

## KRITISKE ANALYSER

Af Henrik Herløv Lund, økonom og velfærdsforsker - cand. scient. adm.

Ikke parti -eller bevægelsesorganiseret medlem af centrum venstre

[www.henrikherloevlund.dk](http://www.henrikherloevlund.dk)

[herloevlund@mail.dk](mailto:herloevlund@mail.dk)

# Pensionsaftale kom pensionssektoren til undsætning - på bekostning af pensionsopsparerne

## Intro:

*Erhvervsminister Ole Sohn kom i juni pensionssektoren til undsætning gennem en aftale om, at denne kan slække på hensættelserne til at indfri fremtidige garantiforpligtelser. Men aftalen er på pensionsopsparernes bekostning, fordi den flytter risikoen for et fremtidigt lavere afkast af pensionsinvesteringerne fra selskaberne over på de enkelte opsparere. Og aftalen bakker op om omlægning af pensionsaftaler fra garantiordning til markedsrenteordning uden at sikre opsparerne retmæssig andel af hidtidige hensættelser.*

## Indledning

Pensionssektoren har været ramt af krise. Den faldende rente har medført stort indtjeningsunderskud i pensionsselskaber og -kasser med garantiforpligtelser. Som tidligere bankerne efter Finanskrisen har nu også pensionssektoren henvendt sig til politikerne om hjælp og en aftale er indgået mellem erhvervsminister Ole Sohn og interesseorganisationen "Forsikring og Pension".<sup>1</sup> Aftalen betyder, at der slækkes på hensættelserne til pensionsordninger med ydelsesgaranti. For opsparerne betyder det, at de selv i højere grad må bære risikoen for et lavere afkast af deres pensionsopsparing. Og pensionsselskaber og -kasser får med aftalen endvidere politisk støtte til at prøve at få opsparerne til at opgive garantiordningerne. Men aftalen sikrer ikke opsparerne i den forbindelse.

I det følgende gennemgås i afsnit 1 renteutviklingen og dens effekt for pensionsselskaberne. Dernæst redegøres i 2. afsnit for de to hovedtyper af pensionsordninger: Ordninger med

---

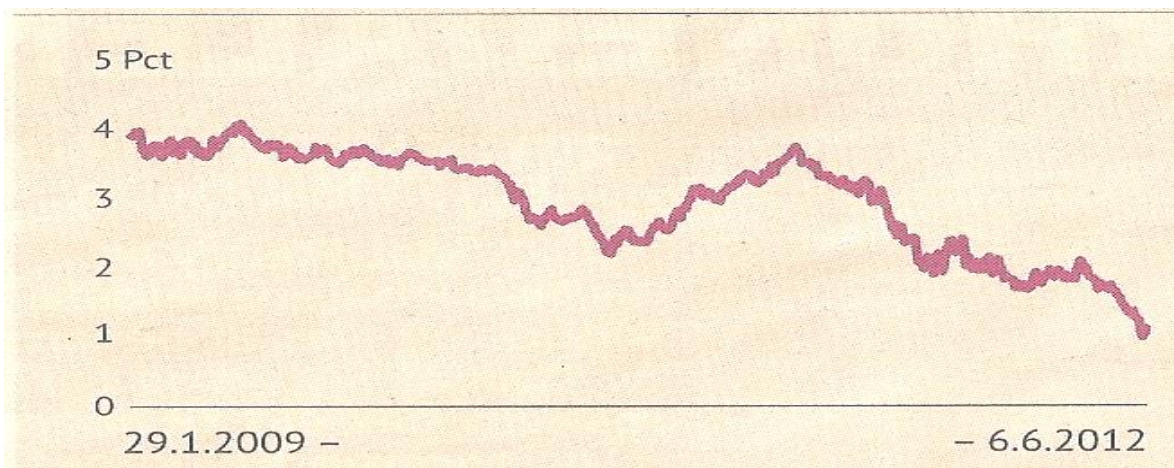
<sup>1</sup>) Aftale mellem Erhvervs – og Vækstministeriet og Forsikring og Pension om ændring af rentekurven på pensionsområdet mv. 12.06.12

rentegaranti og ordninger med markedsrente. Videre ses i 3. afsnit på effekten af rentefaldet for pensionskasser og -kasser med garantiforpligtelser. Herefter behandles i afsnit 4 den politiske aftale vedrørende reduktion af kapitalkravene og dens konsekvenser for pensionssektoren, mens konsekvensen for opsparene diskuteres i 5. afsnit. Endelig behandles i 6. afsnit aftalens tilskyndelse til at omlægge garantiordninger til markedsordninger, mens sidste og 7. afsnit diskuterer problemer heri for opsparene.

