

# Udviklingen i danskernes pensionsformuer

I denne analyse ser vi nærmere på udviklingen i pensionsformuerne i Danmark igennem de sidste årtier. Det gør vi i et forsøg på at give et mere retvisende billede af udviklingen i pensionsformuerne end det Berlingske fremlagde i deres artikel fra d. 4. august i år – ”Din tvangsopsparing i ATP falder markant. Ekspertter efterlyser handling”.

I Berlingskes artikel viste man, at den samlede pensionsformue var faldet med 9 pct. i 2022 i branchen ekskl. ATP og med 30 pct. i ATP. Derefter viste man også udviklingen fra 2017 til 2022, og konkluderer, at den gennemsnitlige opsparing i ATP faldt med 15 pct. i perioden, mens den i resten af branchen var steget med 16 pct.

Analysen i Berlingske opgør udviklingen i pensionsformuerne på en måde, som gør, at resultaterne ikke kan bruges til at sige noget om udviklingen i danskernes pensionsformuer i ATP i forhold til resten af branchen. De tre grundlæggende problemer i analysen i Berlingske er, a) at man ikke forholder sig til forskellen i modningsgraden af ATP-ordningen og søjle 2- og 3-ordningerne – det overvurderer den relative værditilvækst i søjle 2 og 3 ordningerne, b) at man ikke forholder sig til, at ATP-ordningen er en garanteret ordning, mens de fleste ordninger i søjle 2 og 3 er ugaranterede - medlemmernes garantier er upåvirkede af, om renterne, og dermed værdien af forpligtigelserne, stiger eller falder, og c) at analysen lægger alt for meget vægt på det ret usædvanlige år 2022, fordi man ser på udviklingen i ét år eller i en kort periode.

Korrigerer man beregningerne for disse væsentlige problemer, så har formuen i ATP udviklet sig lige så positivt eller endda mere positivt end resten af branchen, jf. analysen nedenfor.

## Man kan ikke sammenligne udviklingen i en fuldmodnet ordning med ”nye” ordninger

Når man sammenligner udviklingen i pensionsformuerne over tid for forskellige typer af pensionsordninger, så er der flere forhold, der har betydning for, om udviklingen i pensionsformuerne kan sammenlignes én til én. En af dem er om de ordninger, man sammenligner, er på samme modningsstadium, dvs. om indbetalingerne er større end udbetalingerne, eller om det modsatte gør sig gældende.

I den sammenligning skal man være opmærksom på, at ATP-ordningen (stort set)<sup>1</sup> er en såkaldt fuldmodnet ordning, dvs. at alle årgange (også blandt pensionisterne) har haft mulighed for at indbetale det fulde ATP-bidrag til pensionsordningen, i alle de år de har været på arbejdsmarkedet. Fordi ATP er en fuldmodnet ordning, så er udbetalingerne større end indbetalingerne. I 2022 blev der indbetalt 12<sup>2</sup> mia. kr. til ATP-ordningen, mens der blev udbetalt 18<sup>3</sup> mia. kr.

Ser man derimod på arbejdsmarkedspensionerne (søjle 2) og de individuelle ordninger (søjle 3), så er en meget stor andel af ordningerne (ordningerne fra Fælleserklæringen i 1987) først ved at blive modnet, og de vil først være fuldmodnet omkring 2080. Det betyder, at de frem mod 2080 vil opleve, at indbetalingerne er noget større end udbetalingerne, og derfor vil formuerne alt andet lige stige hvert år, fordi der indbetales

<sup>1</sup> Der går stadig ca. 10-15 år før alle de ældste pensionistårgange har haft den mulighed for at indbetale til ATP-klassisk hele livet. Den nye OP-ordning vil først være fuldmodnet omkring år 2100.

<sup>2</sup> Beløbet er inkl. SUPP og OP. OP- og SUPP-indbetalingerne udgjorde i 2022 ca. 1,8 mia. kr.

<sup>3</sup> Beløbet er inkl. SUPP og OP. OP- og SUPP-udbetalingerne udgjorde i 2022 ca. indbetalingerne 150 mio. kr.

mere end der udbetales. I 2022 blev der udbetalt 69,9<sup>4</sup> mia. kr. i løbende pensioner i søjle 2 + 3, mens der blev indbetalt 146,9 mia. kr. – det modsatte billede af det vi ser i ATP-ordningen.

