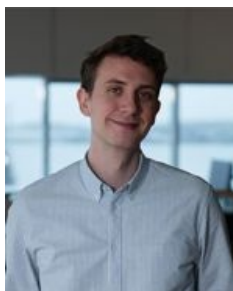


Published 31.03.2025

Afkastet på investeringerne i USA har været godt for danskernes pension

Vil du vide mere?



Konsulent

Hans Lien Rasmussen

✉ hlr@fogp.dk

☎ +45 41 91 91 36

Indledning og sammenfatning

De seneste års kraftige kursstigninger på amerikanske aktier har betydet, at hver fjerde pensionskrone i dag er investeret i amerikanske aktier. Hvis vækstmulighederne og rammerne er til stede for investeringer i Europa, vil flere pensionsinvesteringer naturligt flyde mod Europa og vil kunne styrke vækst, velstand og sikkerhed i Europa. Pensionsselskaberne er forpligtiget til at investere danskernes pensioner bredt på tværs af aktiver og lande for at skaffe pensionsopsparerne det højest mulige afkast under hensyn til investeringsrisikoen.

Siden 2018 er der sket en forskydning i vægtningen af pensionsselskabernes investeringer, hvilket betyder, at USA i dag er det næststørste investeringsområde efter Danmark. En plads der tidligere var forbeholdt EU. Ændringen er sammenfaldende med, at kurserne på amerikanske aktier siden 2010 er steget markant mere end på europæiske aktier.

For eksempel ville 100.000 kr. investeret i den amerikanske teknologi-børs Nasdaq i 2010 være vokset til 821.000 kr. i dag^[1] mens 100.000 kr., investeret i det europæiske aktieindeks STOXX600 til sammenligning ville være vokset til ca. 219.000 kr.

Pensionsselskabernes formål er at sikre det højest mulige risikojusterede afkast til deres kunder og medlemmer, og dermed give kunderne og medlemmerne en tryk og værdig alderdom med økonomisk sikkerhed. Pensionsselskaberne har derfor, ligesom mange andre investorer, kigget mod USA for at sikre afkast til deres kunder og medlemmer. Det har været den rigtige strategi for at opnå det højeste afkast på aktieinvesteringer.

Der er væsentlig forskel i aktivsammensætningen i pensionsselskabernes investeringer mellem USA, Europa og Danmark. Pensionsinvesteringerne i USA er i høj grad placeret i aktier i børsnoterede selskaber, mens investeringerne i Europa og Danmark i højere grad er placeret i hhv. statsobligationer og realkreditobligationer. Det har også haft betydning for afkastet. I USA er der hentet store afkast på aktier, hvilket har øget beholdningen af amerikanske aktiver relativt til EU og Danmark.

Når amerikanske aktier fylder mere i porteføljen i dag, skyldes det blandt andet, at verdensmarkedskoncentrationen er steget betydeligt, og store amerikanske aktier generelt fylder mere i verdensindekset. Eksempelvis udgjorde de syv største amerikanske aktier, kaldet Magnificent Seven, ca. 35 pct. af S&P 500 indekset og 24 pct. af MCSI World indekset ved udgangen af 2024. Pensionsselskaberne har dermed øget deres vægtning mod USA som en naturlig konsekvens af, at de amerikanske aktier er steget i værdi relativt til andre.

At kapitalen generelt er strømmet mod USA, skyldes blandt andet, at USA siden 2010 har haft højere økonomisk vækst end EU. Der investeres generelt mere i USA end i EU, hvilket er med til at udvide og vedligeholde kapitalapparatet. Det har været med til, at produktiviteten er vokset mere i USA end i EU. Samtidig er beskæftigelsen siden 2010 vokset mere i USA end i EU. Det har bidraget til, at USA har været mere attraktivt at investere i.

Analysens hovedresultater er:

