

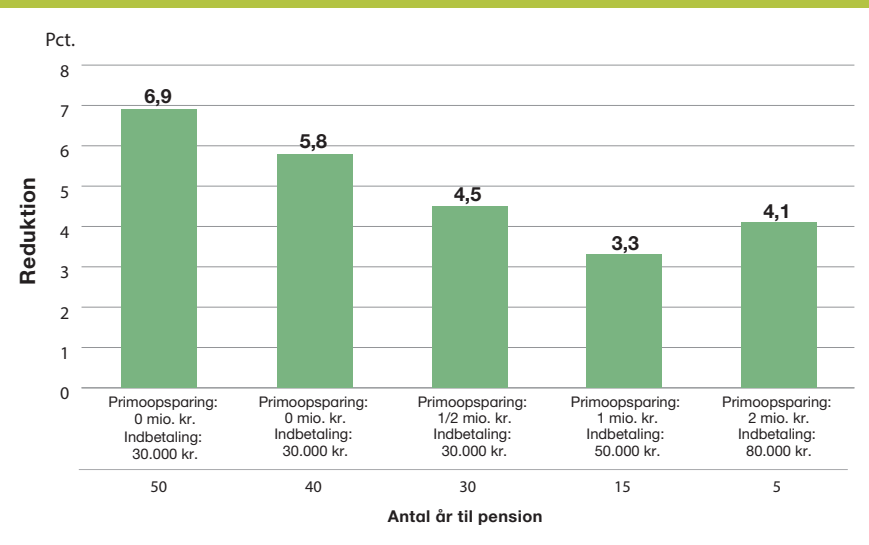
## Lavere fremtidige afkast på private pensioner bliver kompenseret af højere offentlig pension

De seneste 30-40 års historisk gode afkast på investeringer er ifølge eksperter ved at være slut. Nye prognoser for afkast på aktier og obligationer viser, at pensionsopsparende har udsigt til lavere pension den dag, de forlader arbejdsmarkedet, end man tidligere har forventet. Konkret kan det betyde for en 25-årig, som trådte ind på arbejdsmarkedet i 2019, at pensionen bliver 6,9 pct. lavere end tidligere antaget, viser beregninger fra Forsikring og Pension. For personer 5 år fra pensionsalderen betyder de lavere forventede afkast en reduktion på 4,1 pct. På grund af samspilseffekten mellem offentlige og private pensioner reduceres nettoindkomsten dog kun med hhv. 1,6 pct. og 1,4 pct. i de to eksempler.

Pensionsbranchen har i nogle år forventet, at de høje afkast, vi har observeret de seneste 10 år, ikke vil kunne fortsætte i fremtiden. Blandt andet derfor bad brancheorganisationerne Forsikring og Pension og Finans Danmark i foråret 2018 uafhængige eksperter fra CBS, Aarhus Universitet og Finansiell Stabilitet om at fastsætte de fremtidige forudsætninger til brug for pensionsprognoser – de såkaldte samfundsforudsætninger.

Det uafhængige og sagkyndige eksperthold, der fik navnet Det Sagkyndige Råd, fandt frem til, at forventningerne til af-

**Figur 1 – Effekten af de nye forudsætninger på pensionsopsparingen ved forskellige antal år til pension**



*Note: Beregningen viser reduktionen i pensionsudbetalingen ved at anvende samfundsforudsætningerne fra hhv. 2018 og 2019, for personer med forskellige antal år til pension. For personer med 30-50 år til pension er antaget en årlig indbetaling på 30.000 kr. For personer med 15 og 5 år til pension antages en årlig indbetaling på hhv. 50.000 kr. og 80.000 kr. For personer med mindre end 40 år til pension antages det, at de har en primoopsparing, sådan at effekten af de ændrede samfundsforudsætninger kun påvirker den resterende periode frem til pensionstidspunktet.*

