



# Pensionsbranchens investeringsanalyse 2024

# Indhold

<u>Indledning og sammenfatning</u> .....	3
<u>Fra gæld til guld</u> .....	4
<u>Investeringernes afkast og placering</u> .....	6
<u>De største investeringslande</u> .....	8
<u>Bidrag til en sund samfundsøkonomi</u> .....	10
<u>Pensionsformuen vokser, og det kræver nye investeringer</u> .....	12
<u>Opsparingens betydning for danske pensionister</u> .....	13

## Indledning og sammenfatning

Dansk økonomi er i dag bundsolid. Danmark har for femte år i træk det højeste overskud på de offentlige finanser i EU. På lang sigt er de offentlige finanser også holdbare. Bortset fra 1998 har Danmark haft overskud på betalingsbalancen hvert eneste år siden 1990.

En væsentlig årsag til, at de økonomiske nøgletal er i topform, er den tårnhøje danske pensionsopsparing. Siden Fælleserklæringen fra 1987, som lagde grundstenen til udbredelsen af arbejdsmarkedspensionerne, er opsparingen vokset til i dag at udgøre omkring 4.000 mia. kr. eller ca. 2 gange Danmarks BNP. Ingen andre lande har så høj en pensionsformue.

Pensionsopsparingen kommer først og fremmest pensionsopsparerne til gode. Langt hovedparten af både nutidens og fremtidens pensionister kan se frem til at få suppleret den offentlige pension med udbetalinger fra deres egne opsparingsbaserede pensioner.

Pensionsselskaberne investerer pensionsformuen for at opnå det højest mulige afkast under hensyn til investeringsrisikoen. Pensionsselskabernes investeringsmiljø er dermed helt afgørende for værdien af danskernes pensioner. 1/3 af pensionsformuen er investeret i danske aktiver. Omkring 650 mia. kr. er investeret i danske stats- og realkreditobligationer, og ca. 220 mia. kr. er investeret i danske ejendomme. Men der er ligeledes investeringer i aktier, og pensionsbranchen stiller også risikovillig kapital til rådighed for mindre og mellemstore virksomheder.

Den største del af formuen er dog investeret i udlandet. Dette er nødvendigt for at sikre en tilpas risikospredning. Men det er samtidig også for at skabe afkast ved at udnytte mulighederne på de globale, finansielle markeder. Omkring 25 pct. af pensionsformuen (inkl. ATP) er investeret i amerikanske aktier, som er verdens største aktiemarked. Samtidig investeres der også milliarder i grønne og bæredygtige aktiver.

Investeringerne har også en positiv effekt på samfundsøkonomien. Afkastet på investeringerne i udlandet har over de seneste fem år været 131 mia. kr. i gennemsnit pr. år. Afkastet bidrager til den stadigt voksende udlandsformue uanset om afkastet realiseres eller ej.

Den del af afkastet, som realiseres, fx ved salg af udenlandske aktier eller unoterede aktiver, kan samtidig aflæses på betalingsbalancen. Via pensionsinvesteringerne er der de seneste fem år strømmet 80 mia. kr. årligt til Danmark, hvilket bidrager til overskuddet på betalingsbalancen. Investeringernes bidrag til betalingsbalancen er de pengestrømme, som flyder til Danmark fra renteindtægter, udbytter og køb og salg af aktiver i udlandet.

Samtidig opnår staten store indtægter fra den løbende beskatning af pensionsafkastene. Siden år 2000 har pensionsafkastskatten (PAL-skatten) bidraget med mere end 600 mia. kr. i skatteindtægter.

Pensionsselskaberne har et stor placeringsbehov. Hvert år skal pensionsselskaberne investere omkring 70 mia. kr. ekstra. Det skyldes, at pensionssystemet stadig er under opbygning. Indbetalingerne er hvert år større end udbetalingerne. Samtidig skal pensionsselskaberne geninvestere midlerne fra blandt andet udbytter og renteindtægter. Det er midler, der skal placeres i nye investeringer på tværs af investeringsaktiver. Frem mod 2030 vil pensionsselskaberne skulle finde nye investeringer for 500 mia. kr.

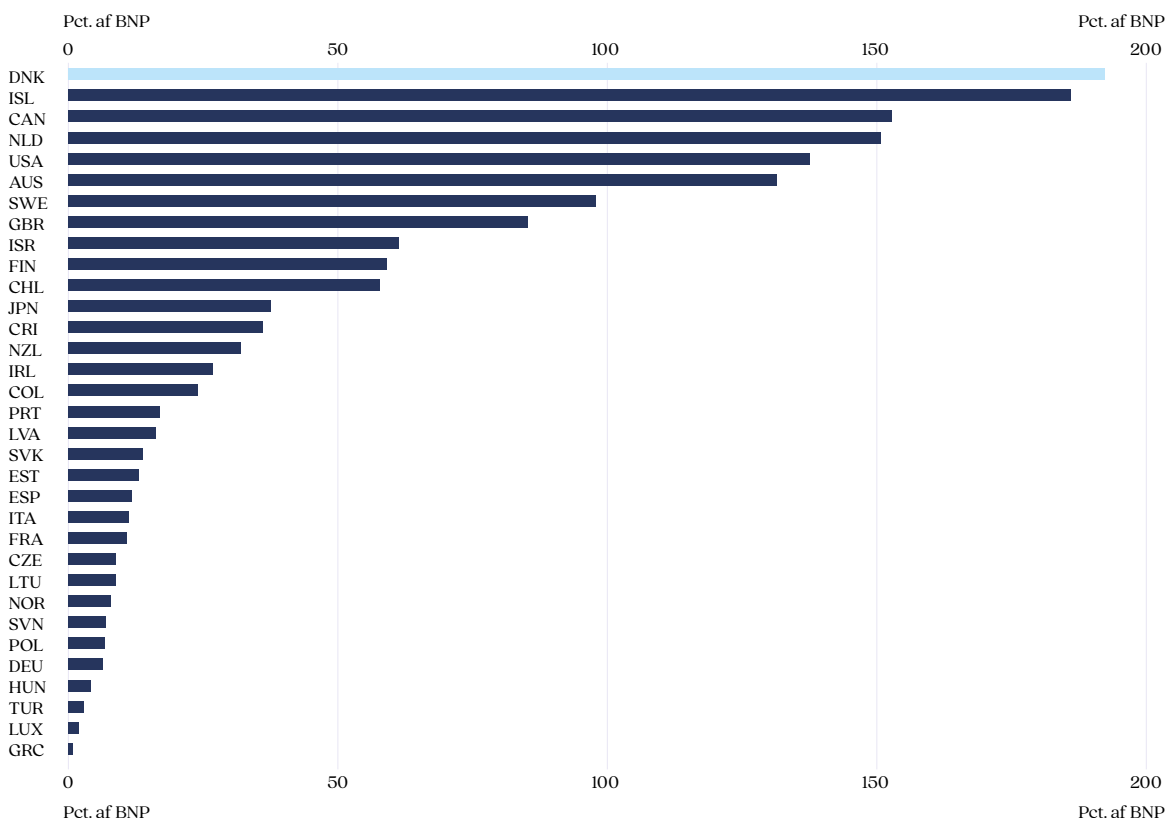
## Fra gæld til guld

9 ud af 10 danskere i arbejde sparer op til pension, og mere end 2 ud af 3 nye folkepensionister får en udbetaling fra deres egen pensionsordning. Den store udbredelse er en af det danske pensionssystems store styrker.