## 1. Lav rente presser pensionssektor

Den lange obligationsrente på fx 30 årige obligationer har i Danmark siden Finanskrisen jævnt været faldende, men dette fald er navnlig accelereret i 2012, jf. nedenstående figur.

Figur: Renteudvikling 10 årige danske statsobligationer 2009 til medio 2012.<sup>2</sup>



Dette skyldes gældskrisen i EU. I takt med at usikkerheden om økonomien i Sydeuropa er vokset, er Danmark modsat blevet mere tiltrækkende som "sikker havn" for kapitalanbringelse, hvilket som bekendt har tvunget Nationalbanken til at sænke diskontoen mere og mere i et forsøg på at begrænse kapitaltilstrømningen og det deraf følgende pres på den danske krone i forhold til euroen.

Den lave "lange" rente har været godt nyt for boligejerne, som har draget fordel af boliglån til næsten ingen penge. Men omvendt har det været skidt for opsparene. Når afkastet på obligationer er tæt på nul og lavere end inflationen, bliver realrenten på opsparing negativ. Med en negativ realrente er spørgsmålet, i hvilket omfang det kan betale sig at spare op.<sup>3</sup>

<sup>2</sup>) Kilde: Jyllandsposten 07.06.12

<sup>3</sup>) Jf. Juel, Frederik M. og Jon Arskog: Lav rente presser de danske pensioner. Berlingske 09.06.12

Dette problem gælder også opsparingen gennem pensionsordninger, idet en betydelig del af disse er anbragt i obligationer. Rentefaldet på obligationer har gjort pensionselskaber og -kasser fattigere<sup>4</sup>. Og grundet Finans- og gældskrisen har mulighederne for at kompensere gennem fx investering i aktier været ikke eksisterende.

Pensionssektoren har oplevet faldende indtjening, hvilket navnlig har presset den del af sektoren, hvor opsparerne garanteres et minimumsafkast. For faldende rente betyder, at lovede fremtidige ydelser ikke står mål med fremtidig indtjening.<sup>5</sup>

## 2. Danskerne elsker rentegaranti

Det danske pensionsmarked er i hovedsagen delt mellem to forskellige ordninger.

Den ene er en markedsrenteordning, hvor kunden årligt får tilskrevet en rente på sin konto svarende til det afkast, som pensionselskabet eller -kassen opnår. Derfor svinger værdien af pensionsordningen med op- og nedturene på de finansielle markeder.<sup>6</sup> Og når afkastet på obligationer er lavt, og aktierne heller ikke giver meget, giver markedsrenteprodukter lav rentetilskrivning.

Den anden type pensionsordning er med ydelsgaranti. Her forrentes præmien med det, der svarer til pensionsinstituttets gennemsnitlige årlige forrentning. Men nok så væsentligt, giver pensionsinstituttet i denne type ordning også et løfte om en årlig minimumsrentetilskrivning, som typisk kan variere fra et par procent op til 4½ procent.<sup>7</sup>

Ordningerne kaldes af pensionssektoren selv for "gennemsnitsrenteprodukter", men går mere populært under betegnelsen "garantipensioner".

For at kunne leve op til disse forpligtelser kræver lovgivningen, at pensionselskaber og -kasser skal foretage såkaldt "afdækning". At afdække garantiforpligtelse vil sige at sikre sig, at pensionselskabet eller -kassen er i stand til at indfri forpligtelsen. Dette sker gennem

---

<sup>4</sup>) Jf. Munch-Perrin, Nina og Jens Theil og Christian Carlsen: Milliardtæsk til danske pensionsopparere. Børsen 06.06.12 (Interview med direktør Søren Andersen, konsulenthuset Invensure)

<sup>5</sup>) Jf. Otkjær, Tage: Rentefald for boligejere, mens pensioner forbløder. Politiken 07.06.12

<sup>6</sup>) Jf. Forsikring og Pension: Markedsrenteprodukter.

<http://www.forsikringogpension.dk/pension/pensionsabc/markedsrenteprodukter/Sider/markedsrenteprodukter.asp>  
x

<sup>7</sup>) Jf. Oven anførte værk.