*Kilde: Forsikring og Pension 2019 "Nye prognoseforudsætninger – konsekvenser for pensionsopsparende".*

kastet på aktier og obligationer skulle nedjusteres i prognoser gældende fra 2019 og frem. Nedjusteringen er i tråd med de gradvise nedjusteringer, der er blevet lavet af samfundsforudsætningerne de sidste 10-15 år. I nedjusteringen i

2019 har man dog også nedjusteret forventningen til afkastet på langt sigt. Det langsigtede afkast på obligationer blev nedjusteret fra 4 pct. til 3,5 pct., og det langsigtede afkast på aktier blev nedjusteret fra 7 pct. til 6,5 pct. Ved fx en gen-

nemsnitlig investering med 50 pct. obligationer og 50 pct. aktier betyder de nye afkastforudsætninger, at det langsigtede nominelle afkast falder fra 5,5 pct. til 5 pct. Det svarer til en reduktion på omkring en tiendedel.

Nedjusteringen i forventningerne til fremtidigt afkast ser ikke umiddelbart dramatisk ud, men det ser lidt anderledes ud, når man justerer afkastet for en række forhold som skat på investeringsafkast, administrations- og investeringsomkostninger samt det forhold, at pensionerne helst skal kunne bevare købekraften. Ser man derfor i stedet på realafkastet efter skat, omkostninger og inflation, så reduceres afkastet fra 2,3 pct. til 1,88 pct. Det svarer til en reduktion på omkring en femtedel, og det har en mærkbar effekt på den opsparede pension, når man ser på effekten over et helt arbejdsliv.

#### Antal år til pensionering er afgørende for reduktionen

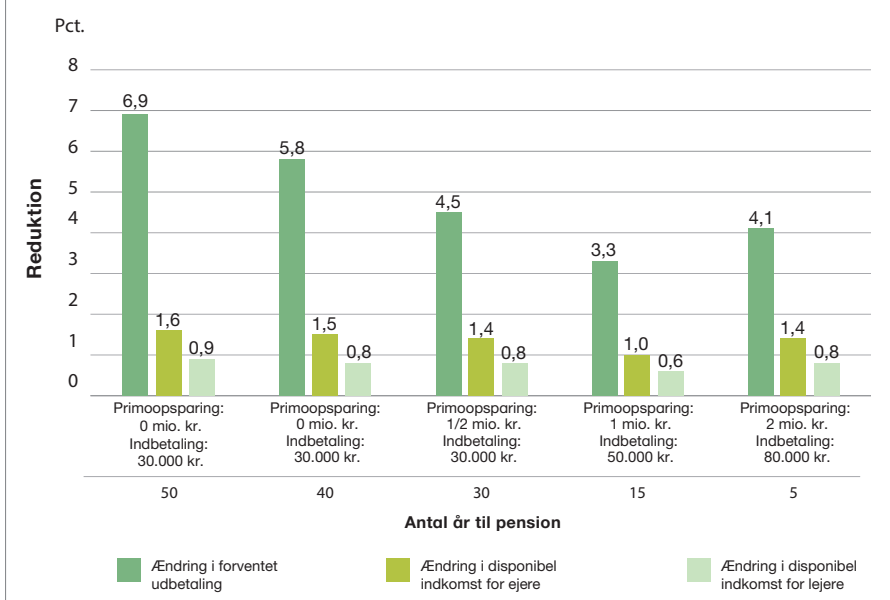
Når forventningerne til det fremtidige afkast på pensionsopsparingen ændres, bliver afstanden til pensioneringstidspunktet naturligvis afgørende for den samlede effekt af ændringen. Jo tættere pensionsopsparereren er på pensionsalderen, jo mindre bliver effekten. Dette skyldes, at der er færre år, hvor opsparereren "mister" effekten af renters-rente fra de højere forventede afkast, man havde tidligere.

Hvis pensionsopsparereren er 5 år fra pensionsalderen, så er der udsigt til at den opsparede pension falder med 4,1 pct. i modelberegningen. Har pensionsopsparereren derimod et helt arbejdsliv på 50 år foran sig, så kan værdien af pensionen forventes at falde med 6,9 pct. - som det ses i Figur 1.

