra år med relativt høje afkast kan sættes til side for at udjævne effekten af år, hvor investeringsafkastet er relativt lavt.

² Det gennemsnitlige, årlige investeringsafkast fra markedsrenteordninger er beregnet som et geometrisk gennemsnit, og der er således taget højde for renters rente-effekten.

Alderssammensætningen varierer på tværs af pensionsordninger

Ligesom typen af pensionsordning påvirker risikotagningen i investeringerne, har opsparenes alder også en indflydelse på, hvor store investeringsrisici der typisk tages. Denne sammenhæng mellem alder og risikokapacitet er mere kompleks i gennemsnitsrenteordninger, hvor investeringerne foretages ud fra et kollektivt udgangspunkt, end i markedsrenteordninger, der har en individuel tilgang.

Pensionsopsparere, der har mange år til pensionsalderen, har typisk en interesse i, at deres pensionsformue investeres mere risikofyldt for at søge et højere forventet afkast. Yngre opsparende har en meget lang investeringshorisont, deres formue er typisk relativt begrænset og under opbygning, og der er alt andet lige udsigt til mange års lønindtægt og yderligere opsparing. For opsparende tæt på

pensionsalderen gælder modsat, at formuen nærmer sig toppunktet, og der er relativt få års lønindtægt til at kompensere for et tab i formuens markedsværdi.²⁸

Personer med garanterede pensionsordninger er typisk ældre

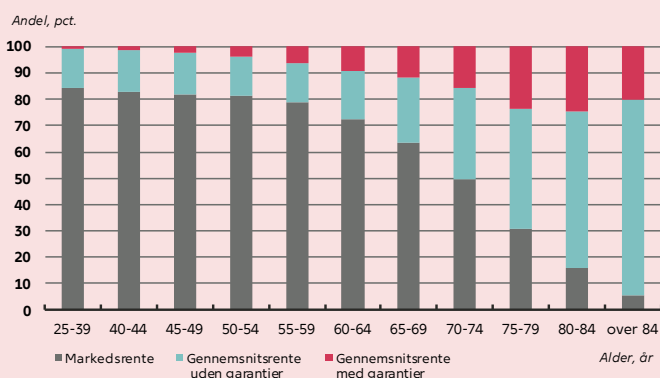
Forskellig alderssammensætning inden for henholdsvis garanterede og ikke-garanterede produkter kan bidrage til at forklare de forskelle i aktivallokering, som blev beskrevet i kapitel 4. Det gælder således, at en større andel af personer med mange år til pensionsalderen har markedsrenteprodukter, og deres alder kan i sig selv tilsige højere risikotagning i investeringerne. Som eksempel på aldersforskellene er 83 pct. af pensionsformuen for personer i aldersgruppen 40-44 år placeret i markedsrenteordninger, mens markedsrenteordninger for personer over 70 år maksimalt udgør 49 pct. af pensionsformuen, se figur 18.

Belyses alderssammensætningen for hver af de tre typer af pensionsordninger, ses der tydelige forskelle. 31 pct. af den samlede formue placeret i markedsrenteordninger er til kunder, der er under 50 år. Det tilsvarende tal for gennemsnitsrenteordninger uden garantier er 22 pct., og for gennemsnitsrenteordninger med garantier blot 7 pct., se figur 19. Da kundesammensætningen for gennemsnitsrenteordninger med garantier i højere grad er koncentreret omkring ældre personer, bør det i sig selv reducere risikoen i investeringerne. På trods af at alder kan have en væsentlig betydning for investeringernes risikokapacitet, er det dog fortsat vurderingen, at garantierne i sig selv har en væsentlig betydning for, hvor store investeringsrisici pensionsselskabet tager.