Hvis det skal give mening at sammenligne udviklingen i pensionsformuerne over tid, så bør udviklingen, som minimum renses for flowet af ind- og udbetalinger til ordningerne. Det vil dog stadigvæk ikke give et helt retvisende billede, men det vil blive noget mere retvisende end, hvis man sammenligner udviklingen i pensionsformuerne inklusive ind- og udbetalingerne.

I figur 1 ses en opgørelse af udviklingen i pensionsformuerne over forskellige tidsperioder for hhv. ATP-ordningen og ordningerne i søjle 2 + 3 opgjort med og uden nettoflowet til ordningerne.

Opgørelserne i figur 1 viser flere pointer:

- Over meget korte tidsperioder (5 år) har ATP-formuen udviklet sig dårligere end søjle 2 + 3, fordi det meget usædvanlige år 2022 (især for ATP), påvirker opgørelsen uforholdsvist meget.<sup>5</sup>
- Ser man på udviklingen over længere tid, så er søjle 2 + 3 stadig steget mere end ATP, men det skyldes alene, at der har været et større inflow til søjle 2 + 3 ordningerne end til ATP.
- Ser man på udviklingen i pensionsformuerne rensset for flowet (ind- og udbetalinger), så er ATP formuen steget mere end søjle 2 + 3 formuen når man ser på en længere periode end de 5 år, artiklen i Berlingske anvender (2017-2022).
- Og ser man på udviklingen over tid uden det ekstreme år 2022, så er ATP-formuen (renset for flow) steget mere end søjle 2+ 3 formuen både på kort og lang sigt.

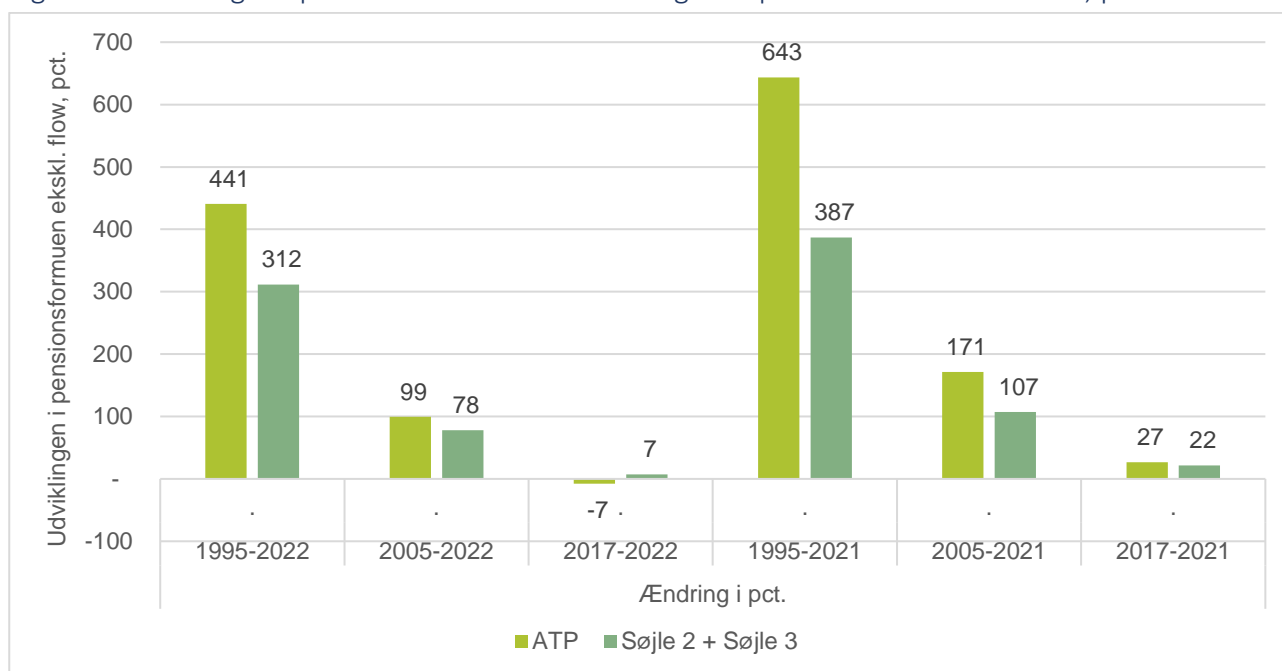
Konklusionen er, at opgørelsen i Berlingske kun når det resultat den gør, fordi man i artiklen ikke renser udviklingen for flowet (ind- og udbetalingerne), og fordi der ses på en meget kort tidsperiode, hvor det meget dårlige år 2022 (især for ATP), får lov til at fylde uforholdsvist meget. Den store relative stigning i ATP-formuen frem til og med 2021 skyldes i høj grad ATP-formuens relative store rentefølsomhed, ligesom det også var en væsentlig årsag til faldet i formuen i 2022, da renten steg meget.