Hovedparten af den danske pensionsopsparing er opsparingsbaserede ordninger, hvor pensionsopsparerne hver måned indbetaler til pension. Det er såkaldte *defined contribution* ordninger. De løbende bidrag betyder, at den danske pensionsformue er enorm - også i en international sammenligning. Pensionsformuen inkl. ATP er omkring 2 gange det danske BNP.

I en international rangering er det kun Nederlandene, Canada og Island, hvor niveauet af pensionsopsparingen er i nærheden af niveauet for Danmark.

Figur 1. Pensionsformuen udgør næsten 2 gange BNP, 2022

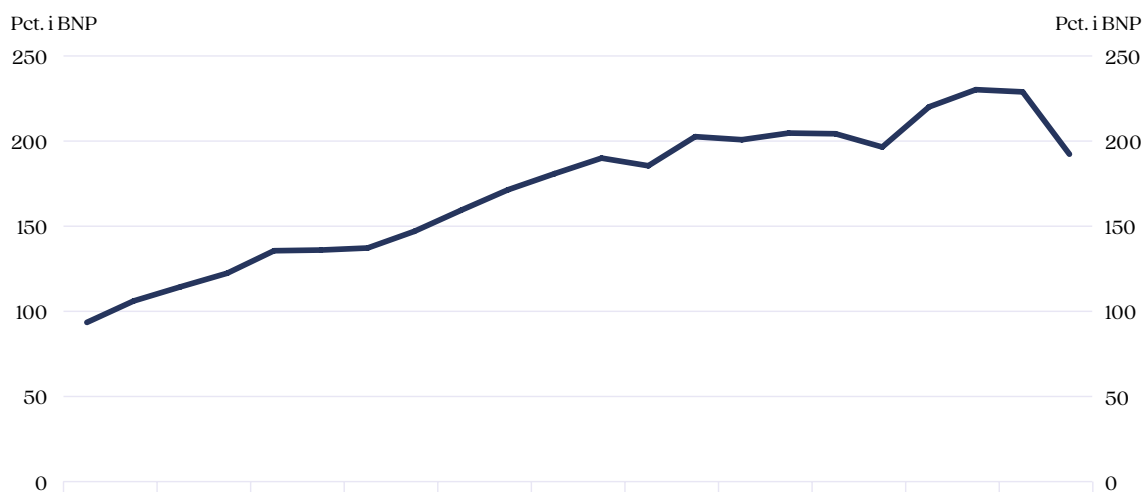


Anm.: For Danmark er pensionsformuen inkl. ATP.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af OECD.

Pensionssystemet er stadig under opbygning. Udbredelsen af arbejdsmarkedspensionerne tog for alvor fart med Fælleserklæringen fra 1987. I løbet af 1990'erne og i 2000'erne indfasede man langsomt pensionsbidragssatserne. Først fra omkring 2010 nåede man op på de aftalte bidragssatser, og der er siden sket justeringer. I de netop vedtagne offentlige overenskomster er pensionsbidraget på nogle fagområder endda sat yderligere op.

Den løbende opbygning betyder, at de årlige indbetalinger er større end udbetalingerne. Det er medvirkende til, at formuen løbende vokser. Ved årtusindskiftet udgjorde formuen omkring 100 pct. af BNP, mens den i dag er omkring 200 pct. og vil stige yderligere i de kommende år.

**Figur 2. Pensionsformuen i pct. af BNP, 2001-2022**



Anm.: Pensionsformuen inkl. ATP.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af OECD.

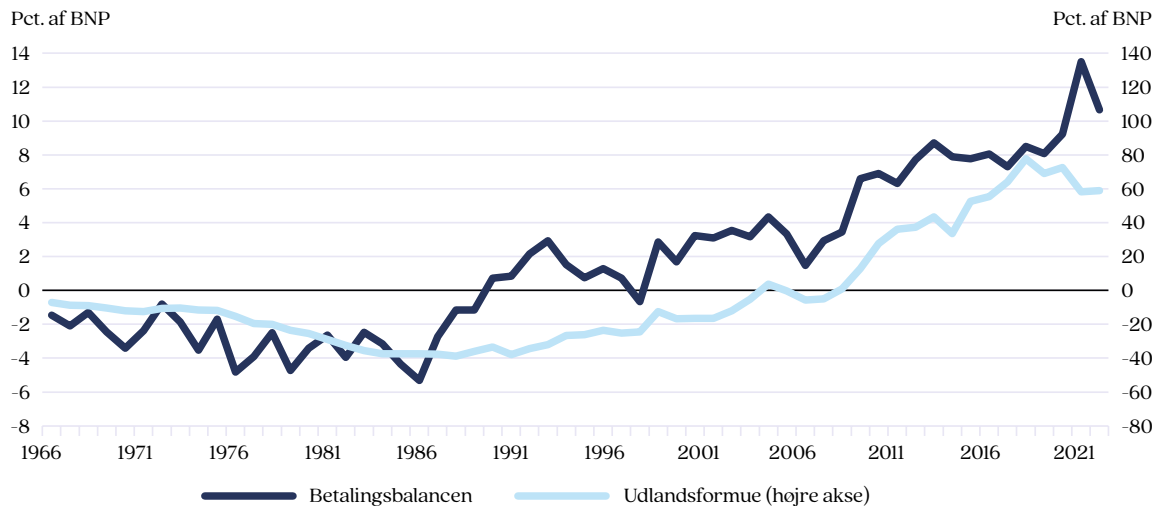
Den løbende opbygning af formuen har betydet, at den samlede opsparing i Danmark er vokset. Danmark var i 1970'erne og 1980'erne plaget af udlandsgæld og underskud på betalingsbalancens løbende poster. Men det er vendt, så Danmark i dag er et land med udlandsformue.