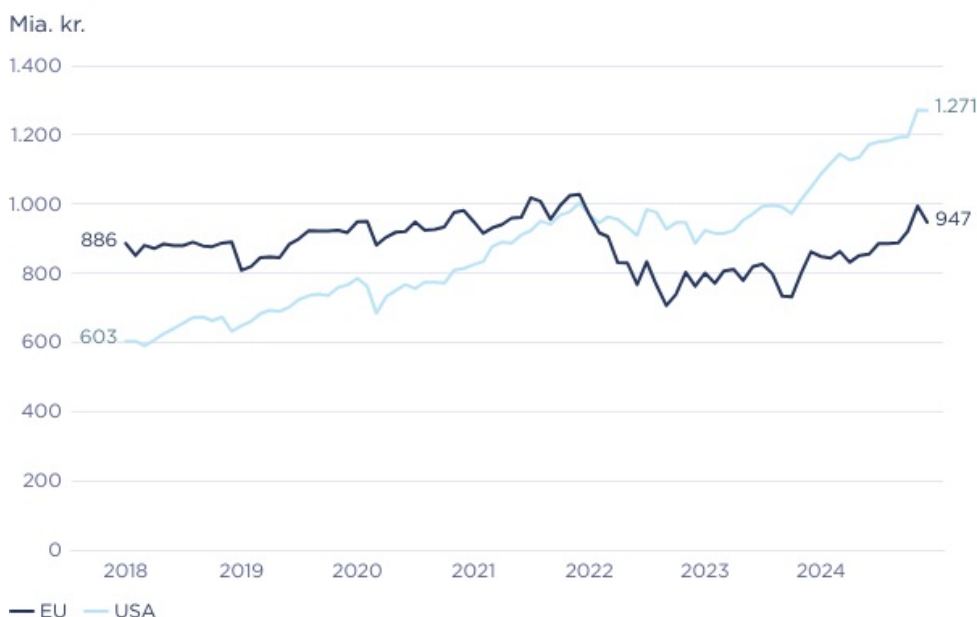
- Investeringer i USA udgør i dag 25 pct. af danskernes pensionsformue, hvilket svarer til ca. 200.000 kr. pr. dansker. Det er primært via børsnoterede aktier, mens investeringerne i Europa og Danmark har en større andel af obligationer.
- Store kursgevinster på amerikanske aktier har drevet stigningen i pensionsselskabernes beholdning i USA, mens rentestigninger har ført til tab på europæiske og danske obligationer – særligt hos ATP.
- Den højere vægtning mod USA følger af kursstigninger, da øget eksponering har givet høje afkast og bedre afspejler den globale udvikling. Kursstigninger udgør den primære årsag til, at amerikanske aktier fylder mere i porteføljen, mens det i mindre omfang skyldes, at der investeres yderligere midler i USA.
- Stigningen i værdien af investeringer i USA afspejles af, at USA har haft højere vækst i BNP end EU, hvor væksten har været mere træg efter både gælds- og coronakrisen. USA har også haft et højere investeringsniveau, højere produktivitetsvækst og større jobskabelse end i Europa.

[1] Fra lukkekursen ultimo december 2009 til lukkekurs ultimo februar 2025.

25 pct. af pensionsformuen er investeret i USA

I takt med at den amerikanske økonomi er vokset og med et stærkt investorfokus på teknologiaktier, er pensionsinvesteringerne i højere grad søgt mod USA end Europa i løbet af de seneste fem år. Det har givet store afkast til de danske pensionsopsparende på aktier i USA og særligt på teknologiaktier. Tendensen ses i de danske pensionsselskabers beholdninger. Siden 2018 er beholdningsværdien af amerikanske aktiver vokset betydeligt og overhalet i 2022 beholdningen af europæiske aktiver.

Værdien af de amerikanske investeringer har overhalet de europæiske



Anm.: Løbende priser. Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP.

Kilde F&P pba. Nationalbanken.

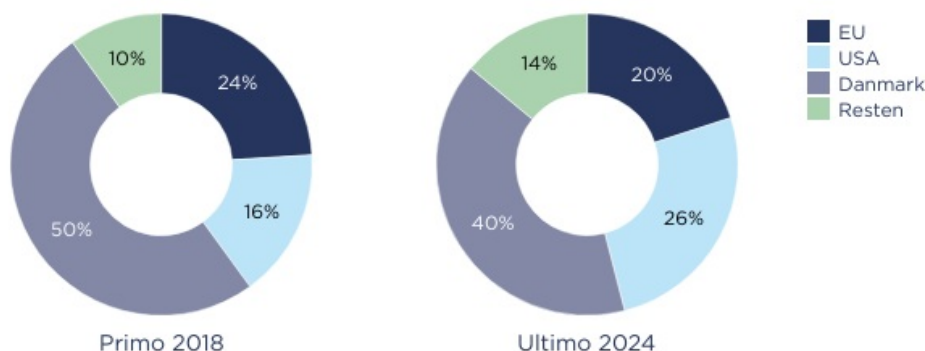
Siden starten af 2018 er beholdningen af amerikanske aktiver vokset fra at udgøre 16 pct. af den samlede portefølje hos pensionselskaberne (inkl. ATP) til i udgangen af 2024 at udgøre 26 pct. Det sker i en periode, hvor den samlede beholdning af aktiver hos pensionselskaberne er vokset med 1.100 mia. kr.