---

<sup>4</sup> Fremskrevet fra 2021 pba. udviklingen fra 2020 til 2021.

<sup>5</sup> Faldet i formuen i 2022 skyldes primært den store rentestigning i 2022, som påvirkede nutidsværdien af pensionerne, men det havde ingen effekt på medlemmernes garantier.

Figur 1 – Udviklingen i pensionsformuerne i forskellige tidsperioder ekskl. Nettoflow, pct.



Note: Figuren viser udviklingen i pensionsformuerne i hhv. ATP og søjle 2+3 opgjort uden nettoflowet (indbetalinger - udbetalinger). Opgørelserne er både lavet med og uden det usædvanlige år 2021. Tallene bagved figuren ses i Tabel 1 i bilaget.

Kilder: Registerdata hos Danmarks Statistik, Statistikbanken, ATP-årsrapporter og Forsikring og Pension.

### ATP's formue er mere rentefølsom

Det er korrekt, at ATP's formue oplevede et markant fald i 2022. Det betyder ikke, at selve pensionerne, altså de beløb som ATP's medlemmer nu eller i fremtiden vil få udbetalt, faldt. Men når pensionerne værdisættes, beregnes nutidsværdien af alle de fremtidige pensionsudbetalinger og denne er meget afhængig af renteniveauet. En betaling på 100 kr. om 30 år har en nutidsværdi på 74 kr. når renten er 1 pct. og kun 41 kr. når renten er 3 pct.<sup>6</sup>

Det er således en naturlig konsekvens af ATP's forretningsmodel, at formuen bevæger sig i takt med renteniveauet, da det er en forudsætning for at pensionerne kan være uberørte af renteniveauet. Det afgørende for ATP's medlemmer er nemlig, at de kan være sikre på at få de pensioner, de er blevet garanteret. Udviklingen i ATP's formue, som er en nutidsværdiopgørelse, er derfor mindre væsentligt.

Rentefølsomheden af ATP's formue er derfor årsagen til, at ATP-formuen steg relativt meget frem til 2021, da renterne faldt, mens den faldt relativt meget i 2022, da renten steg voldsomt.

### Afkast er ikke det eneste, der har betydning – garantien har også en værdi

Artiklen i Berlinske forsøger at sammenligne udviklingen i ATP-udviklingen i søjle 2 og 3 selskaberne, som i højere grad består af pensioner med markedsrente. ATP garanterer livslange pensioner, mens man i markedsrenteprodukterne ikke garanterer pensionerne, og derfor kan tage en højere risiko (investere mere i aktier), mens ATP er nødt til at investere en større del af den samlede formue i obligationer for at afdække de garanterede pensioner. Når man skal sammenligne en garanteret ordning med et markedsrenteprodukt,

<sup>6</sup>  $100 \times (1 + 1 \text{ pct.})^{-30} = 74$  og  $100 \times (1 + 3 \text{ pct.})^{-30} = 41$

er det ikke nok alene at se på afkastet, man er også nødt til at se på den værdi, der ligger i at den garanterede pension er mere forudsigelig. På samme måde når man skal sammenligne en aktie og en obligation, er det ikke nok alene at se på det forventede afkast.