Der er flere positive bidrag til betalingsbalancen. Danmark har en positiv nettoeksport, hvilket giver overskud på vare- og tjenestebalancen. Den offentlige gæld er faldende, og isoleret set reducerer det rentebetalingerne til udlandet. Sidst, men ikke mindst, betyder pensionsformuen, at der er store afkast af investeringerne i udlandet, som flyder tilbage til Danmark.

Tilsammen betyder et stærkt og konkurrencedygtigt erhvervsliv, sunde offentlige finanser og en stor og voksende pensionsformue, at dansk økonomi i dag er stærk og robust.

Betalingsbalancen har ikke været negativ i dette årtusinde. Siden 1990 har der kun været underskud i 1998. Udlandsgælden er vendt til en udlandsformue. Udlandsformuen er i dag på ca. 60 pct. af BNP.

Figur 3. Fra gæld til formue



Anm.: Betalingsbalancens (løbende poster) er opgjort ved nettofordringsherhvervelsen som også indeholder kapitalposter, som i betydning er negligerbare.  
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM databank og egne beregninger.

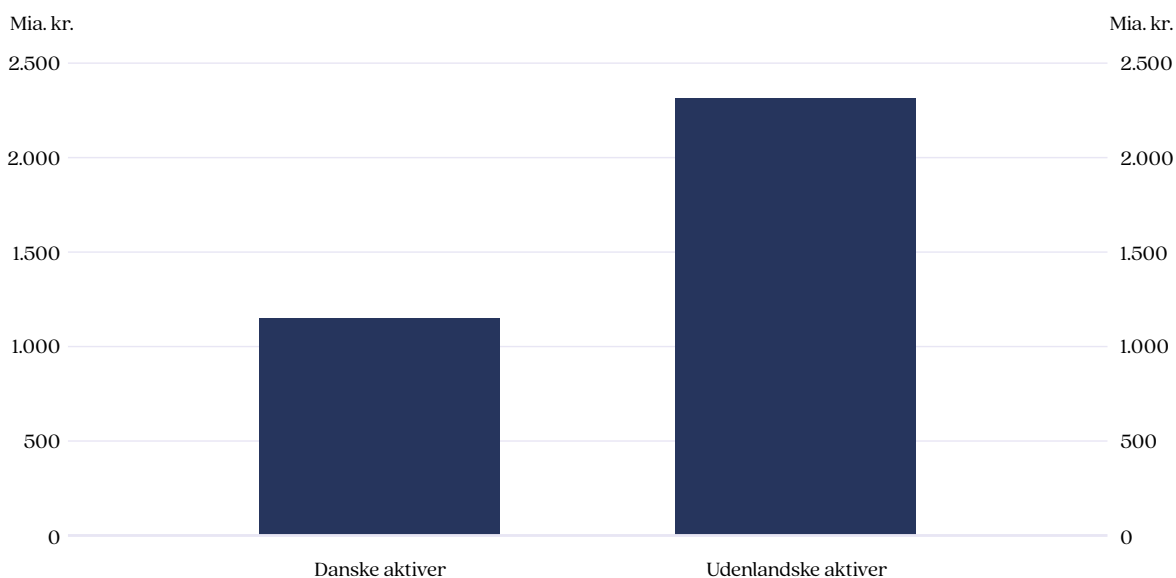
Pensionsinvesteringerne i udlandet bidrager - isoleret set - til en udlandsformue på over 100 pct. af BNP. Så uden investeringerne af pensionsformuen i udlandet ville Danmark fortsat have udlandsgæld.

### Investeringernes afkast og placering

Pensionsselskabernes fornemste opgave er at sikre pensionsopsparerne de bedste afkast under hensyn til investeringsrisikoen. Derfor er pensionsformuen investeret i forskellige aktiver og forskellige lande. Porteføljen er diversificeret for at opnå et passende forhold mellem afkast og risiko.

Pensionsselskabernes investeringer (ekskl. ATP) udgjorde ved udgangen af 2023 ca. 3.500 mia. kr. En tredjedel svarende til 1.200 mia. kr. er investeret i Danmark, mens de resterende 2/3 svarende til 2.300 er investeret i udlandet.

Figur 4. To tredjedele er investeret i udlandet



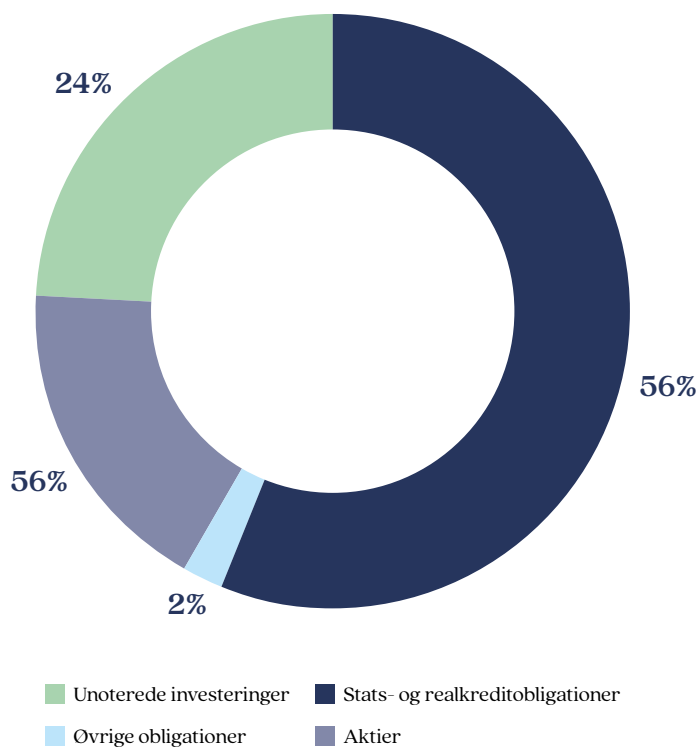
Anm.: Investeringsaktiver ultimo 4. kv. 2023.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af F&P's investeringsstatistik.

Hvis man holder investeringerne i Danmark op mod investeringsmulighederne på de globale finansielle markeder, så er det en relativ stor del af pensionsformuen, som er investeret i Danmark. Med andre ord har pensionssekskabernes porteføljer en *home bias*. Det er imidlertid ikke nødvendigvis i modstrid med at have en diversificeret portefølje.

Det kan være en fordel for danske pensionssekskaber at investere i danske aktiver sammenlignet med udenlandske investorer. En fordel for danske pensionssekskaber, ved at investere i danske aktiver, kan være, at investeringsomkostningerne ved at investere i danske aktiver er lavere. Det kan fx skyldes, at de danske pensionssekskaber, som investorer, har et større kendskab og mere viden om det danske marked og derfor behøver færre ressourcer for at træffe investeringsbeslutninger om danske aktiver.