FIGUR 18

Yngre personer har den største andel af pensionsformuen placeret i markedsrente

Fordeling af pensionsformuen pr. aldersgruppe efter type af pensionsordning



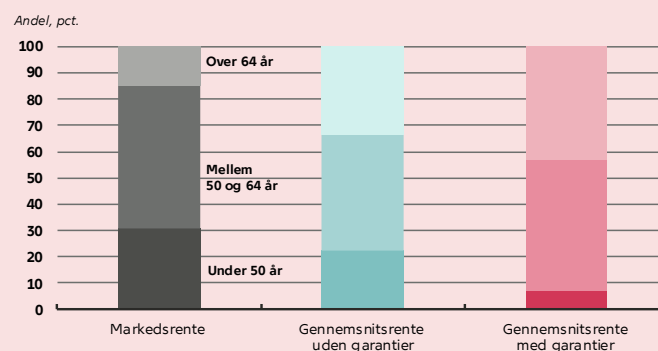
Anm.: Baseret på mikrodata, ultimo 2024. Figuren viser fordelingen af de samlede aktiver efter aldersgruppe og type af pensionsordning. *Gennemsnitsrente uden garantier* betegner gennemsnitsrenteordninger med betingede garantier eller helt uden garantier.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 19

Størstedelen af pensionsformuen placeret i gennemsnitsrente med garantier tilhører personer over 50 år

Aldersfordelingen af pensionsformuen fordelt efter type af pensionsordning



Anm.: Baseret på mikrodata, ultimo 2024. Figuren bygger på samme datagrundlag som figur 18.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

²⁸ Se Formuepleje (2024).

Udbetalingsrisikoen begrænses – også for markedsrenteordninger

Højere risiko i investeringerne er forbundet med større usikkerhed i udbetalingsfasen, og der er naturligt forskelle på tværs af de tre typer af pensionsordninger, som betragtes i denne analyse (markedsrenteordninger, gennemsnitsrenteordninger uden garantier og gennemsnitsrenteordninger med garantier).

For gennemsnitsrenteordninger *med* garantier er der begrænset usikkerhed i udbetalingsfasen, da forudsætningerne for ydelserne allerede er aftalt, og da pensionsselskabet bærer markeds- og levetidsrisikoen, se kapitel 3. Dog er der også ofte en begrænset sandsynlighed for, at kunden modtager højere ydelser end det, der er garanteret, medmindre selskabet har et vist kollektivt bonuspotentiale. For gennemsnitsrenteordninger *uden* garantier kan kollektivt bonuspotentiale også reducere usikkerheden i udbetalingsfasen. Hvis pensionsselskabet har reserveret tilstrækkelige midler i kollektivt bonuspotentiale, kan selv større udsving i investeringsafkastet udjævnes, sådan at kundens depotrente og pensionsudbetalinger stabiliseres.

Markedsrenteordninger er typisk forbundet med større usikkerhed i udbetalingsfasen. De fleste pensionsselskaber anvender derfor mekanismer, der reducerer udbetalingsusikkerheden, fx udbetalingsplaner, justering af afkastforventninger, udjævningsmekanismer og livscyklusjusteringer.

Løbende pensionsudbetalinger under pensionstilværelsen reducerer udbetalingsusikkerheden

En hensigtsmæssig udbetalingsplan hjælper med at begrænse risikoen relateret til usikkerhed i udbetalingsfasen. Når en opsparer når pensionsalderen, vil personen typisk stadig have en lang restlevetid og dermed fortsat en lang investeringshorisont. I stedet for at udbetale hele formuen på én gang er det hensigtsmæssigt, at formuen, efter de løbende pensionsydelser, stadig er investeret. Dermed har formuen potentiale til at genvinde eventuelle tab, personen måtte have haft, hvis pensionsalderen blev nået umiddelbart efter et fald i investeringsmarkederne. Fælles for de tre typer af pensionsordninger er de væsentlige egenskaber derfor, at pensionsudbetalingerne sker løbende under pensionstilværelsen, og at kun en mindre del af de samlede pensionsudbetalinger falder som en engangsudbetaling, når man går på pension.