<http://www.forsikringogpension.dk/PENSION/PENSIONSABC/GENNEMSNITSRENTEPRODUKTER/Sider/saadan-virker-gennemsnitsprodukter.aspx>

henlæggelser eller sikre investeringer, der skal foretages på en sådan måde, at pengene er til disposition den dag pensionerne kommer til udbetaling – dvs. ikke kan røres af pensionskassen/-kassen selv eller af kreditorer.

Disse ordninger med garantiforpligtelser omfatter en ganske stor pensionsopsparing på over 800 mia. kr i Danmark som helhed. Selvom andelen har været faldende (jævnfør længere fremme) er stadig mere end 80 procent af danskernes pensionsformue placeret med sådan garanti for minimumsudbetaling.

Tablet: Danskernes pensionsordninger 2010 med og uden garantier i arbejdsmarkedspensioner og pensionskasser samt kommercielle selskaber.<sup>8</sup>

	2008	2009	2010
1. Ingen garantier eller 0-garantier	12	16	19
2. Garantier 0-4 pct.	48	49	48
3. Garantier større end 4 pct.	40	36	33
<b>I alt 2 + 3</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>81</b>

Note: Med en nulgaranti er man sikret mod negativt afkast.

### 3. Milliardtæsk til danske pensionselskaber og -kasser

Når nu obligationsrenten og dermed indtjeningen i pensionssektoren falder, stiger kravet om henlæggelser i pensionselskaber og -kasser til de fremtidige forpligtelser over for pensionsopparere med fx 4,5 eller 2,5 procents garanteret årlig rentetilskrivning.

Alene rentefaldet fra årsskiftet 2012 og frem til juni medførte en stigning i kravet om henlæggelser til pensionselskaber og -kassers rentegarantiforpligtelser med 100 mia. kr. Disse penge har pensionselskaber og -kasser med garantiforpligtelser skullet binde til at købe sikre papirer og renteafdækninger.<sup>9</sup>

<sup>8</sup>) Kilde: Finanstilsynet

<sup>9</sup>) Jf. Munch-Perrin, Nina og Jens Theil og Christian Carlsen: Milliardtæsk til danske pensionsopparere. Børsen 06.06.12 (Interview med direktør Søren Andersen, konsulenthuset Invensure)

Et centralt begreb i gældende lovgivning og regler i den forbindelse er den såkaldte diskonterings- eller beregningsrente. Beregningsrenten er den rente, som pensionsinstitutter skal bruge for at opgøre, hvor mange midler der skal være til rådighed nu, for at man med stor sandsynlighed kan leve op til de fremtidige forpligtelser. Størrelsen heraf fastlægges af Finanstilsynet under Erhvervsministeriet.

Diskonteringsrenten er altså central for fastlæggelsen af kapitalkravene i pensionselskaber og -kasser. Renten skal principielt fastsættes ud fra forventningerne til det langsigtede afkast af pensionselskabers og -kassers investeringer.

Hvis pensionskasserne fx har lovet opsparerne 100 mia. kr. om 10 år, og diskonteringsrenten er nul, skal man i dag have det fulde garantibeløb på fx 100 mia. kr. i kassen. Mens hvis diskonteringsrenten er på 5 procent, behøver man i dag kun at have 61 mia. kr., fordi det med rentes rente vil svare til 100 mia. i fremtiden.<sup>10</sup>

Men med den generelt faldende rente er også diskonteringsrenten blevet nedsat, fordi udsigten til fremtidigt investeringsafkast for pensionssektoren hermed bliver ringere.

Navnlig pensionselskaber og -kasser med rentegarantier i den høje ende op til og med 4½ procent har hermed fået problemer med at skaffe sikkerhed for garantiforpligtelserne i form af kapital. Og med den faldende rente er også pensionselskaber og arbejdsmarkedspensioner med lav rentegaranti på 1 til 2 procent blevet presset af krav om afdækning eller hensættelser.<sup>11</sup>

Som tidligere bankerne under Finanskrisen har pensionssektoren derfor i forsommeren henvendt sig til regeringen og bedt om politisk hjælp.<sup>12</sup> Årsagen var som beskrevet det økonomiske pres på sektoren.