#### Offentlig pension mindsker nedgangen

Det danske pensionssystem er indrettet således, at jo mindre egen pensionsopsparing man har, jo mere offentlig pension er der udsigt til - og omvendt. Dette

**Figur 2 - Effekten af de nye forudsætninger på nettoindkomsten ved forskellige antal år til pension**



Note: Beregningen viser reduktionen i pensionsudbetalingen og nettoindkomsten ved at anvende samfundsforudsætningerne fra hhv. 2018 og 2019, for personer med forskellige antal år til pension. For personer med 30-50 år til pension er antaget en årlig indbetaling på 30.000 kr. For personer med 15 og 5 år til pension antages en årlig indbetaling på hhv. 50.000 kr. og 80.000 kr. For personer med mindre end 40 år til pension antages det, at de har en primoopsparing, sådan at effekten af de ændrede samfundsforudsætninger kun påvirker den resterende periode frem til pensionstidspunktet.

Kilde: Forsikring og Pension 2019 "Nye prognoseforudsætninger - konsekvenser for pensionsopparerne".

skyldes, at private skattepligtige indkomster modregnes i bl.a. folkepensionen, ældrecheck og boligydelse. Når der er udsigt til, at størrelsen på pensionsopsparerens egen pension falder, så stiger udbetalingen af de offentlige pensioner typisk.

Modregningen i de offentlige pensionsydelse, når der sker ændringer i egne pensioner, afhænger af, hvilke ekstra pensionsydelse en person er berettiget til ud over folkepensionen, og hvor meget man selv har sparet op. Hvis pensionsopsparereren "kun" er berettiget til folkepension, så bliver kompensationen mindre, end hvis personen også er berettiget til ældrecheck og boligydelse, fordi man modtager mere af disse ydelser jo mindre privat pension, man kommer med.

Hvordan, de fremtidige lavere afkast på pensionsopsparingen kompenseres af

højere offentlige pensioner, ses i Figur 2. For eksempel reduceres indkomsten for en person med udsigt til 50 års opsparing med 6,9 pct., som det blev illustreret i Figur 1. Samspejlet med de offentlige pensioner betyder imidlertid, at pensionistens nettoindkomst kun reduceres med 1,6 pct., hvis personen udelukkende er berettiget til folkepension. Er pensionisten også berettiget til ældrecheck og boligydelse, så reduceres den samlede nettoindkomst kun med 0,9 pct. Den relative mindre nedgang i nettoindkomsten ses også for beregningerne for personer tættere på pensionsalderen.

Den markant mindre effekt, når man ser på nettoindkomsten, skyldes dog ikke alene, at pensionisten får mere offentlig pension. Det hænger også sammen med, at de private pensionsudbetalinger kun udgør en andel af den samlede indkomst. Så ændringen i de private pensi-

onsudbetalinger vil ikke slå igennem 1:1 på nettoindkomsten, da de andre indkomstkompenerter jo ikke er faldet.

### De høje afkast over de sidste 30 år vil formentlig ikke blive gentaget

Afkastet på obligationer over de sidste 30 år har formentlig været overnormalt højt i forhold til, hvad man kan forvente i fremtiden. Betragter man eksempelvis udviklingen i den effektive rente på lange amerikanske statsobligationer i perioden 1945 til 1980, så var perioden kendetegnet ved, at den effektive rente steg fra ca. 3 pct. til ca. 14 pct., samtidig med at det gennemsnitlige årlige afkast lå på ca. 2 pct. Siden 1980 og frem til i dag er den effektive rente derimod faldet tilbage til omkring 2 pct., og i denne periode har det gennemsnitlige årlige afkast været på ca. 9 pct. Da renterne ikke kan falde ret meget fra deres nuværende lave niveau på 2 pct., konkluderer Det Sagkyndige Råd i deres analyse, at det er svært at se, at de høje afkast fra obligationer gennem de seneste 30-40 år kan fortsætte, og at de forventer, at vi står over for en periode med lave afkast fra obligationer.