Mens andelen af amerikanske aktiver er vokset, er andelen af europæiske og danske aktiver faldet. Aktiver i EU (Danmark fraregnet) er gået fra at udgøre omkring 24 pct. af den samlede beholdning af pensionselskabernes investeringer i 2018 til ved udgangen af 2024 at udgøre 20 pct. Det betyder, at USA og EU har byttet plads, hvorfor USA nu er det næststørste investeringsland efter Danmark.

Beholdningen af danske aktiver er ligeledes faldet over perioden med omkring 10 procentpoint. Danmark er dog fortsat det klart største investeringsland for de danske pensionselskaber og udgør omkring 40 procent af den samlede beholdning.

Fordelingen af pensionsinvesteringerne er skiftet mod USA

Pct.



Anm.: Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP.

Kilde F&P pba. Nationalbanken.

Aktivsammensætning har stor betydning for, hvordan pensionsselskabernes beholdninger udvikler sig over tid, da forskellige aktivklasser kan give forskelligt afkast eller være særligt attraktive at investere i på forskellige tidspunkter. Kigger man på aktivsammensætningen i Danmark, USA og EU, ser man, at der er væsentlig forskel på, hvilke aktiver der ejes i de forskellige lande.

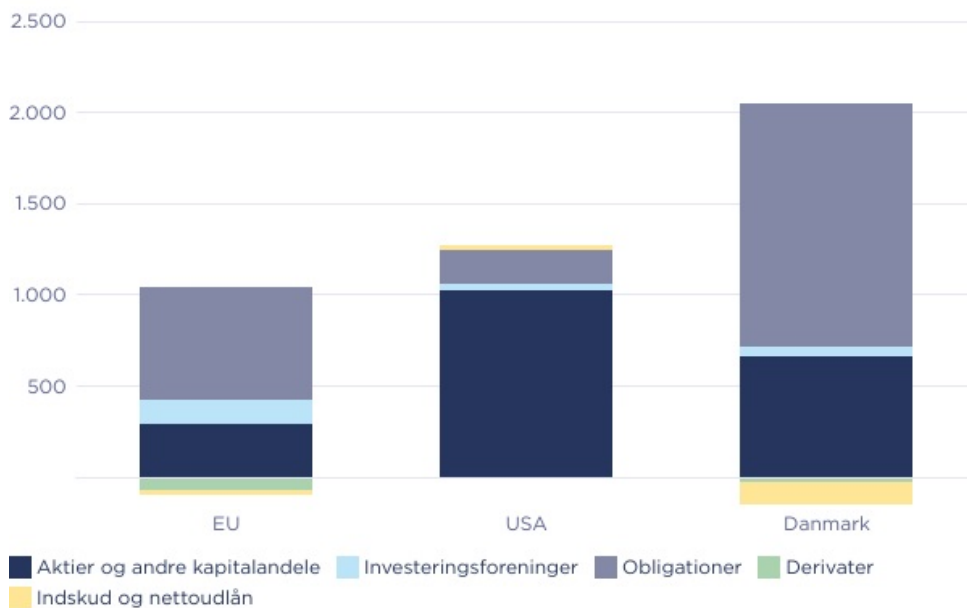
I USA består beholdningen i høj grad af aktier og andre kapitalandele, hvilket står i skarp kontrast til EU og tildeles Danmark. Her er en større del af beholdningen placeret i obligationer. I EU er det i særdeleshed statsobligationer, der fylder, mens det i Danmark i høj grad er realkreditobligationer, som sikrer finansiering til de danske boligkøbere. Tallene er inkl. ATP, som står for en væsentlig del af obligationsbeholdningen.

Pensionsinvesteringerne i Danmark afspejler en stor *home bias*, som blandt andet kan tilskrives, at pensionsselskaberne har let adgang til information og køb af danske aktiver, herunder realkreditobligationer, som er et dansk særkende. Der investeres også markant i danske ejendomme.

Betragtes beholdningen af aktier og andre kapitalandele, ses det, at der investeres mere i aktier og andre kapitalandele i Danmark end i EU. Der er stadig et væsentligt fokus på at investere i Danmark, når man tager højde for størrelsen af den danske økonomi og det danske aktiemarked relativt til det europæiske.

Aktivsammensætning af de danske, amerikanske og europæiske pensionsinvesteringer, 2024

Mia. kr.



Anm.: Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP. Årsdata er opgjort som værdien i december 2024.

Kilde F&P pba. Nationalbanken.

Graver man et spadestik dybere ned i aktivklassen bestående af aktier og andre kapitalandele, og ser på beholdningen af børsnoterede aktier, bliver forskellene tydeligere.