I det danske pensionssystem udbetales en del af formuen som en engangsudbetaling, en del i rater over 10 til 30 år og en del som livsvarige ydelser.²⁹ Dermed er der også i pensionstiden mulighed for afkast fra formuen.³⁰ Når udbetalingerne sker over en længere årrække, reduceres risikoen i forbindelse med timingen af, hvornår kunden får udbetalt sin pensionsopsparing. Der vil dog fortsat være risiko for langvarige fald på de finansielle markeder.³¹ Hvis pensionsopspareren i stedet fik fastlåst hele værdien



Markedsrenteordninger er typisk forbundet med større usikkerhed i udbetalingsfasen.

²⁹ I Danmark skelnes der også mellem livrenteprodukter, ratepension og aldersopsparing. Ved *livrenteprodukter*, der udgør ca. 50 pct. af de samlede indbetalinger, modtager pensionsopsparer en månedlig udbetaling i hele udbetalingsfasen og dermed hele pensionslevetiden. Ved *ratepension*, der udgør omkring 40 pct. af de samlede indbetalinger, modtager man en månedlig udbetaling i en periode, der kan strække sig fra 10-30 år. Ved *aldersopsparing*, tidligere kapitalpension, der udgør ca. 10 pct. af de samlede pensionsindbetalinger, udbetales pensionsopsparingen som engangsbeløb, der kan fordeles ad flere omgange. Forskellene på disse tre typer er ikke i fokus i denne analyse.

³⁰ I den forbindelse er det i øvrigt hensigtsmæssigt, at aktivfordelingen tager hensyn til, at personer uden for arbejdsmarkedet er særligt udsatte for inflationsrisiko, idet der ikke længere er udsigt til, at stigende lønindkomst kan hjælpe med at kompensere for inflationsudviklingen.

³¹ For eksempel gennemgik de japanske finansielle markeder en længere periode med ugunstige vilkår. Fra 1991 til 2021 var den japanske økonomi kendetegnet af vedvarende lav vækst og inflation, der betød, at aktiemarkedet samlet set i disse tre årtier ikke steg.

af formuen på pensionstidspunktet til et livsvarigt udbetalingsforløb eller fik hele beløbet udbetalt, ville der imidlertid også være en risiko relateret til markedsvilkårene på pensionstidspunktet. Prisen for en fast livsvarig ydelse er meget afhængig af renteniveauet og levetidsforudsætningerne på det pågældende tidspunkt. For eksempel har rentefald og øgede levetider gennem de sidste 30 år reduceret den faste ydelse, man kan købe for den samme formue, med 60 pct., se Jørgensen, Ramlau-Hansen og Rangvid (2022).³² Også på helt kort sigt kan prisen for en fast ydelse svinge meget, da den i høj grad afhænger af renteniveauet og rentekurvens hældning.

Udjævningsmekanismer reducerer usikkerheden i udbetalingsfasen i markedsrenteordninger

Mange selskaber med markedsrenteordninger anvender individuelle udjævningsmekanismer i udbetalingsfasen, som har til formål at sikre en vis grad af stabilitet i pensionsudbetalingerne. Udjævningsmekanismerne fungerer på forskellige måder. De kan fx virke, ved at et selskab tilbageholder en del af opsparerens pensionsmidler, som kan udjævne fremtidige negative investeringsafkast, så opsparerer som pensionist ikke oplever de samme fald i pensionsudbetalingerne som i tilfældet uden en udjævningsmekanisme. For nogle selskaber er målet med udjævningsmekanismerne alene at sikre opsparerne mod mindre udsving i pensionsudbetalingerne som følge af markedsbewægelser, og for andre selskaber er målet at sikre opsparerne mod både kortsigtede og varige større fald i pensionsudbetalingerne, se Finanstilsynet (2020). Trods tab af markedsværdi på fx obligationsbeholdningen som følge af rentestigninger kan pensionsudbetalingerne også være stabile, da rentestigningerne typisk fører til højere forventede fremtidige afkast på de rentebærende aktiver.