Men ønsket om et indgreb til at hjælpe sektoren ud af den økonomiske klemme blev givet en anden begrundelse: At det kunne tvinge sektoren til "uhensigtsmæssige investeringer". Det handlede om, at den faldende rente kunne tvinge pensionselskaber og -kasser med garantiforpligtelser til at primært at centrere deres investeringer om forholdsvis sikre obligationer med lange løbetider for at opfylde forpligtelserne; og modsat at renoncere på andre typer af investeringer i fx aktier. Hvilket altså kunne "skævvride" pensionssektorens investeringer.

Den begrundelse, som skulle legitimere indgreb til fordel for pensionssektoren, var hermed, at dens økonomiske nød ville blive til skade for samfundsøkonomien og den økonomiske vækst.

---

<sup>10</sup>) Jf. Dyrekilde, Birgitte: Pensionsløsning næsten klar. Jyllandsposten 09.0.12

<sup>11</sup>) Jf. Aftale mellem Erhvervs – og Vækstministeriet og Forsikring og Pension om ændring af rentekurven på pensionsområdet mv. 12.06.12, s.1

<sup>12</sup>) Jf. Munch-Perrin, Nina og Jens Theil og Christian Carlsen: Pensionshjælp vil blive hastet igennem. Børsen 08.06.12

#### 4. Pensionsaftale redder pensionssektoren

Dette var der lydhørhed for fra politisk hold. Forligskredsen bag bankpakkerne blev sammenkaldt af Erhvervsminister Ole Sohn, og et indgreb forhandlet med branchens interesseorganisation "Forsikring og pension".

Løsningen gik på at hæve diskonteringsrenten, hvorved der i pensionselskaber og -kasser med garantiforpligtelser skal lægges færre penge til side; altså slækkes kapitalkravene.<sup>13</sup> Det er en smutvej, som man to gange tidligere har brugt - i efteråret 2008 og december 2009<sup>14</sup> – uden at det altså har hindret branchen i at støde mod loftet for tredje gang.

Alligevel blev det også hovedpunktet i den aftale, som blev indgået 12. juni 2012.<sup>15</sup>

Aftalen er et ret teknisk indgreb, som kunstigt løfter beregningsrenten i vejret, således at pensionselskaber og -kasser med garantiforpligtelser ikke presses så hårdt på økonomien som før.<sup>16</sup> I følge aftalen bringes beregningsrenten nu "mere i overensstemmelse med de langsigtede mål for inflation og den reale vækst (i alt 4,2 pct.)"<sup>17</sup>.

På trods af tendensen til faldende obligationsrenter og turbulente aktiemarkeder siden Finanskrisen baserer aftalen sig altså på en forventning om, at økonomien retter sig og igen på sigt genererer et pænt investeringsafkast for pensionselskaber og -kasser.

I og med at diskonteringsrenten således bringes op på niveau med før rentefaldet i 2012, frigøres pensionselskaber og -kasser hermed for de stigende kapitalkrav, som obligationsrentefaldet havde medført (jævnfør foran). Aftalen frigør op til 10 procent af de samlede reserver.<sup>18</sup> Dvs. for den samlede pensionssektor sparer aftalen måske op til 100 mia.

#### 5. Men aftalen påfører opsparerne øget risiko

Aftalens konkrete indhold handler således om en økonomisk lettelse for pensionselskaber og -kasser, men den overordnede begrundelse er samfundsøkonomisk: nemlig at aftalen skal stille

---

<sup>13</sup>) Jf. Munch-Perrin, Nina og Jens Theil og Christian Carlsen: Pensionshjælp vil blive hastet igennem. Børsen 08.06.12

<sup>14</sup>) Jf. Otkjær, Tage: Foran anførte værk

<sup>15</sup>) Jf. Aftale mellem Erhvervs – og Vækstministeriet og Forsikring og Pension om ændring af rentekurven på pensionsområdet mv. 12.06.12, s.1

<sup>16</sup>) Jf. Skovgaard: Lars Erik: Pensionsaftale kan give bedre pensioner. Berlingske 14.06.12

<sup>17</sup>) Jf. aftalen, s. 2.

<sup>18</sup>) Jf. Skovgaard, Lars Erik: Pensionsaftale kan give bedre pensioner. Berlingske 14.06.12

pensionselskaberne mere frit til at investere i andet end lange obligationer<sup>19</sup> – herunder ikke mindst i aktier og dermed hjælpe finansieringen af erhvervslivet.

Og hermed også - hævdes det i aftalen - at hjælpe pensionsopsparerne; for hvis pensionselskaber og -kasser blev tvunget til at investere i lange obligationer med lavere rente, ville det også koste opsparerne, fremfører aftalen<sup>20</sup>. Det skal forstås i forhold til forventede mere lukrative fremtidige investeringer i fx aktier og kortere bygge- og boligobligationer.

