

Forbrugerens udfordringer med forsikrings- og pensionsbeslutninger

Et livscyklusperspektiv

Hougaard Jensen, Svend E.; Kallestrup-Lamb, Malene; Steffensen, Mogens; Tanggaard, Carsten

Document Version
Forlagets udgivne version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2020

License
Ikke-specificeret

Citation for published version (APA):
Hougaard Jensen, S. E., Kallestrup-Lamb, M., Steffensen, M., & Tanggaard, C. (2020). Forbrugerens udfordringer med forsikrings- og pensionsbeslutninger: Et livscyklusperspektiv. *Finans/Invest*, (2), 32-38.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 17. Oct. 2021



Forbrugerens udfordringer med forsikrings- og pensionsbeslutninger: Et livscyklusperspektiv

Undervejs gennem livet kan man blive ramt af uheld, ulykke eller sygdom. Man kan også ende med at blive meget gammel. For at sikre en jævn forbrugsprofil gennem hele livet er det derfor vigtigt at træffe kvalificerede valg med hensyn til forsikringer og pension. Dette gælder ikke blot pensionsopsparing, men også skadeforsikringer mod tyveri og brand; forsikringer mod sygdom, der sætter en uden for arbejdsmarkedet for en periode samt livsforsikring. Denne artikel redegør for nogle af de vigtigste forhold med hensyn til pensioner og forsikringer, som man skal være opmærksom på over et livsforløb, både generelt og i specifikke aldersklasser.

AF FORFATTERE



Professor **Svend E. Hougaard Jensen**
Økonomisk Institut, Copenhagen Business School, CBS
E-mail: shj.eco@cbs.dk

Svend E. Hougaard Jensen er professor i økonomi på CBS, leder af Pension Research Centre (PeRCent) sammesteds, formand for Bruegel's forskningsrådgivende udvalg samt medlem af Det Systemiske Risikoråd.



Lektor **Malene Kallestrup-Lamb**
Institut for Økonomi, Aarhus Universitet
E-mail: mkallestrup@econ.au.dk

Malene Kallestrup-Lamb er lektor ved Økonomisk Institut på Aarhus Universitet samt research fellow ved PeRCent og CREATES, hvor hun bl.a. forsker i pension, dødelighed og tilbagetrækningen fra arbejdsmarkedet.



Professor **Mogens Steffensen**
Institut for Matematiske Fag, Københavns Universitet
E-mail: mogens@math.ku.dk

Mogens Steffensen er professor i forsikringsmatematik med særlige forsknings- og undervisningsinteresser inden for livsforsikring og pension.



Professor **Carsten Tanggaard**
Økonomisk Institut, Copenhagen Business School, CBS
E-mail: ctanggaard@econ.au.dk

Carsten Tanggaard er professor i finansiering med forsknings- og undervisningsinteresse i finansielle markeder. Carsten Tanggaard var i perioden 2009-19 formand for Penge- og Pensionspanelet og i perioden 2014-15 medlem af regeringens pensionskommission.

Note: Artiklen er skrevet på baggrund af en rapport udarbejdet i regi af Penge- og Pensionspanelet, jf. Jensen m.fl. (2020). Vi er taknemlige for en række konstruktive forslag og kommentarer fra en anonym referere.

Når man skal tage økonomiske beslutninger igennem livet, må man forholde sig til, hvad man gerne vil opnå. I denne artikel er udgangspunktet, at man stræber efter en jævn forbrugsprofil

gennem hele livet. Afhængigt af ens præferencer kan man ønske sig et konstant, et let faldende eller et let stigende forbrug, men i alle tilfælde gælder ønsket om stabilitet og forudsigelighed.

Undervejs gennem livet kan man blive ramt af uheld, ulykke eller sygdom. Og man kan ende med at blive meget gammel. For at sikre en jævn forbrugsprofil er det derfor vigtigt at træffe kloge valg med hensyn til pensioner og forsikringer. Dette gælder skadeforsikringer mod tyveri og brand. Det gælder forsikringer mod sygdom, der sætter en uden for arbejdsmarkedet for en periode. Det gælder livsforsikring. Og det gælder ikke mindst pensionsopsparing.