Investeringsmulighederne i danske aktiver er domineret af obligationer. Pensionssekskaberne investerer betydeligt i både danske statsobligationer og realkreditobligationer. Det er aktiver med en relativ lav risiko og sikre afkast. Over halvdelen af investeringerne i danske aktiver svarende til ca. 650 mia. kr. er i danske stats- og realkreditobligationer. Den næststørste aktivklasse af danske investeringer består af unoterede aktiver. Blandt de unoterede investeringer er ejendomme den største aktivklasse. De danske pensionssekskaber har investeringer for mere end 200 mia. kr. i danske ejendomme. Det er blandt andet ejendomme, som udlejes til fx pensionssekskabernes medlemmer.

Figur 5. Fordeling af danske aktiver



Anm.: Ultimo 4. kvrt. 2023. Øvrige obligationer er Investment grade obligationer, High-yield obligationer og Emerging markets statsobligationer. Aktier er globale aktier og Emerging markets aktier. Unoterede investeringer er Private equity, Infrastruktur, Ejendomme og Hedgefonde.

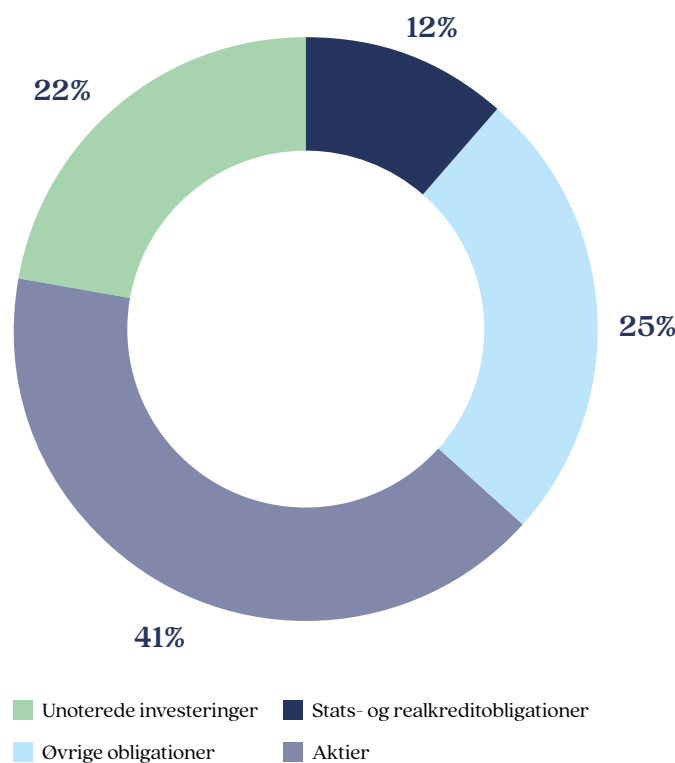
Kilde: Egne beregninger på baggrund af FØPs investeringsstatistik.

De danske pensionsselskaber ejer danske noterede aktier for 200 mia. kr. En opgørelse fra Nationalbanken viser, at knap 100 mia. kr. er ejerskab af selskaber i C25-indekset. Det svarer til, at pensionsselskaberne ejer omkring 2 pct. af værdien af selskaberne i C25-indekset.

Den danske pensionsformue er dog så stor, at det er umuligt at investere det hele i Danmark, hvis investeringerne skal være tilpas diversificerede.

Sammensætningen af investeringerne i udenlandske aktiver er anderledes end sammensætningen af danske aktiver. Den største aktivklasse blandt udenlandske investeringer er (noterede) aktier. I alt omkring 950 mia. kr. er investeret i udenlandske aktier (globale aktier og emerging market aktier). Ved udgangen af 2023 udgør udenlandske stats- og realkreditobligationer med en værdi på ca. 270 mia. kr. blot 12 pct. af de udenlandske investeringer.

Figur 6. Fordeling af udenlandske aktiver



Anm.: Ultimo 4. kvl. 2023. Øvrige obligationer er Investment grade obligationer, High-yield obligationer og Emerging markets statsobligationer. Aktier er globale aktier og Emerging markets aktier. Unoterede investeringer er Private equity, Infrastruktur, Ejendomme og Hedgefonde.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af F&Ps investeringsstatistik.

## De største investeringslande

Hver tredje krone, som er sparet op til pension i pensionsselskaberne, er investeret i Danmark. Når investeringerne fordeles på lande, indgår ATP også i opgørelsen. ATP har også betydelige investeringer i Danmark. Når ATP inddrages, er det knap 2.000 mia. kr., som er investeret i Danmark svarende til 44 pct. af de investerede midler.



Uden for Danmarks grænser er USA det største investeringsland, hvor næsten 25 pct. svarende til ca. 1.000 mia. kr. af pensionsformuen er investeret. Herefter følger Tyskland, hvor der er investeringer for ca. 250 mia. kr.

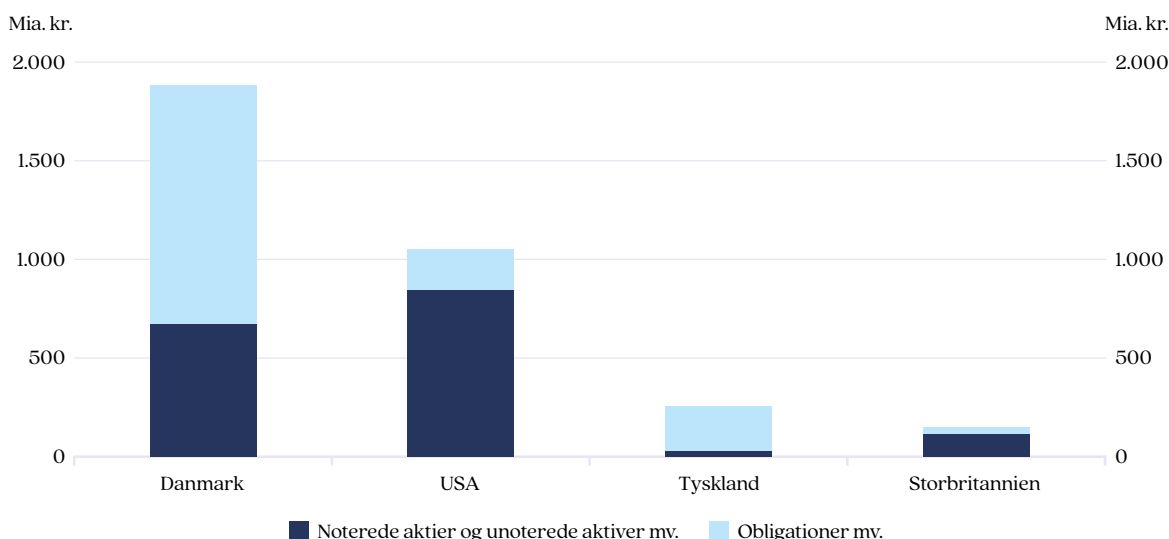
Tabel 1. De tre største investeringslande uden for Danmark

Investeringer		
	Mia. kr.	Pct.
Danmark	1.952	44
USA	1.049	23
Tyskland	259	6
Storbritannien	148	3
Øvrige lande	1.069	24
<b>I alt</b>	<b>4.478</b>	<b>100</b>

Anm.: Forsikrings- og pensionselskaber inkl. ATP.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af Nationalbanken.