Beholdningen af børsnoterede aktier i USA er væsentlig større end beholdningen i både Danmark og EU. I udgangen af 2024 var der investeringer for 771 mia. kr. i amerikanske børsnoterede selskaber. Beholdningen af danske aktier og europæiske aktier var nogenlunde lige store i udgangen af 2024 med en værdi på hhv. 145 mia. kr. og 137 mia. kr. Værdien af de danske aktier er dog øget relativt til de europæiske siden 2018.

Beholdningsværdien af børsnoterede aktier i USA er vokset markant siden 2018 og særligt fra 2020. Det er tydeligt, at det særligt er værdien af de amerikanske børsnoterede aktier, der har drevet den samlede beholdning af amerikanske aktiver op.

Værdien af de børsnoterede aktier i USA er vokset



Anm.: Løbende priser. Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP.

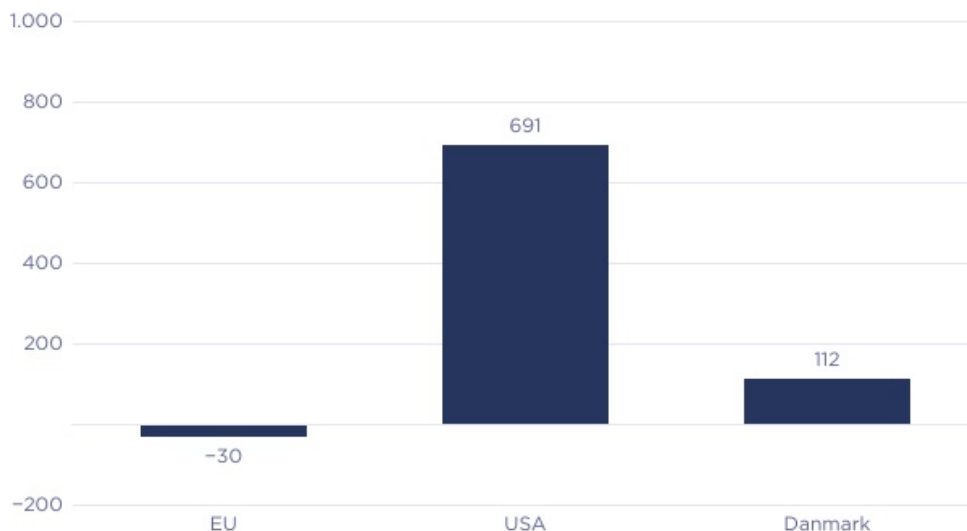
Kilde F&P pba. Nationalbanken.

Den markante vækst i beholdningen af amerikanske aktiver er sammenfaldende med en periode, hvor værdien af amerikanske aktier er steget betydeligt. Ser man på de akkumulerede afkast fra forsikrings- og pensionsselskabernes investeringer siden 2018, står det klart, at amerikanske aktiver har leveret langt højere afkast end investeringer i både Danmark og EU.

Afkastet dækker over udbytter, kurs- og valutakursreguleringer samt renteindtægter. Over perioden har pensionsselskaberne opnået et samlet afkast på 691 mia. kr. i USA. Til sammenligning har investeringerne i Danmark givet et afkast på 112 mia. kr., mens investeringerne i EU har resulteret i et akkumuleret tab på ca. 30 mia. kr.

De akkumulerede afkast siden 2018 er markant højere i USA

Mia. kr.



Anm.: Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP.

Kilde F&P pba. Nationalbanken.

Opdeles afkastene efter aktivklasser, bliver det tydeligt, at aktier og andre kapitalandele har været den primære kilde til afkast. Det gælder både i USA, EU og Danmark.

De højere afkast i USA skyldes en større eksponering mod aktier, som har haft store kursstigninger.

Siden 2018 har investeringer i amerikanske aktier og kapitalandele givet et akkumuleret afkast på 572 mia. kr. Til sammenligning har danske aktier og kapitalandele genereret et afkast på 248 mia. kr., mens de i Europa har givet et afkast på 100 mia. kr.