Med hensyn til pensionsopsparing handler det om at flytte indkomst, som man tjener som erhvervsaktiv, hen til forbrug i pensionstilværelsen. Denne opsparing placeres på kapitalmarkedet med henblik på at skabe afkast. Højere afkast på en pensionsopsparing giver alt andet lige adgang til et højere forbrugsniveau gennem hele livet, og vice versa. Derfor spiller selve kapitalforvaltningen også en stor rolle i forbindelse med pensionsopsparing. Kapitalforvaltningen rykker imidlertid ikke ved grundprincippet om, at en jævn forbrugsprofil er at foretrække.

Den danske velfærdsmodel rummer i sig selv elementer af forbrugsudjævning. Hvis man står uden for arbejdsmarkedet pga. sygdom, modtager man skattefinansierede, offentlige ydelser. Når man når folkepensionsalderen, modtager man folkepension, indtil man dør. Dette giver forbrugsmuligheder i faser af livet, hvor man ikke har en arbejdsindkomst. De offentlige ydelser ved tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet kaldes søjle 1 i det danske pensionssystem.

De offentlige ydelser er kun i begrænset omfang relateret til den indkomst, man har haft på arbejdsmarkedet. Dermed er arbejdsindkomstens størrelse afgørende for, i hvilket omfang den offentlige ydelse sikrer en tilstrækkelig dækningsgrad, dvs. står mål med indkomsten. For størstedelen af de erhvervsaktive er de offentlige ydelser ikke høje nok til at skabe tilstrækkelige og jævne forbrugsmuligheder ind i alderdommen.

Som lønmodtager er man derfor oftest medlem af eller kunde i en arbejdsmarkeds- eller firmapensionsordning. Det grundlæggende er en aftale om, at lønmodtageren og arbejdsgiveren sammen sætter penge til side til dækning af lønmodtagerens forsikringer og pension. Og selvom ordningen er obligatorisk for den enkelte lønmodtager, kan den godt rumme nogle vigtige

ge valgmuligheder. Disse ordninger kaldes søjle 2 i det danske pensionssystem.

Arbejdsmarkeds- og firmapensionerne relaterer sig, i modsætning til de offentlige ydelser, til arbejdsindkomsten. Indbetalingen til ordningen er baseret på lønnen. Ydelserne ved sygdom, død og alderspension er enten direkte eller indirekte relateret til lønnen via indbetalingerne. Selvom ydelserne er relateret til lønnen, direkte eller indirekte, kan de være utilstrækkelige i forhold til at opnå den forbrugsudjævning, man ønsker.

I det tilfælde kan man forsikre sig og/eller spare op privat, dvs. enten i tillæg til og inden for den finansielle institution, der administrerer den obligatoriske ordning, eller i en anden finansiell institution. Den slags privat og frivillig opsparing til tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet kaldes søjle 3 i det danske pensionssystem. Denne opsparing kan være relevant som tillæg for individer, der indgår i en obligatorisk ordning, men den er især relevant og nødvendig for individer, der ikke indgår i en obligatorisk ordning, herunder selvstændige og freelancere.

Vi beskæftiger os ikke særskilt med arv. Udgangspunktet er, at livsindkomsten skal føre til en jævn forbrugsprofil, så længe man lever. Hensyn til at eventuelle efterladte familiemedlemmers mulighed for at opretholde en levestandard svarende til den, familien havde, mens man selv var i live, adresseres delvist i valget af livsforsikring. Hvad man i øvrigt måtte ønske at efterlade sig ved død, er meget individuelt og handler om andre ting end forbrugsudjævning.

Selvom der findes en officiel folkepensionsalder i Danmark, er det i princippet individuelt at bestemme tidspunktet for tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet. Både de offentlige ydelser og arbejdsmarkeds- og firmapensionsydelserne afhænger af, hvornår man trækker sig tilbage fra arbejdsmarkedet. Dette er en beslutning med mange aspekter omkring ægtefælle, øvrige familieforhold, helbred osv. Vi beskæftiger os ikke som sådan med anbefalinger omkring tilbagetrækningsalderen. Dog kommenteres valget af tilbagetrækningsalder kort i afsnittet om befolkningens levetid.