Der er stor forskel på aktivsammensætningen på tværs af lande. Investeringerne i USA er primært i noterede aktier, hvilket hænger sammen med, at det amerikanske aktiemarked er verdens største. Det bemærkes, at investeringerne i aktier, som er noteret i USA, kan være i store multinationale selskaber eller udenlandske selskaber, som er noteret i USA. Investeringerne i Tyskland er derimod overvejende i statsobligationer og andre obligationer. Investeringerne i Storbritannien er også altovervejende i aktier mv.

Figur 7. Investeringer på tværs af lande og aktivklasser



Anm.: Opgjort ultimo 2023. Forsikrings- og pensionselskaber inkl. ATP. Noterede aktier og unoterede aktiver er inkl. ikke-gennemlyste investeringsforeningsbeviser.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af Nationalbanken.

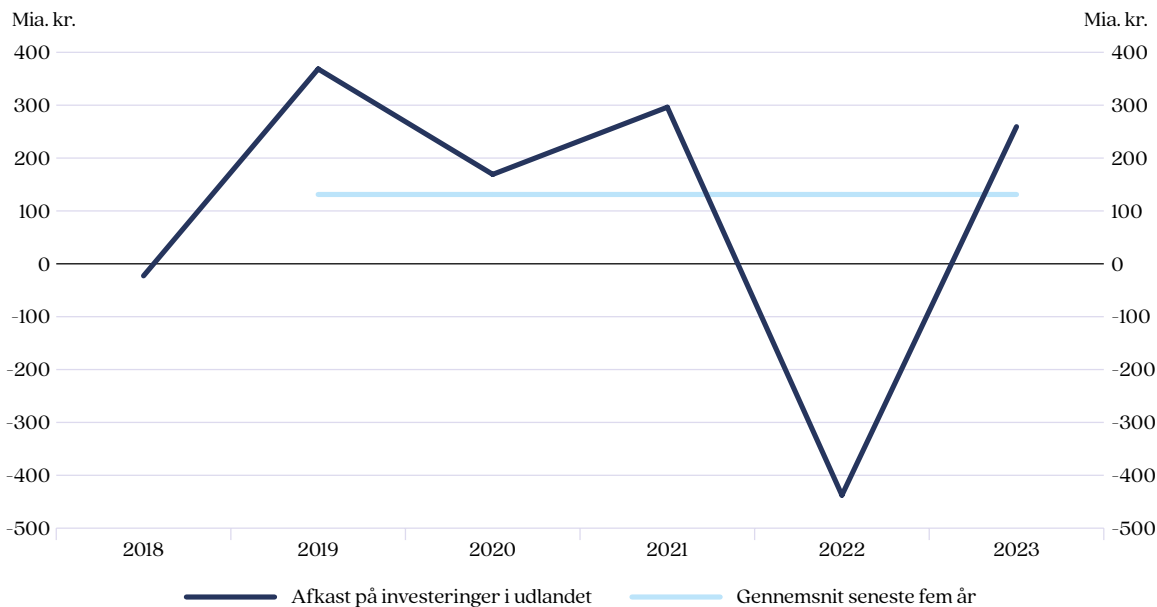
Forskelle i sammensætningen af investeringerne på tværs af lande afspejler blandt andet investeringsmulighederne i de enkelte lande samt behovet for at sammensætte en diversificeret portefølje, der sikrer sammenhæng mellem afkast og risiko.

## Bidrag til en sund samfundsøkonomi

Pensionsinvesteringerne i udlandet har også en positiv effekt på samfundsøkonomien.

De udenlandske pensionsinvesteringer bidrager til, at Danmark har en positiv udlandsformue. Afkastet af formuen har de seneste fem år været på 131 mia. kr. om året i gennemsnit. Afkastet består blandt andet af kursændringer på aktier og obligationer samt udbytter og rentebetalinger.

**Figur 8. Afkast på udenlandske investeringer**



Anm.: Forsikrings- og pensionselskaberne (inkl. ATP) samlede afkast (inkl. værdireguleringer) af investeringer i udlandet.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af Nationalbanken.

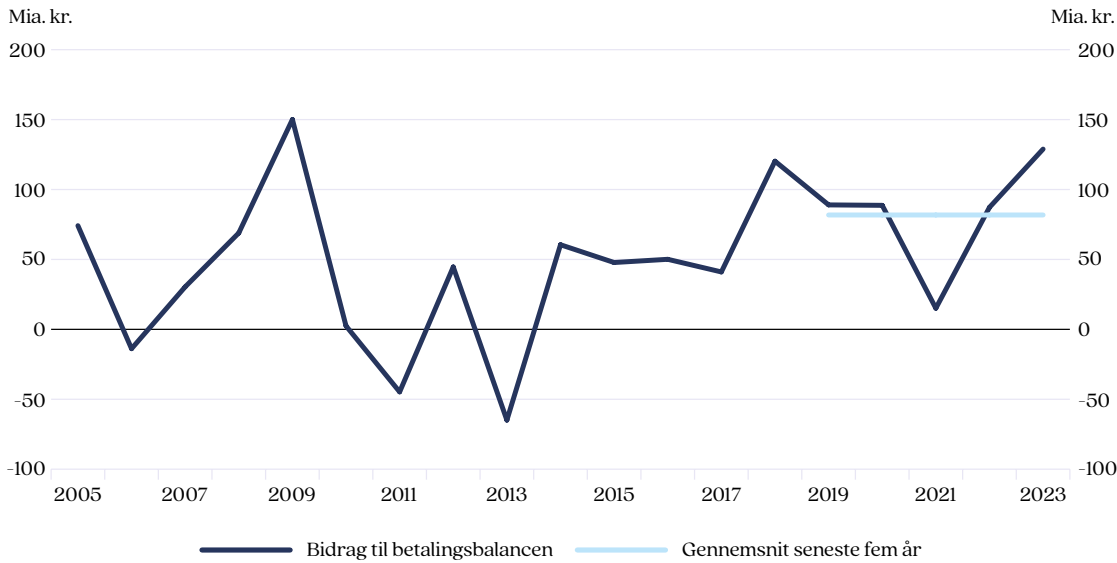
Det afkast på udenlandske investeringer, som realiseres, bidrager til betalingsbalancens løbende poster og indgår som en del af de finansielle poster. Det er afkast fx i form af udbyttebetalinger fra udenlandske aktier eller renteindtægter fra udenlandske obligationer. Tilsvarende opstår der kapitalstrømme fra køb og salg af udenlandske aktiver. Omvendt har værdireguleringer på udenlandske aktiver som ikke realiseres, ikke betydning for betalingsbalancen. Værdireguleringer, som kan optræde som ikke-realiserede afkast, indgår stadig i opgørelsen af udlandsformuen.