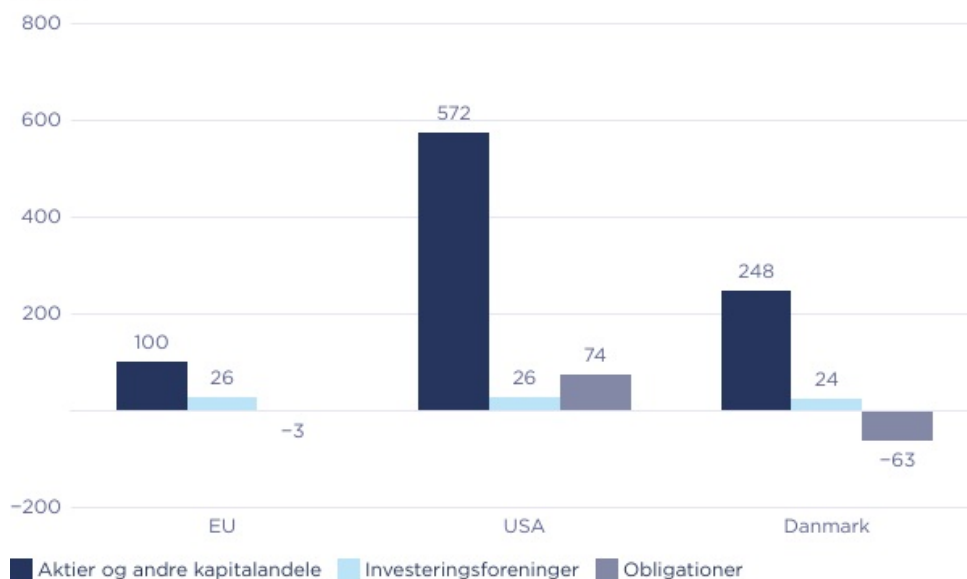
Pensionsselskaberne har i samme periode haft negative afkast på obligationer i både Danmark og Europa på ca. 60 mia. kr. Hertil kommer tab på derivater. De negative afkast på obligationer skyldes stigende renter, som har ført til kurstab på eksisterende beholdninger. Derudover har danske pensionsselskaber sandsynligvis haft realiserede kurstab på realkreditobligationer i forbindelse med konverteringsbølgen i 2022.

En del af det negative afkast kan tilskrives ATP, som har et større afdækningsbehov i forbindelse med deres garanterede pensionsordninger.[2]

[2] F&P analyse (2023) - Afkastet fra pensionsformuen bidrager med 75 mia. kr. fra udlandet årligt.

Afkast på de 3 væsentlige aktivklasser

Mia. kr.



Anm.: Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP.

Kilde F&P pba. Nationalbanken.

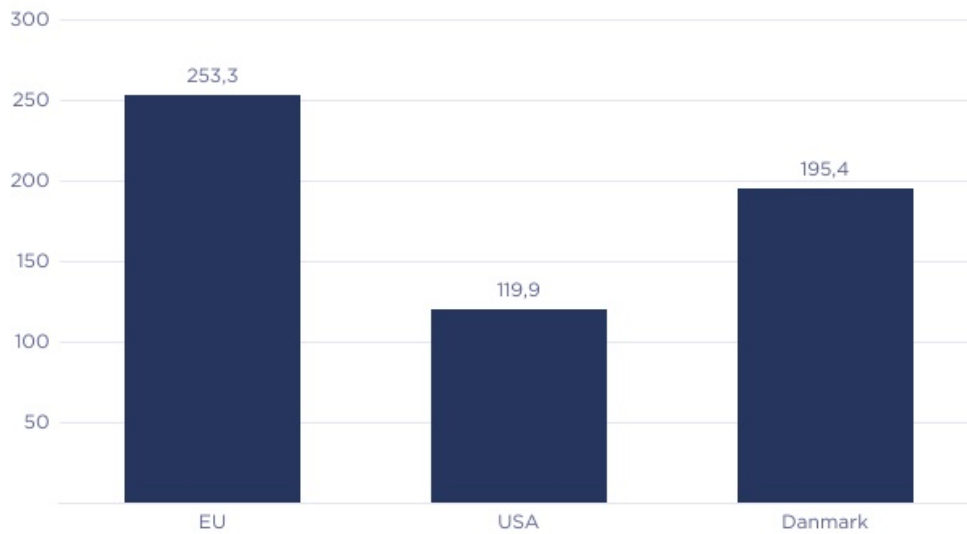
Den voksende beholdning af amerikanske aktiver relativt til europæiske og danske aktiver er i høj grad drevet af kursgevinster og i mindre grad af, at pensionsmidlerne udelukkende er blevet placeret i USA i perioden.

Pensionsselskaberne har samtidig ikke vægtet deres USA-eksponering ned i takt med at have opnået store afkast. Det hænger bl.a. sammen med, at de store kursgevinster i USA også har øget markedsconcentrationen og medført, at de amerikanske selskaber fylder væsentlig mere i det samlede verdensindeks.

De akkumulerede nettotransaktioner viser forskellen på køb og salg af aktiver inkl. hjemtagne udbytter siden 2018 i Danmark, Europa og USA. Nettotransaktionerne ind i USA er lavere end nettotransaktionerne til både EU og Danmark. I USA er de akkumulerede nettotransaktioner på 120 mia. kr., mens de for Danmark er 195 mia. kr., og EU er 253 mia. kr.