Argumentet med hensynet til opsparerne må imidlertid betegnes som tvivlsomt. Aftalen sparer pensionselskaber og -kasser mange penge til henlæggelser, men gør ikke pensionerne som sådan større eller mere sikre, tværtimod. Aftalen kamuflerer nærmest blot, at sandsynligheden for at pensionselskaber og -kasser med garantiforpligtelser kan leve op til disse, er blevet mindre.<sup>21</sup>

Det lyder selvsagt meget godt, at pensionselskaber og -kasser med aftalen bliver mere frit stillet til at investere fx i aktier og i kortere bygge- og boligobligationer, og dermed får mulighed for at tjene flere penge, hvilket igen skulle give opsparerne et større afkast. Lige her og nu har aftalen da også ført til, at renten på kortere bygge- og boligobligationer er steget lidt, mens den er faldet lidt på de lange 30årige obligationer, fordi pensionselskaber og -kasser har fået friere tøjler til at investere i obligationer med kortere løbetid.<sup>22</sup>

Men man skal næppe regne med, at aftalen på længere sigt får den store virkning på obligationskurser og -renter end sine på aktiekurser. Det vil fortsat være Finans- og gældskrisen, som her vil være det alt afgørende.

Det er som bekendt svært at spå – især om fremtiden. Og om - og i givet fald hvornår – der kommer bedre økonomiske konjunkturer og udsigter for erhvervsliv og bygge- og boligsektoren - og hermed for aktier og bygge- og boligobligationer - er der ingen der ved.

Pensionsaftalens forventning, om at der i fremtiden - ved at slække på de aktuelle kapitalkrav - kan opnås et øget afkast for pensionsopsparerne, kan derfor meget let være fugle på taget. Og et nok så konkret resultat af aftalen er, at pensionsopsparernes sikkerhed for afkast af deres opsparing er blevet mindre; ergo flytter aftalen en øget risiko fra pensionselskaber og -kasser og over på opsparerne.<sup>23</sup>

---

<sup>19</sup>) Jf. Aftalen, s. 1.

<sup>20</sup>) Jf. aftalen, s. 1.

<sup>21</sup>) Jf. Otkjær, Tage: Foran anførte værk.

<sup>22</sup>) Jf. Skovgaard, Lars Erik: Pensionsaftale sender boligrenter op. Berlingske 14.06.12

<sup>23</sup>) Jf. Dyrekilde, Birgitte: Pensionsløsning næsten klar. Jyllandsposten 09.06.12. samt jf. Otkjær, Tage: Foran anførte værk.

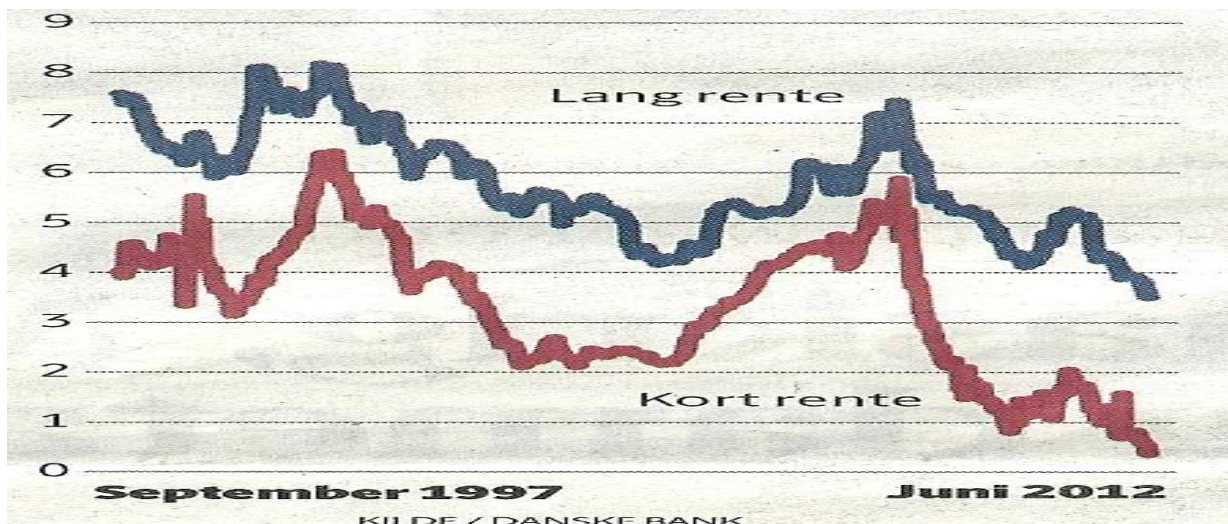
Det er altså primært pensionssektoren, som tjener på aftalen – ikke opsparerne. Det er formentlig i en stiltiende erkendelse heraf, at aftalen også indebærer en midlertidig begrænsning af udlodning af overskud.<sup>24</sup>