Vi afslutter indledningen med en kort oversigt over den akademiske litteratur, som analyser og anbefalinger i denne artikel bygger på. Idéen om, hvordan usikre levetider og livsforsikring kan formaliseres og indgå i individuelle beslutninger om forbrug og opsparing går tilbage til et grundlæggende arbejde af Yaari (1965). Baseret på rammen af Merton (1969) blev forståelsen videreudviklet af Richard (1975).

Herefter fik området begrænset bevågenhed i en længere periode indtil de seneste 10-15 år, hvor mange forfattere har bidraget til at udvide både rammen og forståelsen. Eksempler på mere nylige bidrag er Kraft og Steffensen (2008), som udvider forståelsen til også at gælde andre livsbegivenheder end dødsfald. Det giver skarpe konklusioner omkring forsikringer mod fx tab af arbejdsevne. Hambel m.fl. (2016) viser, at selv i et forsikringsmarked med begrænsninger og friktion kan de kvalitative konklusioner fra tidligere arbejder fastholdes, om end de kvantitativt bliver afdæmpet. Balter m.fl. (2020) undersøger konsekvensen af usikkerhed omkring befolkningens levetid i variable annuitetsprodukter. Endelig rummer Jensen m.fl. (2019) en oversigt over det danske pensionssystem med særlig vægt på arbejdsmarkedspensionernes rolle.

Forsikring

Det er som regel en del af en pensionsaftale, at dele af de bidrag, der trækkes ud af lønnen, deles mellem nogle særlige forsikringer og selve opsparingen til pension. Selve opsparingen kan også rumme væsentlige elementer af forsikring. Idéen med en forsikring er at kompensere for et økonomisk tab eller en udgift. I sammenhæng med en pensionsaftale kan et økonomisk tab eller en udgift opstå i to forskellige situationer.

Man kan have et økonomisk tab, fordi man mister indkomstgrundlaget for at fastholde et bestemt forbrugsniveau. Det sker, hvis man mister sin arbejdsevne. I det tilfælde mangler man sin arbejdsindkomst til at sikre en given levestandard. Hvis man har familiemedlemmer i husstanden, som er økonomisk afhængige af en, kan indkomstgrundlaget for et forbrug også blive mistet ved dødsfald. I det tilfælde mister husstanden en indkomst til at medfinansiere husstandens levestandard.

Man kan også ende med at have et stort forbrug, der netop kan opfattes som en udgift, som en forsikring kan kompensere for. Det sker, hvis man faktisk lever længe nok til at opleve mange år som pensionist. I første omgang opstår der et øget forbrug allerede, når man rent faktisk overlever til pensionsalderen og starter sit forbrug som pensionist. Forbruget er øget i forhold til, hvis man var død før pensionsalderen.

En vigtig forsikring er den forsikring, der skal kompensere for det indkomsttab, der opstår, hvis man mister evnen til at varetage sit arbejde. Det kaldes en ”Tab-af-erhvervsevne”-forsikring. Netop fordi forsikringen kun betaler til dem, der mister arbejdsevnen, vil langt de fleste aldrig modtage nogen ydelse på denne forsikring og dermed ikke få noget ud af den økonomisk set. Kun nogle få vil ende med at modtage ydelser. Alle får dog tryghed og vished om, at deres forbrugsmuligheder ikke forsvinder, hvis de skulle miste arbejdsevnen.

En forsikring mod tab af arbejdsevne er typisk beskrevet som en procentdel af indkomsten, som så er den ydelse, man får, hvis man mister arbejdsevnen. Alternativt kan den være sat i forhold til alderspensionen. Når den står i forhold til indkomsten, kan procentdelen være obligatorisk. I nogle tilfælde er den delvist valgfri, så man skal vælge en dækning mellem to yderpunkter, fx 40% og 80%.