De akkumulerede nettotransaktioner siden 2018 er størst for EU

Mia. kr.



Anm.: Omfatter perioden 2018-2024. Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP.

Kilde F&P pba. Nationalbanken.

Hvis man opdeler nettotransaktionerne i USA, EU og Danmark efter aktivklasse, ses det, at der i USA er et fortsat fokus på aktier og andre kapitalandele med nettotransaktioner på 168 mia. kr.

Dog er der betydelige nettotransaktioner i obligationer i både EU og Danmark. Der handles dermed fortsat i høj grad med obligationer i EU og Danmark, mens der i USA næsten udelukkende handles med aktier og andre kapitalandele.

I EU og Danmark er nettotransaktionerne i aktier og andre kapitalandele ligeledes positive, men kun ca. halvt så store som i USA på omkring 75-80 mia. kr.

Nettotransaktioner på de væsentligste aktivklasser

Mia. kr.



Anm.: Omfatter perioden 2018-2024. Investeringer i danske investeringsforeninger er gennemlyst. EU består af EU28 fraregnet Danmark. Tallene er inkl. ATP.

Kilde F&P pba. Nationalbanken.

Den amerikanske økonomi er trukket fra Europa

Siden 2010 har den amerikanske økonomi haft mere fart på end både den europæiske og den danske. Mens USA's økonomi målt i realt BNP er vokset med 35 pct., har Danmark oplevet en vækst på 28 pct., og EU som helhed har kun formået at vokse med 19 pct.

Eurokrisen satte sit præg på den økonomiske udvikling i Europa og Danmark, hvor væksten fra 2010 til 2013 var relativt svag sammenlignet med USA. Årene omkring coronakrisen har kun gjort skellet mellem EU og USA større. EU's økonomier blev hårdere ramt, og genopretningen har været mere langsommelig end på den anden side af Atlanten.

Ser man alene på årene efter Eurokrisen fra 2015 og frem, adskiller udviklingen i Danmark sig fra resten af Europa. Det er altså især EU, der som helhed hænger i vækstbremsen. Fra 2015 og frem har dansk økonomi fulgt USA's tempo i købekraftjusteret BNP, med en vækst på 21 pct. i begge lande, mens EU stadig halter bagefter med en vækst på kun 14 pct.

Udvikling i realt BNP siden 2010

Indeks 2010=100



Anm.: EU er i denne figur EU27 inkl. Danmark. Indeks er beregnet på BNP målt i kædede købekraftsjusterede USD.

Kilde F&P pba. OECD

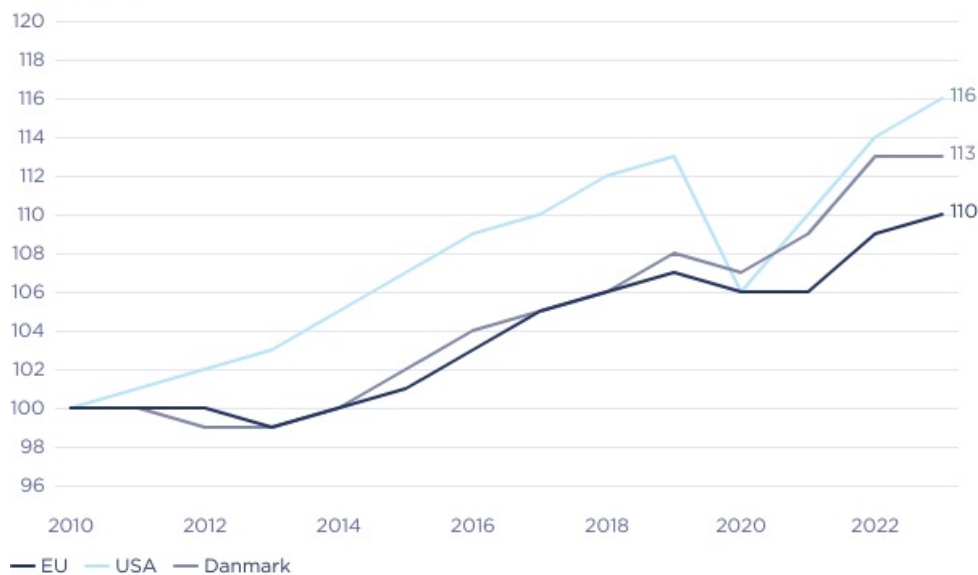
Økonomisk vækst kan i grove træk komme fra tre kilder: flere mennesker i arbejde, et større kapitalapparat eller højere produktivitet.