I forhold til aktier har obligationer imidlertid den fordel, at udbetalingerne (kuponerne) fra en (stats)obligation er kendte, og at hovedstolen kommer til udbetaling ved udløbet af obligationen. For en aktie er udbyttebetalingerne mere usikre, og der er stor usikkerhed forbundet med, hvor meget den er værd, når den skal sælges igen. Når man vælger at købe en obligation i stedet for en aktie, er det altså fordi man mener, at det har en værdi, at udbetalingerne fra en obligation er mere forudsigelige.

ATP-pensionens forudsigelighed er en naturlig forlængelse af ATP's formål med at sikre grundlæggende økonomisk grundtryghed. Men værdien af forudsigelighed er ikke afspejlet i afkastet, og derfor er afkastet ikke direkte sammenlignelig med afkastet på ugaranterede ordninger (markedsrenteprodukter). Det årlige afkast er vigtigere i et ugaranteret produkt, da risikoen direkte bæres af den enkelte. I et garanteret produkt er det af mindre betydning, da det afgørende er det langsigtede afkast (udover værdien af garantien).

At være villig til at betale eller give afkald på noget afkast for at opnå en højere grad af forudsigelighed sker i øvrigt ikke kun inden for investering og pension. Mange vælger et fastforrentet boliglån, selvom de i gennemsnit skal betale en højere rente. Nogle vælger en fastpris aftale på deres elregning selvom de i gennemsnit koster mere. Et produkt med mere forudsigelighed er ikke nødvendigvis bedre, men sammenligninger af isolerede elementer på tværs af forskellige produkter uden at tage højde for værdien af forudsigelighed vil være misvisende.

# Bilag

Tabel 1 – Udviklingen i pensionsformuerne i forskellige tidsperioder

(1.000 kr.)	<i>Ændring i formue - i løbende priser</i>	<i>Ændring i pct.</i>	<i>Nettoflow - i løbende priser</i>	<i>Ændring i formue - i løbende priser Ekskl. Flow</i>	<i>Ændring i pct.</i>
	<b>1995-2022</b>	<b>1995-2022</b>	<b>1995-2022</b>	<b>1995-2022</b>	<b>1995-2022</b>
ATP	532.423.211	419	-26.711.041	559.134.252	440
Søjle 2 + Søjle 3	3.124.524.818	520	1.251.534.276	1.872.990.542	312
	<b>2005-2022</b>	<b>2005-2022</b>	<b>2005-2022</b>	<b>2005-2022</b>	<b>2005-2022</b>
ATP	301.974.492	84	-52.864.539	354.839.031	99
Søjle 2 + Søjle 3	2.184.617.987	142	982.408.142	1.202.209.845	78
	<b>2017-2022</b>	<b>2017-2022</b>	<b>2017-2022</b>	<b>2017-2022</b>	<b>2017-2022</b>
ATP	-88.905.736	-12	-32.103.665	-56.802.071	-8
Søjle 2 + Søjle 3	605.520.004	19	383.882.889	221.637.115	7
	<b>1995-2021</b>	<b>1995-2021</b>	<b>1995-2021</b>	<b>1995-2021</b>	<b>1995-2021</b>
ATP	794.276.791	625	-22.979.904	817.256.695	643
Søjle 2 + Søjle 3	3.504.894.449	583	1.179.607.787	2.325.286.662	387
	<b>2005-2021</b>	<b>2005-2021</b>	<b>2005-2021</b>	<b>2005-2021</b>	<b>2005-2021</b>
ATP	563.828.072	158	-49.133.402	612.961.474	171
Søjle 2 + Søjle 3	2.564.987.619	166	910.481.654	1.654.505.965	107
	<b>2017-2021</b>	<b>2017-2021</b>	<b>2017-2021</b>	<b>2017-2021</b>	<b>2017-2021</b>
ATP	172.947.844	23	-28.372.527	201.320.372	27
Søjle 2 + Søjle 3	985.889.635	32	311.956.401	673.933.235	22

Note: Figuren viser udviklingen i pensionsformuerne i hhv. ATP og søjle 2+3 opgjort hhv. med og uden nettoflowet (indbetalinger - udbetalinger).

Kilder: Registerdata hos Danmarks Statistik, Statistikbanken, ATP-årsrapporter og Forsikring og Pension.