Det er relevant med en relativt høj ”Tab-af-erhvervsevne”-forsikring, fordi man ved sygdom mister indkomstgrundlaget men fortsat har et nogenlunde uændret forbrugsønske. Dette er i skarp kontrast til forsikring mod død, hvor indkomstgrundlaget godt nok også bortfalder, men hvor der på forbrugssiden ”kun” er den tilbageværende families ønske at tage hensyn til.

En anden type forsikring, som ikke skal forveksles med ”Tab-af-erhvervsevne”-forsikringen, er en ”Kritisk sygdom”-forsikring. Denne dækker et tab, der opstår, hvis man bliver kritisk syg, altså får stillet én af en række veldefinerede diagnoser. I modsætning til ”Tab-af-erhvervsevne”-forsikringen er det tab, som ”Kritisk sygdom”-forsikringen dækker, faktisk et øget forbrug i forbindelse med diagnosen. Det kan være til indretning af hjemmet, så man kan blive boende så længe som muligt, eller udgifter til medicin, behandling eller lindring. Men det kan også være til luksusvarer for følelsesmæssig kompensation eller til en sidste rejseoplevelse, hvis diagnosen indebærer en stærkt forhøjet dødelighed. Det er op til modtageren at beslutte, hvordan ydelsen skal bruges. En særlig ”Kritisk sygdom”-forsikring er vendt imod kritisk sygdom hos individets

børn. Den giver mulighed for, at forældrene til det syge barn har råd til fx at tage ulønnet orlov.

En forsikring, der udbetaler en ydelse, når man dør, kaldes en livsforsikring. Formålet med denne er delvist at kompensere de efterladte for det indkomsttab, som individets død medfører. Det er dog ikke hele indkomstgrundlaget, der skal søges kompenseret i forbindelse med dødsfald. For godt nok forsvinder den afdødes bidrag til indkomstgrundlaget helt, men husstandens forbrugsønsker, der skal finansieres af husstandens indkomstgrundlag, reduceres også. Det reduceres imidlertid typisk ikke i samme omfang som indkomstgrundlaget, og det er netop her, der opstår et behov for livsforsikring.

Der er to årsager til, at forbruget ikke nødvendigvis reduceres tilsvarende. For det første kan der være indkomstforskelle mellem husstandens medlemmer. Hvis ægtefællen/samleveren tjener meget mindre end individet, og/eller der er børn i husstanden, har man brug for en relativt stor livsforsikring. Hvis ægtefællen/samleveren derimod tjener meget mere end individet, og/eller der ikke er børn i husstanden, har man kun brug for en relativt lille eller slet ingen livsforsikring. Til gengæld har ægtefællen/samleveren brug for en stor livsforsikring. For det andet rummer en husstand økonomiske stordriftsfordele. Tab af økonomiske stordriftsfordele kan også kompenseres gennem en livsforsikring.

En livsforsikring er typisk givet ved et antal årslønninger, som så er den sum, de efterladte får udbetalt ved dødsfald. Alternativt kan summen været givet som et nominelt beløb. I begge tilfælde kan antallet/summen være fast eller delvist valgfri(t), og skal i sidstnævnte tilfælde typisk vælges mellem to yderpunkter, fx mellem 2 og 8 årslønninger eller mellem 500.000 og 2.000.000 kr.

I nogle tilfælde er det - i stedet for en livsforsikring - en såkaldt ægtefællepension eller børnepension, som ved dødsfald kompenserer for tabet gennem en livrente til ægtefælle eller børn, henholdsvis. For børns vedkommende sker udbetalingen kun indtil en vis voksenalder. Disse pensioner tjener samme formål som livsforsikringen. I takt med stigende jævnyrdighed i husstandsmedlemmernes indtjeningsmuligheder dækkes behovet i de forskellige ordninger i voksende grad af rene livsforsikringer og i aftagende grad af ægtefælledækninger.

Mange pensionsordninger tilbyder en forsikring af selve det beløb, der er sparet op til pension i den forstand, at pensionsopsparingen udbetales ved død. Tidligere trådte forsikringen normalt i kraft, når pensionsopsparingen oversteg det beløb, livsforsikringen som udgangspunkt lød på (typisk et antal årslønninger). Nu er det ofte sådan, at man får både dødsfaldssummen og opsparingen udbetalt, uanset deres indre forhold. I begge tilfælde giver det en følelse af ikke at have tabt noget, hvis man dør, før man bliver pensioneret.