Samlet set er der tale om et betydeligt positivt bidrag til betalingsbalancen. I opgørelsen indgår transaktionerne for forsikrings- og pensionsbranchens samlede porteføljeinvesteringer bortset fra transaktioner, som skyldes derivater. Derivater er forsikringskontrakter, som typisk afdækker valutakurs- og renterisiko.

Bidraget til overskuddet på betalingsbalancen fra forsikrings- og pensionselskabernes investeringer i udlandet er størst i år, hvor der er pæne afkast og høje udbytter på aktieinvesteringer og pæne renteindtægter. Udviklingen fra år til år påvirkes også af, om der foretages køb og salg ved porteføljeomlægninger.

Over de seneste fem år har det bidraget til betalingsbalancen i form af valutaindtjening på 80 mia. kr. årligt.

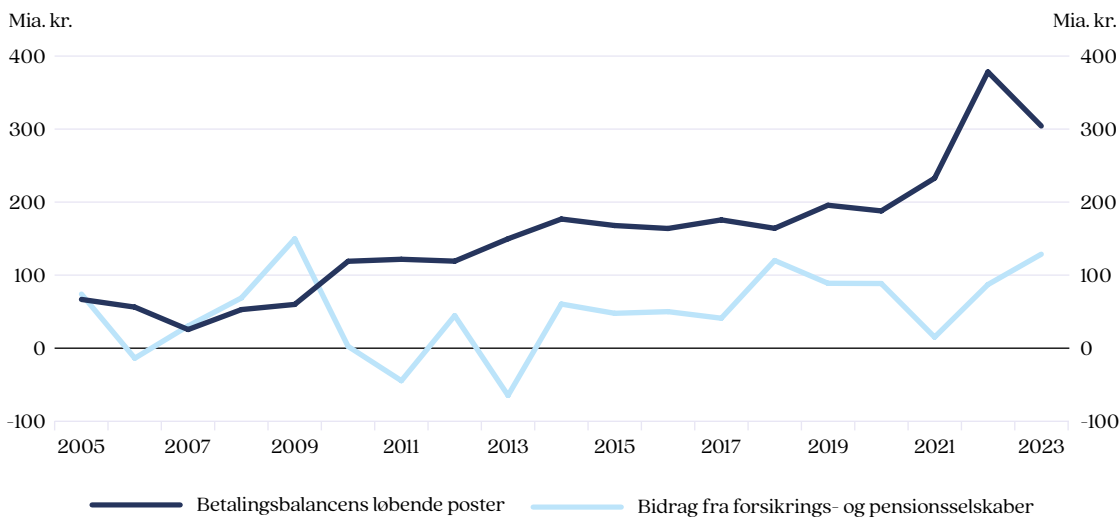
Figur 9. Bidrag til overskuddet på betalingsbalancen



Anm.: Løbende priser. Bidraget er opgjort som nettotransaktioner fra porteføljeinvesteringer i udlandet for forsikrings- og pensionselskaberne (inkl. ATP).  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af Nationalbanken.

Danmarks opsparingsoverskud overfor udlandet og positiv nettoeksport af varer og tjenester betyder, at Danmark har overskud på betalingsbalancen. På nær 2006, 2011 og 2013 har forsikrings- og pensionselskaberne bidraget positivt til overskuddet. Ser man på udviklingen siden 2015, har forsikrings- og pensionselskaberne bidraget med omkring 1/3 af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

Figur 10. Betalingsbalancen og bidrag fra forsikrings- og pensionselskaber, 2005-2023



Anm.: Løbende priser. Bidraget er opgjort som nettotransaktioner fra porteføljeinvesteringer i udlandet for forsikrings- og pensionselskaberne (inkl. ATP).  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistik og Nationalbanken.

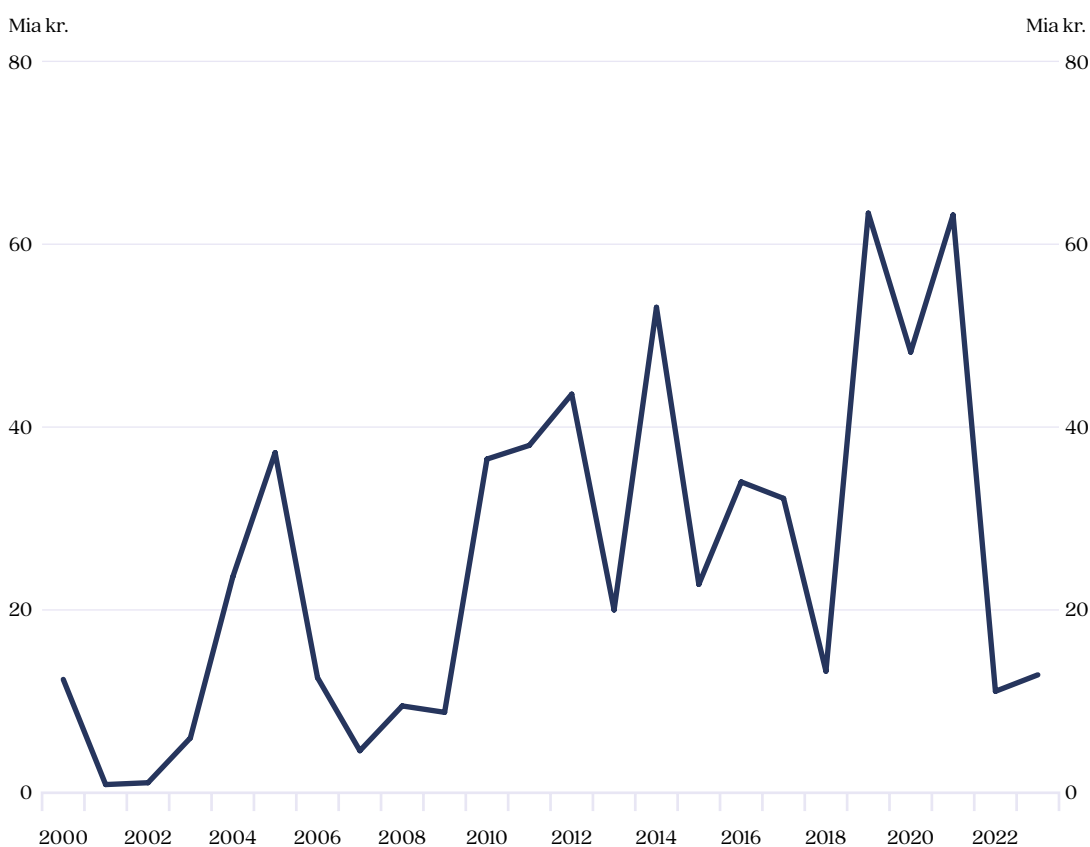
Pensionsopsparingen bidrager også til at styrke de offentlige finanser. Det årlige afkast af pensionsinvesteringerne beskattes med PAL-skatten, og pensionsudbetalingerne aflaster de offentlige finanser, når der sker modregning i offentlige indkomstafhængige ydelser. Endelig er den overvejende del af pensionsopsparingen fradragsberettiget, hvilket betyder at pensionsformuen indeholder en stor udskudt skat, som betales, når pensionsudbetalingerne beskattes. Den udskudte