Siden 2010 er både arbejdsstyrken og beskæftigelsen vokset i EU, USA og Danmark. USA har haft den største stigning i beskæftigelsen, mens jobskabelsen i Danmark og EU har været mindre. Det gælder især, når man sammenligner EU med USA.

Især Eurokrisen satte sine spor i begyndelsen af perioden. I årene omkring krisen faldt beskæftigelsen i både EU og Danmark i forhold til 2010-niveauet. Men efterfølgende har både EU og Danmark oplevet fremgang på arbejdsmarkedet. Omkring 2019 begyndte den danske beskæftigelse at vokse hurtigere end den europæiske, og særligt efter 2020 er den danske beskæftigelse vokset hurtigere. Særligt siden 2015 skiller Danmark sig positivt ud og har haft den stærkeste vækst i både beskæftigelse og arbejdsstyrke. Siden 2015 har beskæftigelsen i USA og EU samlet set vokset i samme tempo, selvom corona-krisen skabte forskelle undervejs.

Beskæftigelsesudvikling siden 2010

Indeks 2010=100



Anm.: EU er i denne figur EU27 inkl. Danmark.

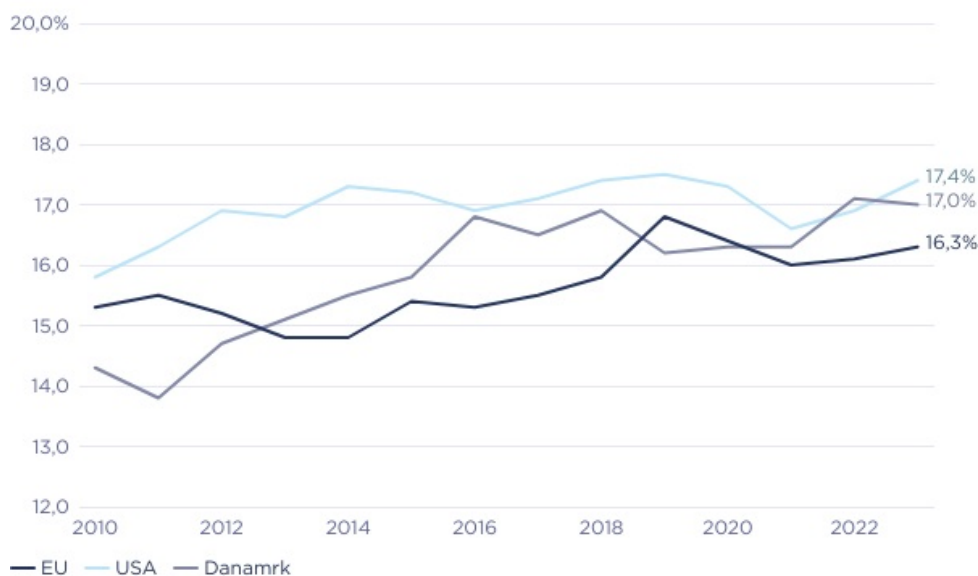
Kilde F&P pba. OECD

Der er tegn på, at der bliver investeret relativt mindre i produktivitsfremmende aktiver i Europa, hvilket kan medføre lavere vækstforventninger på lang sigt. Investeringer i faste aktiver spiller en central rolle i økonomisk vækst og velstand på lang sigt, da de er med til at udvide og vedligeholde kapitalapparatet og dermed understøtte produktivitsudviklingen. Betragtes de produktive investeringer, som er faste bruttoinvesteringer fraregnet boliginvesteringer, ses det, at Europa konsekvent ligger lavere end USA.

Forskellen mellem EU og USA var i 2023 på 1,1 pct. point, hvilket betyder, at hvis man i EU skal have samme investeringsomfang som USA, så skal EU hæve de produktive investeringer med ca. 1.400 mia. kr. årligt. Der underinvesteres dermed i Europa relativt til USA.