Men man skal her være opmærksom på, at man måske slet ikke har brug for den høje livsforsikring, herunder pensionsopsparingen indregnet som en del af dødsfaldssummen. Det gælder særligt i slutningen af opsparingsfasen, hvor selve den opsparede formue er stor. Man må tilstræbe ikke at bruge unødvendigt mange penge på livsforsikringen. Dette vil være såkaldt overforsikring, altså at der ved død efterlades en sum, som de efterladte ikke har brug for i samme omfang, som man selv kunne have haft brug for pengene, hvis man stadig havde været i live.

Levetid og pension

Den forsikring, man får, når man køber en livrente, er en vigtig forsikring i forbindelse med pension. En livrente udbetaler en ydelse, så længe man lever. Det er netop en forsikring i den forstand, at den sikrer forbrugsmulighederne i pensionstilværelsen, uanset hvor længe man lever. Dette forbrug er en udgift, som pensionsforsikringen kompenserer for gennem livrenteydelsen. Fordi kun nogle mennesker lever til en høj alder og andre mennesker lever til en lav alder, vil nogle få meget ud af deres livrente rent økonomisk set, mens andre vil få lidt ud af den. Alle vil dog få tryghed og vished om, at deres forbrugsmuligheder ikke forsvinder, så længe de lever.

Den samlede udbetaling på livrenten er usikker, fordi det er usikkert, hvor længe man lever.¹ En usikker udbetaling kan lyde som et spil, man ikke har lyst til at spille. Grunden til, at man faktisk bør spille netop dette spil, er, at udgiften til forbrug også er usikker, fordi man ikke ved, hvor længe man lever. Selvom den samlede udbetaling er usikker, fjerner livrenten altså usikkerheden om, hvor meget man kan forbruge, mens man lever. Livrenten er ikke gambling, som den umiddelbart kan ligne, men derimod afdækning af risiko. Det er kun livrenten, der tilbyder denne afdækning.

Beskrivelsen af, hvordan livrenten befrier den enkelte for den iboende usikkerhed i dennes forbrugsønsker, vedrører ikke som udgangspunkt usikkerheden omkring befolkningens levetid som sådan. Produkterne bliver i stigende grad designet sådan, at risikoen omkring befolkningens generelle levetid bæres af individerne på en måde, så der kan opstå udsving i ydelserne. Historisk set har pensionselskaberne undervurderet forøgelsen af befolkningens levetid. Isoleret set har effekten af dette været faldende ydelser. Pensionselskaberne har imidlertid samtidig haft højere afkast end forventet. Dette har medført, at selskaberne kun i begrænset, men dog stigende omfang har måttet sætte ydelserne ned. Nogle produkter tilbyder garantier for, at ydelserne ikke falder. I det omfang, man har mulighed for at vælge sådanne garantier til, skal man dog være opmærksom på, at prisen for at blive befriet for risikoen i befolkningens levetid gennem garantier kan være høj.

Ud over udsving i ydelserne i nedsparingsfasen er der også i indbetalingsfasen en usikkerhed om, i hvilket niveau ydelserne starter, når man går på pension. Denne risiko kan imidlertid reduceres ved ikke at tænke på tilbagetrækningsalderen som fastlåst. Hvis levetiden stiger mere, end pensionselskabet regnede med, kan det vise sig nødvendigt at blive længere på arbejdsmarkedet. Hvis befolkningens levetid stiger mindre, end pensionselskabet regnede med, kan man omvendt trække sig tidligere tilbage. Det er vigtigt at forstå, at en stor del af usikkerheden omkring ydelserne, nemlig deres startniveau, således kan afdækkes gennem valg af tilbagetrækningsalder. Man kan selvfølgelig også vælge at acceptere risikoen i ydelsesniveauet og trække sig tilbage som planlagt.