Livscyklusjusteringer i markedsrenteordninger reducerer investeringsrisici, når opsparerne bliver ældre

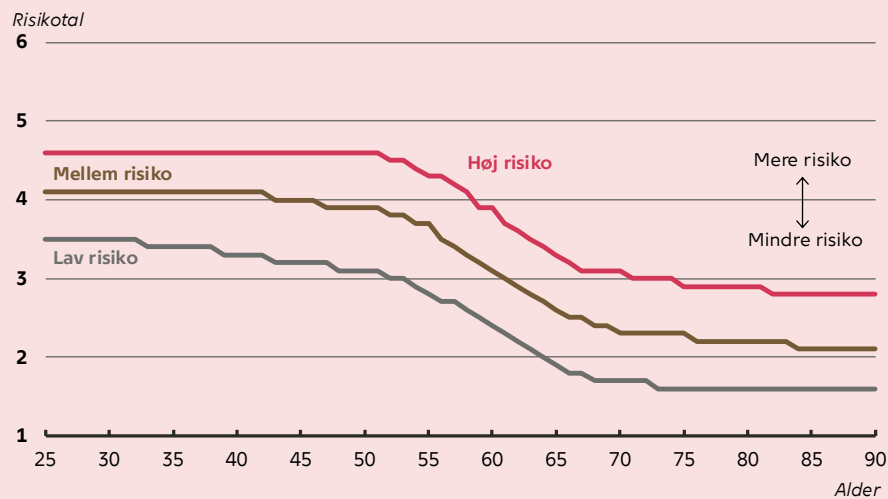
De fleste pensionselskaber opererer med livscyklusjusteringer i deres markedsrenteordninger. Livscyklusjusteringer betyder, at der som udgangspunkt er forskel på sammensætningen af de investeringer, der indgår i henholdsvis opsparings- og udbetalingsfasen. I produkter med livscyklusjusteringer reduceres derfor risikoen i investeringsporteføljen, i takt med at opsparerne bliver ældre.

Markedsrenteordninger med høj risiko fastholder en konstant høj risiko, frem til kunden er omkring 50 år, hvorefter risikoen gradvist nedtrappes, se figur 20. En lignende reduktion af investeringsrisikoen gælder også for markedsrenteordninger med lav og mellem risiko.

³² Beregningen baseres på 10-årige statsobligationsrenter og danske levetidsforudsætninger.

FIGUR 20

Livscyklusjusteringer i markedsrenteordninger reducerer risikotagning i investeringerne, i takt med at kunden bliver ældre



Anm.: Alle markedsrenteprodukter skal risikomærkes med et risikotal mellem 1 og 6. Et højt risikotal indikerer høj risiko, og et lavt risikotal indikerer lav risiko. Risikotallet beregnes ud fra beregningsforudsætningerne fra Rådet for Afkastforventninger, se Fakta om Pension (uden år). I figuren angives det gennemsnitlige risikotal for de forskellige pensionsprodukter lav risiko, mellem risiko og høj risiko.

Kilde: Forsikring & Pension.

Bilag A

Der er i Danmark tradition for at oplyse investeringer og forpligtelser i henholdsvis markedsrente- og gennemsnitsrenteordninger, men uden at skelne mellem, om ordningerne i gennemsnitsrente var med eller uden garantier. Da det var vurderingen, at garantier kan påvirke investeringsrisikoen, er det valgt at kategorisere selskaberne enkeltvist på baggrund af, om selskabets forpligtelser i gennemsnitsrente er overvejende med eller uden garantier, for dermed at kunne skelne mellem selskabernes investeringer i de to typer gennemsnitsrenteordninger.