skat betales af fremtidige pensionister samtidig med, at de typisk får behov for sundhedsydelse og ældrepleje. På den måde er pensionisterne med til at betale for deres eget træk på de offentlige udgifter.

Under både opsparing og nedsparing beskattes afkastet af pensionsinvesteringerne med PAL-skat, som udgør 15,3 pct. af afkastet. Grundlaget er afkast tilskrevet pensionsopsparernes pensionsdepot inkl. værdireguleringer.

I år med pæne afkast på de finansielle markeder har PAL-skatten bidraget med over 50 mia. kr. i skatteindtægter og siden år 2000 er det samlede provenu fra PAL-skatten mere end 600 mia. kr.

Figur 11. PAL-skat på mere end 600 mia. kr. siden år 2000



Anm.: Lobende priser.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistik.

## Pensionsformuen vokser, og det kræver nye investeringer

Pensionssystemet er fortsat under opbygning. Indbetalinger overstiger hvert år udbetalingerne. Der vil fortsat være positive nettoindbetalinger i en lang årrække. Samtidig vil der typisk være positive, realiserede nettoafkast i form af udbytter, renteindtægter og gevinster ved salg af aktiver, som skal geninvesteres. Tilsammen betyder positive nettoindbetalinger og geninvesterede afkast, at pensionsbranchen hvert år har et placeringsbehov og skal finde nye investeringsmuligheder. For en uændret porteføljesammensætning vil det betyde, at pensionsbranchen har behov for at investere flere midler på tværs af aktivklasser.

Siden 2015 har pensionsselskabernes placeringsbehov årligt været på ca. 80 mia. kr. Det er værd at bemærke, at denne udvikling vil fortsætte de kommende år. Geninvesterede, realiserede afkast kan variere fra år til år, men omvendt kan man med betydelig sikkerhed forudsige de årlige nettoindbetalinger. På den baggrund kan det forventes, at der også i årene fremover vil være et placeringsbehov på omkring 70 mia. kr. årligt. Frem til 2030 svarer det til ca. 500 mia. kr. Det er nye midler, som skal investeres for at opnå det bedst mulige afkast til pensionsopsparene.

Figur 12. Pensionsselskabernes placeringsbehov



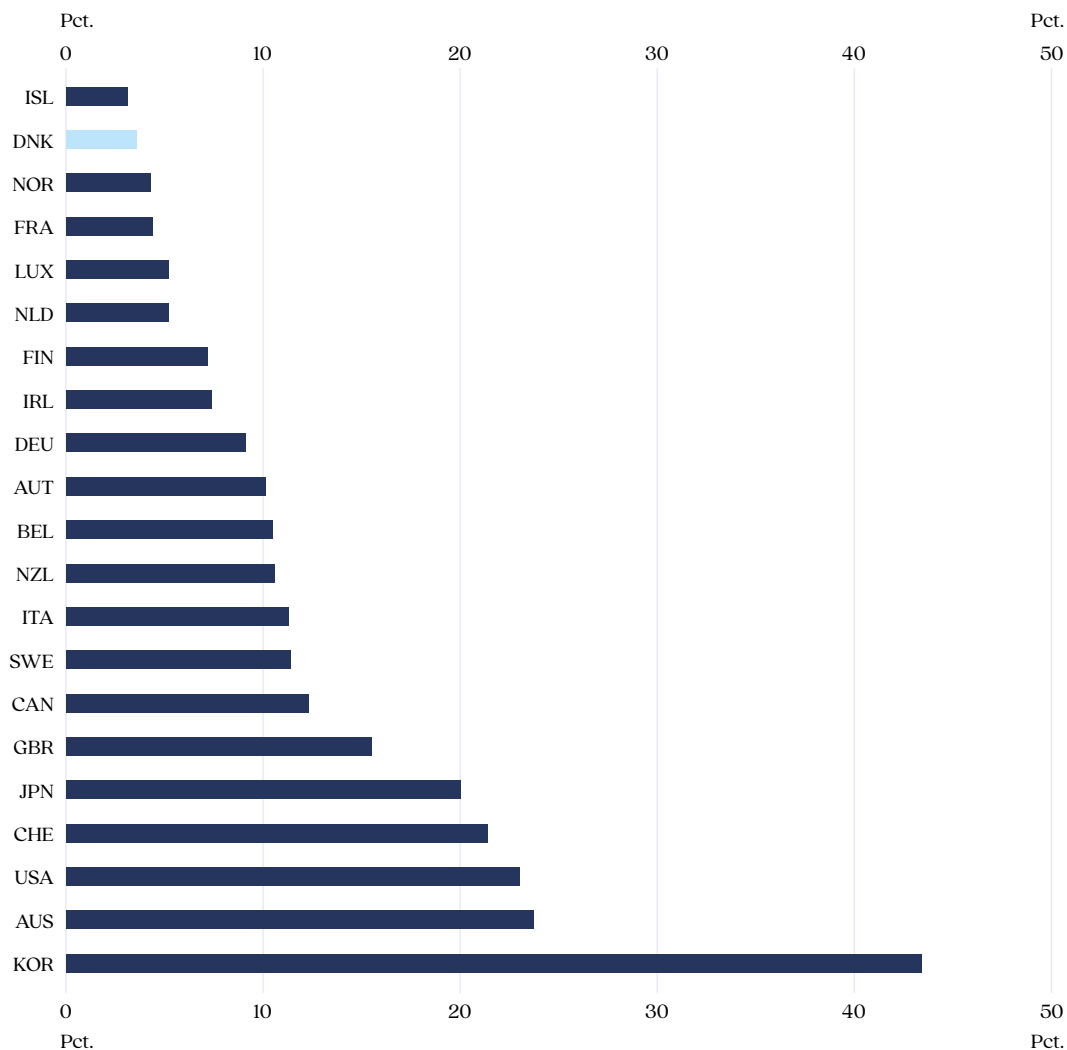
Ann.: Lobende priser. Placeringsbehovet er opgjort som pensionsselskabernes nettotransaktioner (ekskl. værdiregulering) ud af de samlede investeringer inkl. derivater. Det er værdien køb og salg samt udbytter og renter.  
 Kilde: Egne beregninger på baggrund af Nationalbanken.