## 6. Pres på pensionsopsparerne for at skifte til markedsrente

Aftalen løser – på bekostning af øget risiko for opsparerne – pensionssektorens akutte problem med stigende kapitalkrav. Men tilbage er fortsat skismaet mellem faldende indtjening som følge af den lave rente på den ene side og så garantiforpligtelserne på den anden.

Dette skisma er blevet skærpet efter Finanskrisen og navnlig i kølvandet på gældskrisen. Men problemet rækker langt tilbage. Set over en længere årrække har den gennemgående tendens – om end med betydelige udsving til begge sider – været fald i renten, jf. nedenstående figur.

Figur: Obligationsrente i procent 1997 til 2012.<sup>25</sup>



Som nævnt har denne langsigtede tendens til faldende obligationsrenter indebåret et voksende skisma mellem faldende indtjening i pensionselskaber og -kasser på den ene side og så garantiforpligtelserne over for et stort flertal af pensionsopsparere på den anden side. Og det er store beløb, som hermed er i spil. Omvalg fra garantiforpligtelse til markedsrente kan flytte et trecifret milliardbeløb fra rentegarantier til markedsrenter.<sup>26</sup>

<sup>24</sup>) Jf. aftalen, s. 4.

<sup>25</sup>) Kilde: Skovgaard, Lars Erik: Sparelystne danskere har det svært. Berlingske 23.06.12

<sup>26</sup>) Jf. Andersen, Lene og Bo Jørgensen: Pensionspenge for milliarder i banklån. Jyllandsposten 25.06.12



Pensionskasser og -kasser har derfor længe arbejdet på at fremme omvalg fra garantiordning til markedsrenten. Det er også sket i et vist omfang. En række pensionsinstitutter, der tidligere udbød garantiordninger, har skiftet til markedsrenteordninger, fx PensionDanmark, Sampension og Pensam og senest Industriens Pension.

Men garantiordninger leveres af to typer pensionsinstitutter med meget forskellige vilkår:

Pensionskasser på den ene side og kommercielle pensionskasser på den anden.

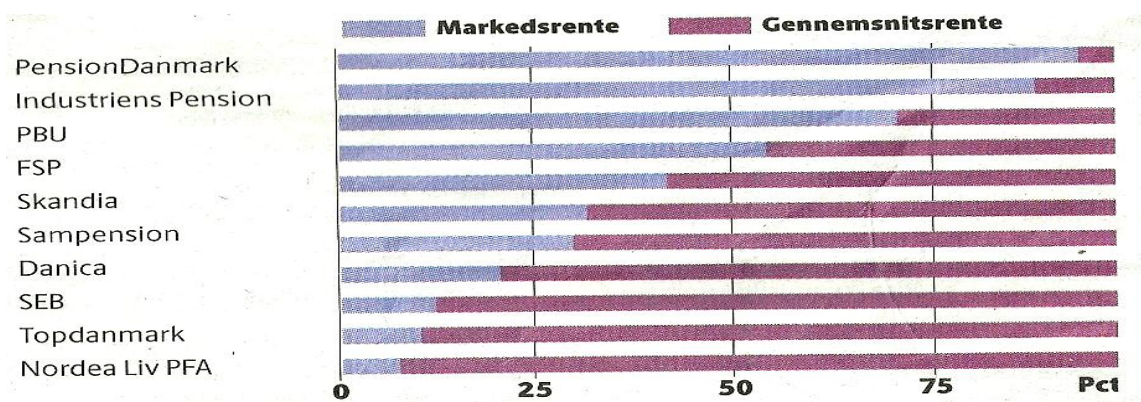
Pensionskasserne er ejet af medlemmerne, og beslutninger tages kollektivt ved urafstemning eller på generalforsamling. Derfor har en række pensionskasser gennem sådanne afstemninger fået gennemtrumfet en omlægning af deres pensionsordninger fra ydelsesgaranti til markedsrente.