Et selskab, der langt overvejende har gennemsnitsrenteordninger uden garantier, bliver således kategoriseret som sådan for alle aktiverne i gennemsnitsrente. Det vil indebære en vis approksimation, da de fleste selskaber selv efter omvalgskampagner eller ændringer af garantier til betingede garantier ofte stadig har en mindre, resterende del af garanterede ordninger. Det skyldes, at man ved omvalgene typisk ikke anbefalede personer, der allerede var på pension eller tæt på pension, at vælge om. Investeringernes fordeling afspejler dog langt overvejende opsparing i ordninger uden garantier.

Der er fire selskaber blandt de tværgående pensionskasser og livsforsikringsselskaber, der ikke indgår i populationen af kategoriserede selskaber. For to selskaber skyldes det, at forpligtelserne i gennemsnitsrente ikke blev vurderet at være tilstrækkeligt koncentreret i ordninger med eller uden garantier, og for to selskaber skyldes det, at forretningsmodellerne er forsikringsorienterede og ikke som for de øvrige selskaber primært orienteret mod pensionsopsparing.

TABEL 1

Analysens population og opdeling i markedsrente, gennemsnitsrente uden garantier og gennemsnitsrente med garantier

	Selskab
Markedsrente	AkademikerPension
	Danica Pension
	Industriens Pension
	Lægernes Pension
	Nordea Pension
	P+
	PensionDanmark
	Pensionskassen Arkitekter & Designere
	Pensionskassen for Jordbrugsakademikere og Dyrlæger
	PFA Pension
	PKA+
	Pædagogernes Pension
	Sampension
	Velliv
Gennemsnitsrente uden garantier	AkademikerPension
	Lægernes Pension
	Lærernes Pension
	P+
	PenSam
	Pensionskassen Arkitekter & Designere
	Pensionskassen for Jordbrugsakademikere og Dyrlæger
	PKA
	Sampension
Gennemsnitsrente med garantier	Danica Pension
	Industriens Pension
	Nordea Pension
	Norli Liv og Pension
	Norli Pension Livsforsikring
	PensionDanmark
	PFA Pension
	PKA+
	Pædagogernes Pension
	Velliv

Anm.: Gruppen "gennemsnitsrente uden garantier" dækker over selskaber, hvor garantierne enten eksplicit er ugaranterede eller er betinget garanterede og kan fraviges fx som følge af ændringer i levetid eller renteniveau og derfor ultimativt er ugaranterede. *PKA* dækker over Pensionskasserne for Socialrådgivere, socialpædagoger og kontorpersonale, for Farmakonomer, for Sundhedsfaglige og for Sygeplejersker og Lægesekretærer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Litteratur

Achord, Samuel Donald og Kristian Loft Kristiansen (2021), Pensionssektorens alternative investeringer, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 22, september.

ATP (2024), *Pension i tal 2024*, juni.

Danmarks Nationalbank (2003), Finansiell stabilitet 2003, *Danmarks Nationalbank Analyse*, maj.

Danmarks Nationalbank (2010), Finansiell stabilitet 2010, *Danmarks Nationalbank Analyse*, maj.

De Økonomiske Råd (2025), *Dansk Økonomi efterår 2024, Rapport fra formandskabet*, februar.

Draghi, Mario (2024), *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe*, september.

Du, Wenxin, Alessandro Fontana, Petr Jakubik, Ralph S.J. Koijen og Hyun Song Shin (2023), International portfolio frictions, *BIS Working Papers*, nr. 1137, oktober.

Europa-Kommissionen (2025), *A competitiveness compass for the EU*, januar.

Fakta om pension (uden år), *Hvad betyder risikotallet?*, faktaompension.dk, besøgt 30-07-2025.

Finanstilsynet (2017), *Pension når garantierne forsvinder. Hvad er implikationerne for produktegenskaber og forbrugerbeskyttelse? Et diskussionsoplæg*, februar.

Finanstilsynet (2020), *Markedsrenteprodukter – tendenser på det danske pensionsmarked*, august.

Finanstilsynet (2024), *Solvens – forsikringsområdet*, finanstilsynet.dk, 27. februar, besøgt 30-07-2025.