Formanden for Det Sagkyndige Råd, Jesper Rangvid, siger desuden følgende, om årsagerne til at rådet forventer lavere realrenter på lang sigt:

”Det langsigtede afkast fra obligationer afhænger af den langsigtede realrente – renten efter inflation – som i sig selv afhænger af den langsigtede vækst i produktiviteten. Gennem de seneste årtier er raten, hvormed der sker produktivetsfremgang i de fleste lande i den vestlige verden, faldet. Produktivetsvæksten forventes ligeledes fremover at være lavere end vi historisk har været vant til. Læg dertil at renten aktuelt er historisk lav og at meget tyder

### Ny tilgang til beregning af samfundsforudsætninger

Forsikring & Pension og Finans Danmark indgik i marts 2018 en aftale om at nedsætte et uafhængigt og sagkyndigt råd, som skal fastsætte de samfundsforudsætninger, der siden 2005 er blevet brugt til pensionsprognoser, jf. vejledning fra Finanstilsynet. Rådet skal fastsætte beregningsforudsætninger for pensionsprognoser fra og med 2019. Formålet er at sikre den højest mulige troværdighed om prognoserne.

Rådet skal fremadrettet årligt fastsætte de kortsigtede forudsætninger for afkast mv. på basis af input fra tre forskellige ekspertkilder (internationale finanshuse, mægler-virksomheder el.lign.). Rådet skal i fremtiden årligt vurdere de langsigtede forudsætninger på basis af den relevante forskningslitteratur på området.

De fælles forudsætninger, som medlemmer af både Forsikring & Pension og Finans Danmark bruger, er finansielle afkast, inflation og PAL-skat. Forsikring & Pension har desuden bedt Det Sagkyndige Råd om at beregne branchefælles investeringsomkostninger baseret på historiske omkostninger.

Det Sagkyndige Råd består af CBS-professor Jesper Rangvid, Aarhus-professor Torben M. Andersen samt formand for Finansiell Stabilitet, Peter Engberg Jensen.

på, at der de næste mange år vil være forholdsvis stor opsparing globalt set, blandt andet som følge af ændringer i aldersfordelingen i befolkningen med flere ældre. Stor opsparing er med til at holde renten nede. På denne baggrund forventer vi, at realrenten fremover vil ligge på et forholdsvis lavt niveau. De nye samfundsforudsætninger afspejler dette.”

I fremtiden forventes der også lavere afkast på aktier, og det er der flere forhold, der er medvirkende til.

Om det siger ATP's fondsdirektør Kasper Ahrndt Lorenzen:

”Der er både empirisk og teoretisk grundlag for, at risikopræmien - kompensationen for at eje aktier - varierer over tid, kontracyklisk med de økonomiske konjunkturer. Således er kompensationen for at eje aktier typisk relativt høj

på bunden af en lavkonjunktur og lav, når økonomien 'boomer', og ledigheden er lav. Den relativt højere kompensation under en lavkonjunktur hænger sammen med, at risikoaversionen typisk er højere her end under en højkonjunktur. Dette vil formentlig også være tilfældet fremadrettet. Risikopræmien på aktier var for eksempel højere tilbage i 2009 lige efter finanskrisen, hvor ledigheden var høj og realindkomsten var faldende, end den er i dag, hvor verdensøkonomien er i højkonjunktur og risikovilligheden er høj. Vi forventer således at se et fald i det fremtidige reale aktieafkast relativt til de høje afkast, vi har oplevet over de sidste 10 år. Effekten af en cyklisk lav risiko-præmie på aktier er selvfølgelig størst på en 5-10 års horisont, men vil også have indflydelse på det gennemsnitlige afkast over de næste 20-30 år”.