Det har derimod været vanskeligere for de kommercielle pensionskasser. De har indgået en aftale med den enkelte kunde og skal i givet fald overtale hver enkelt til at skifte pensionsprodukt.

<sup>27</sup> Og der skal naturligvis være gode grunde til at opgive en attraktiv ydelsesgaranti på 4,5 procent til fordel for en lav markedsrente.

Der er derfor stor forskel for pensionskasserne, hvad angår succes med omlægning af pensionsordninger til markedsrente, jf. nedenstående figur.

Figur: Andel af nye indbetalinger i pensionskasser, der går til markedsrente respektive garantiordning (gennemsnitsrente). <sup>28</sup>



Her stiller aftalen mellem Erhvervsminister Ole Sohn og pensionsbranchen sig igen klart på sidstnævntes side, idet det hedder i aftalen, at "Der er enighed om, at pensionskasserne fremadrettet skal arbejde for fortsat at mindske omfanget af produkter med nominal rentegaranti ved at øge kundernes muligheder for at træffe omvalg og derved komme over i markedsrenteprodukter". <sup>29</sup>

<sup>27</sup>) Jf. Otkjær, Tage: Rentefest for boligejerne, mens pensioner forbløder. Politiken 07.06.12

<sup>28</sup>) Jf. Vitoft, Carsten: Pres på pensionskunder for at skifte til markedsrente. Berlingske 11.06.12

<sup>29</sup>) Jf. Aftalen, s. 4.

## 7. Omvalg kan koste pensionsopparere dyrt

For pensionselskaber og -kasser er fordelene ved en overgang fra garantiordninger til markedsrenteordninger oplagt. Man slipper for de store kapitalkrav til garantiforpligtelserne. Det vil som anført ikke være småpenge, som selskaberne vil tjene, hvis opparerne opgiver garantierne.

Men et sådant omvalg er modsat ikke uproblematisk for pensionsopparerne – hvad vil der fx ske med de henlæggelser, som allerede er foretaget til garantiforpligtelser? Praksis i pensionssektoren i dag er ganske forskelligartet: Nogle kan få tilskrevet de hidtidige henlæggelser til deres pensionsopparing og dermed få denne forøget med 20 til 30 procent. Andre selskaber tilbyder ikke en krone ved overgang til markedsrente, uanset at selskaberne jo selv vil tjene store penge herved.<sup>30</sup>

Et minimumskrav må i denne forbindelse være, at de hidtidige henlæggelser tilføres pensionen, således at kun den fremtidige indbetaling flyttes til markedsrente.

Men hertil kommer jo spørgsmålet, om det er en god beslutning at flytte penge fra garanti- til markedsordning? Fra pensionselskaber og -kassers side lokkes ofte med et højere afkast ved markedsrenteordninger; et højere afkast som skal komme fra en højere grad af investering i aktier. Men om fremtiden også indfrier disse forventninger er et åbent spørgsmål? Som udviklingen efter Finanskrisen viser, har investeringer i aktier langt fra været noget sikkert og guldrandet papir. Sådanne løfter kan hurtigt eroderes af en krise og dermed følgende kursdyk på aktier.<sup>31</sup>

Man bør derfor tænke sig grundigt om, før man opgiver sin garantiordning til fordel for gyldne løfter om højt fremtidigt markedsafkast, hvad enten det er i pensionskasse / arbejdsmarkedspension eller et kommercielt pensionselskab.

I denne forbindelse må man undre sig over, at der i aftalen mellem Erhvervsministeren og bankpakkepartierne på den ene side og "Forsikring og pension" på den anden side ikke fra politisk hold stilles krav til sikring af pensionsopparerne i forbindelse med de omvalg til markedsrenteordning, som aftalen jo entydigt stiller sig bag. Det havde dog været rimeligt i det mindst at sikre, at pensionsopparerne får de hidtidige henlæggelser i pensionselskaberne til garantiforpligtelsen.

Som det er nu, kan opparere miste en formue ved omvalg, hvis de ikke får en øre for at opgive garantien.

---

<sup>30</sup>) Jf. Andersen, Lene: Pensionskunder opgiver formuer. Børsen 11.06.12

<sup>31</sup>) Jf. Bjørnager, Anders i Berlingske Business 09.06.12