De produktive investeringer som andel af BNP er lavere i EU end USA

Pct. af BNP



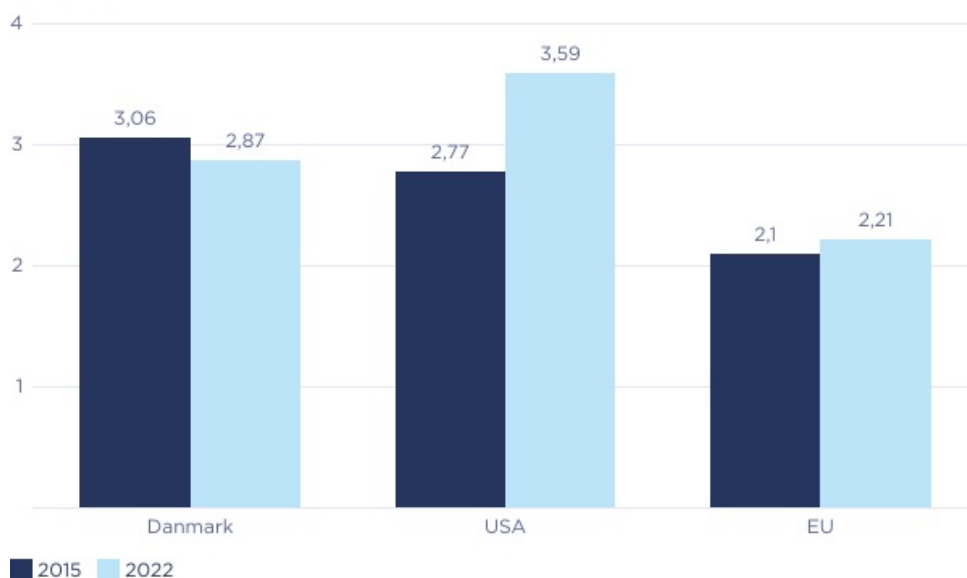
Anm.: EU er i denne figur EU27 inkl. Danmark.

Kilde F&P pba. OECD

Europa investerer relativt mindre i fremtidig vækst og innovation end Danmark og i særdeleshed USA. Forskning og udvikling (FoU) spiller ligeledes en afgørende rolle for økonomisk vækst og innovation. I 2022 afsatte USA en større andel af BNP til FoU-aktiviteter end både EU og Danmark. Her sakker særligt Europa bagud. Både EU og Danmark ligger betydeligt under USA i 2022, men EU har den laveste FoU-andel af de tre.

Investeringsniveauet i forskning og udvikling er højest i USA

Pct. af BNP



Anm.: EU er i denne figur EU27 inkl. Danmark.

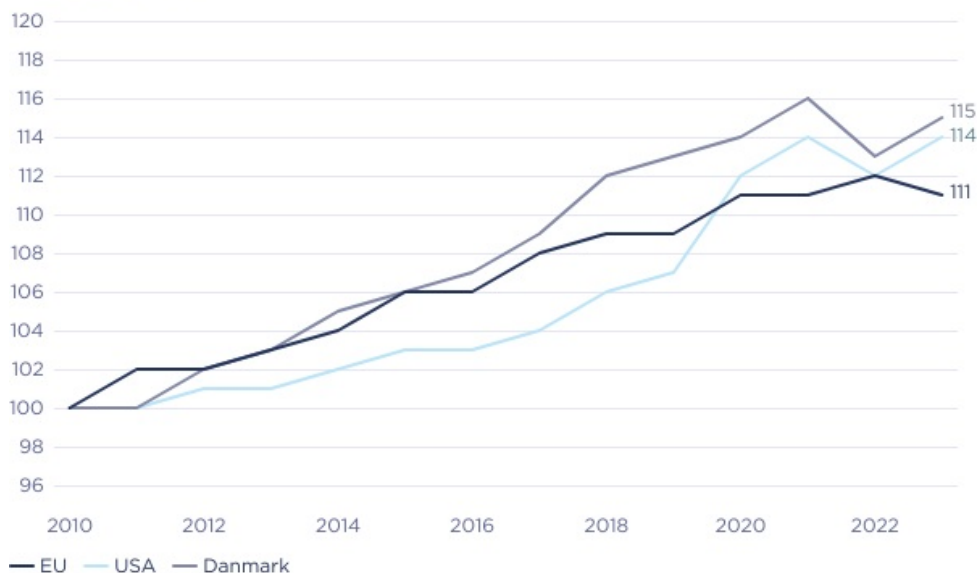
Kilde F&P pba. Eurostat

På lang sigt er produktivitsvækst en central vej til øget velstand. Fremtidig vækst afhænger af, hvor meget output der kan skabes pr. enhed input. Timeproduktiviteten, der måler, hvor meget der produceres pr. arbejdstime, er derfor en afgørende indikator for økonomisk udvikling.

Ser man på væksten i timeproduktiviteten fra 2010 til 2023 er timeproduktiviteten steget med 15 pct. i Danmark, tæt fulgt af USA, hvor væksten har været 14 pct. EU halter igen lidt bagefter med en vækst på 11 pct. siden 2010.

Udvikling i timeproduktiviteten siden 2010

Indeks 2010=100



Anm.: EU er i denne figur EU27 inkl. Danmark.

Kilde Egne beregninger på baggrund af registerdata