Kilder:

[www.forsikringogpension.dk/om-os/branchesamarbejde/pension/samfundsforudsætninger/](http://www.forsikringogpension.dk/om-os/branchesamarbejde/pension/samfundsforudsætninger/)

[www.forsikringogpension.dk/nyheder/nye-pensionsprognoser-pensionister-undgaar-lavere-afkast/](http://www.forsikringogpension.dk/nyheder/nye-pensionsprognoser-pensionister-undgaar-lavere-afkast/)

[www.forsikringogpension.dk/media/3589/notat-om-langsigtede-forventninger.pdf](http://www.forsikringogpension.dk/media/3589/notat-om-langsigtede-forventninger.pdf)

[www.forsikringogpension.dk/media/3606/pbr-plancher-nye-samfundsforudsætninger.pdf](http://www.forsikringogpension.dk/media/3606/pbr-plancher-nye-samfundsforudsætninger.pdf)

## Sådan er der regnet

”For at anskueliggøre effekten af ændringen i samfundsforudsætningerne på den opsparede pension har Forsikring og Pension lavet en beregning med nogle forudsætninger for et klassisk markedsrenteprodukt med mellemrisiko baseret på hhv. samfundsforudsætningerne fra 2018 og 2019. Det er disse resultater der er gengivet i figur 1 og figur 2. For at illustrerer ændringen i samfundsforudsætningerne har vi nedenfor lavet et eksempel, der illustrerer ændringerne i samfundsforudsætninger fra 2018 til 2019. Eksemplet afspejler ikke Forsikring og Pensions konkrete antagelser.

Hvad	Kort sigt		Lang sigt	
	Sats 2018 pct.	Sats 2019 pct.	Sats 2018 pct.	Sats 2019 pct.
Periode	1-4 år	1-10 år	5+ år	11+ år
Inflation	1	1,8	2	2
Arbejdsmarkedsbidrag	8	8	8	8
PAL-skat	15,3	15,3	15,3	15,3
Afkast af obligationer og pantebreve før skat	2	1,4	4	3,5
Afkast af aktier og fast ejendom før skat	5	4,3	7	6,5
Investeringsomkostninger obligationer (2018 antages = 2019)	0,22	0,22	0,22	0,22
Investeringsomkostninger aktier (2018 antages = 2019)	0,5	0,5	0,5	0,5
Nominelt afkast (50 pct. obligationer og 50 pct. aktier)	3,5	2,85	5,5	5
Afkast efter PAL-skat (50 pct. obligationer og 50 pct. aktier)	2,96	2,41	4,66	4,24
Afkast efter Pal-skat og omkostninger (50 pct. obligationer og 50 pct. aktier)	2,60	2,05	4,30	3,88
Realafkast efter PAL-skat og omkostninger (50 pct. obligationer og 50 pct. aktier)	1,60	0,25	2,30	1,88

Note: I ovenstående illustration, har vi valgt en vægtning af obligationer på 50 pct. og aktier på 50 pct. I de reelle beregningerne fra Forsikring og Pension anvendes en differentieret fordeling af obligationer og aktier over alder, som svarer til en mellemrisiko profil. Det betyder, at aktieandelen gradvis falder med alderen. Derfor varierer afkastet og investeringsomkostningerne også over alder.

Beregningerne afspejler en forventet gennemsnitseffekt idet effekten vil være variere efter, hvornår i en konjunktur man indtræder på arbejdsmarkedet, og hvornår man træder tilbage fra arbejdsmarkedet.

Realrenten henviser til den nominelle rente korrigeret for inflationen.

Den effektive rente er afkastet, man opnår, hvis man holder obligationen til udløb. Afkastet er beregnet med en antagelse om en varighed på 9 år.

Risikopræmien på aktier (også kaldet equity risk premium) er den præmie på afkast, som aktiemarkedet giver over den risikofrie rente, såsom en 10-årig statsobligation.

Det årlige obligationsafkast for perioden 1945 til i dag er udregnet approksimativt som den effektive rente fratrukket varigheden multipliceret med den årlige ændring i den effektive rente. Varigheden giver ændringen i kursværdien i obligationen ved en ændring i obligationens effektive rente på et procentpoint. Afkastene er beregnet under en antagelse om en varighed på 9 år.