## Opsparingsens betydning for danske pensionister

En af de store styrker ved det danske pensionssystem er, at langt hovedparten af pensionisterne kan se frem til en indkomst, som ikke er væsentlig lavere end indkomsten som erhvervsaktiv.

Der er i praksis meget få pensionister i Danmark, som lever under fattigdomsgrænsen. Det er også en af årsagerne til, at det danske pensionssystem roses internationalt. Alle borgere, som opfylder optjeningskravet, kan få folkepension, pensionstillæg samt ældrecheck, som tilsammen er tilstrækkeligt til at indkomsten er over fattigdomsgrænsen.

Figur 13. Pensionister, som tilhører lavindkomstgruppen



Ann.: Lavindkomstgruppen er defineret som personer med en indkomst under halvdelen af medianindkomsten i befolkningen.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af 'Fremtidssikring af et stærkt pensionssystem', Kommissionen for Tilbagetrækning og Nedslidning.

De opsparingsbaserede arbejdsmarkedspensioner og privattegnede ordninger skal sikre et passende supplement til den offentlige pension, så indkomsten som pensionist står i et rimeligt forhold til indkomsten før pension. En tommelfingerregel siger, at indkomsten som pensionist efter skat skal udgøre omkring 80 pct. af indkomsten før pension.

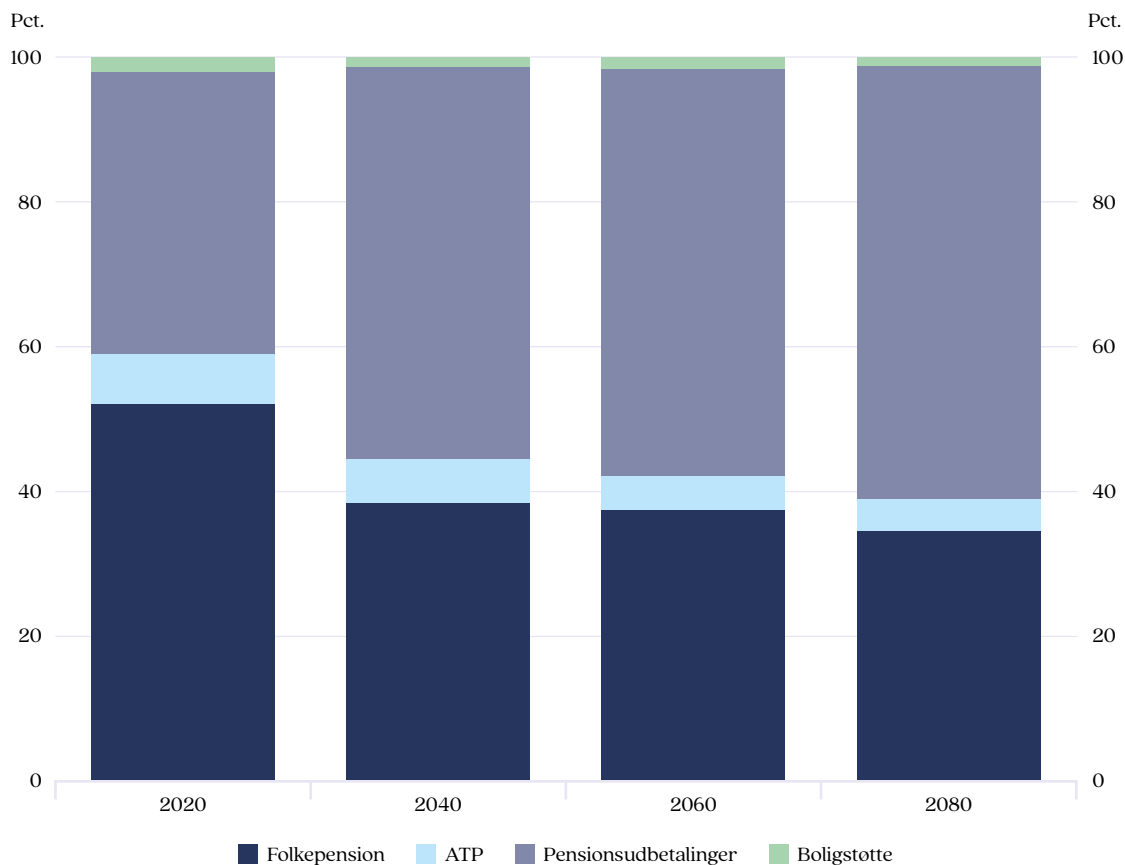
Fremover vil udbetalinger fra egne pensioner fylde mere og mere i indkomstgrundlaget for pensionisterne. Det vil øge indkomsterne blandt fremtidens pensionister sammenlignet med pensionisterne i dag og vil samtidig aflaste de offentlige finanser.

Opgjort ved gennemsnitsindkomster udgør folkepensionen halvdelen af indkomsten for pensionister i dag. Den anden halvdel består af udbetalinger fra ATP og egne pensioner, samt boligstøtte.

I takt med modningen af pensionssystemet, hvor flere pensionister har sparet op til pension i hele arbejdslivet og med fuldt indfasede bidragssatser, så vil indkomsten fra egne pensioner udgøre en større andel af indkomsten som pensionist. Dermed er afkastene af pensionsinvesteringerne også afgørende for pensionisternes økonomi både i dag og ikke mindst i fremtiden.

I 2040 vil over halvdelen af indkomsten som pensionist være udbetalinger til egen pension. Fremskrivningen peger på, at i 2080 vil 60 pct. af indkomsten være udbetalinger fra egne, opsparingsbaserede pensioner.

Figur 14. Sammensætning af pensionsindkomsten



Anm.: Indkomst blandt pensionister tre år efter folkepensionsalderen. Der er set bort fra kapitalindkomst og personer med erhvervsindkomst.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af 'Fremtidssikring af et stærkt pensionssystem', Kommissionen for Tilbagetrækning og Nedslidning.