Formuepleje (2024), *Vælg den rigtige risikoprofil – investér efter din alder*, formuepleje.dk, 1. juni, besøgt 30-07-2025.

Jarner, Søren Fiig, Claus Munk og Mogens Steffensen (2022), *Pension Product Design and Relations to the Danish Market*, i: Andersen, Hougaard Jensen og Rangvid, *The Danish Pension System: Design, Performance, and Challenges*, Oxford University Press, side 78-113, juli.

Jensen, Svend Erik Hougaard og Niels Lynggaard Hansen (2022), *Income during Retirement: On the Role of Occupational Pensions and Home Equity as a Pension Device*, i: Andersen, Hougaard Jensen og Rangvid, *The Danish Pension System: Design, Performance, and Challenges*, Oxford University Press, side 41-77, juli.

Jørgensen, Peter Løchte, Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid (2022), *Asset Allocation, Investment Policies, and Returns*, i: Andersen, Hougaard Jensen og Rangvid, *The Danish Pension System: Design, Performance, and Challenges*, Oxford University Press, side 118-156, juli.

Mercer CFA Institute (2024), *Mercer CFA Institute Global Pension Index 2024*, oktober.

OECD (2023), *Pension at a Glance 2023*, december.

OECD (2024), *Pension Markets in Focus 2024*, december.

OECD (uden år, a), *Net pension replacement rates*, oecd.org, besøgt 14. august 2025.

OECD (uden år, b), *Poverty rate*, oecd.org, besøgt 14. august 2025.

Verdensbanken (1994), *Averting the Old Age Crisis*, Oxford University Press, september.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, Beskæftigelsesministeriet, Finansministeriet og Skatteministeriet (2003), *Større valgfrihed i pensionsopsparingen*, maj.

Må vi sende dig *nyheder* fra Nationalbanken?

Få besked om vores nyeste udgivelser
direkte i din indbakke.

Læs mere om vores nyhedsservice
og tilmeld dig på nationalbanken.dk/da/nyhedsservice,
eller scan QR-koden.



Du kan også få vores nyheder som RSS-feeds.
Læs mere på nationalbanken.dk/da/rss-feeds.

Publikationer



NYT

Nyt er en appetitvækker, der giver et hurtigt indblik i en af Nationalbankens længere publikationer. Nyt er for dig, der har brug for et let overblik og godt kan lide en tydelig vinkling.



STATISTIKNYHED

Statistiknyheder sætter fokus på de nyeste tal og tendenser i Nationalbankens statistikker. Statistiknyheder henvender sig til dig, der vil have hurtig indsigt i aktuelle finansielle data.



RAPPORT

Rapporter er en tilbagevendende beretning om Nationalbankens arbejdsområder og virksomhed. Her finder du bl.a. Nationalbankens årsrapport. Rapporter er for dig, der har brug for en status og opdatering på den forgangne periode.



ANALYSE

Analyser fokuserer på aktuelle emner, som er særligt relevante for Nationalbankens formål. Analyser kan også indeholde Nationalbankens anbefalinger. Her finder du bl.a. vores prognose for dansk økonomi og vores vurdering af den finansielle stabilitet. Analyser henvender sig til dig, der har en bred interesse for økonomiske og finansielle forhold.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo giver indblik i det analysearbejde, som Nationalbankens ansatte er i gang med. Economic Memo indeholder fx baggrundsanalyser og metodebeskrivelser. Economic Memo henvender sig primært til dig, der i forvejen har kendskab til økonomiske og finansielle analyser.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde fra både ansatte i Nationalbanken og vores samarbejdspartnere. Working Paper henvender sig primært til dig, som er fagperson, og til dig med interesse for forskning inden for centralbankvirksomhed samt økonomi og finans i bredere forstand.

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
+45 3363 6363

Redaktionen er afsluttet 27. august 2025



**DANMARKS
NATIONALBANK**