Midler uden for pensionsaftalen

Mange har opsparret midler uden for deres pensionsaftale. Disse

1. Bemærk at usikkerhed vedrørende markedsrisiko behandles separat senere i artiklen.

midler kan have ganske forskellig karakter. Nogle, så som bolig, kan være meget illikvide, mens andre, som fx frie midler investeret i børsnoterede værdipapirer, er meget likvide. Fælles for dem er, at de i passende omfang kan medregnes den opsparing, man har til pension. Der gælder dog nogle særlige forhold, som gør, at indregningen af deres værdi som pensionsopsparing skal modereres. Det forhold gælder både boligen og øvrige frie midler.

I modsætning til opsparingen i en pensionsaftale er der ikke skatte- og afgiftsmæssige forhold, der forhindrer en i at aktivere og bruge opsparingen, før man bliver pensionist. At der ikke er en binding på brugen af en opsparing, er principielt godt, fordi det alt andet lige forbedrer muligheden for at udjævne sine forbrugsmuligheder resten af livet. Men omvendt kan man være tilbøjelig til – i forhold til målet om forbrugsudjævning – at falde for fristelsen til at aktivere et forbrug ”for tidligt”. Derfor må midler uden for pensionsaftalen kun regnes med i pensionsopsparingen i det omfang, at man er i stand til på egen hånd at udjævne forbruget. Det gælder også, når det kræver, at man udskyder et forbrug, man ellers kunne have nu. Endelig gælder der for alle midler uden for en pensionsaftale, at de ikke i udgangspunktet har den udbetalingsprofil, som man har brug for.

For ejere af egen bolig udgør denne typisk deres mest værdifulde enkeltstående frie aktiv og spiller dermed en central rolle i forbindelse med pensionsopsparingen. For lejere spiller boligen derimod ikke nogen væsentlig rolle i forhold til overvejelser omkring pensionsopsparing. Friværdien i en bolig er en del af boligejerens midler uden for pensionsaftalen. Der er imidlertid begrænsninger i mulighederne for at omsætte boligaktivet til forbrug i pensionstilværelsen.

Enten skal man belåne friværdien og bruge de lånte penge direkte på forbrug eller på at købe dækninger i en pensionsaftale. Som følge af hensyn til kreditrisiko og lovgivningsmæssige forhold er det dog ikke muligt at belåne hele friværdien. Alternativt skal man flytte til en billigere bolig og frigøre prisforskellen. Det betyder dog, at man dels har nogle flytte- og transaktionsomkostninger, dels måske ikke får adgang til de boligforhold som pensionist, som man havde forestillet sig. I begge tilfælde skal man altså overveje både økonomiske forhold og forhold vedrørende boligglæde.

Boligejere skal være opmærksomme på de unødige omkostninger, der kan være forbundet med på én gang at belåne et hus og derigennem betale omkostninger til banken eller realkreditinstituttet og samtidig spare op i en pensionsaftale og derigennem betale omkostninger til pensionsinstituttet. Der er flere grunde til, at det kan være meningsfuldt at have denne indretning. Fordelene ved opsparing i pensionsaftalen samt ulemperne ved opsparing i friværdi taler for, at indretningen kan være god. Det kan også være fornuftigt i forhold til risikoen i den samlede opsparing. Men omkostningerne forbundet med lånet kan være så høje, at prisen for disse fordele bliver for høj. Derfor vil det være tilrådeligt at betale dyre banklån i boligen – og ligeledes andre dyre lån som fx billån og forbrugslån – helt ud, inden man sparer mere op i pensionsaftalen, end hvad der er obligatorisk.

Frie midler er investeringer på kapitalmarkedet uden om en pensionsaftale. Der findes likvide investeringer i børsnoterede papirer, og der findes mere illikvide muligheder i andelsforeninger o.l. Ulempen ligger lige som for boligen i eventuel illikviditet og begrænsninger i aktiveringsmuligheder men også i det

forhold, at afhændelsen og omsætningen til forbrug ikke er designet til at vente til pensionstilværelsen.

Ud over disse opmærksomhedspunkter kan frie midler være et udmærket supplement til en pensionsaftale. Alene af den grund, at disse midler er likvide. Bemærk dog, at afkastbeskatningen af frie midler er højere end afkastbeskatningen af opsparingen inden for en aftale. Da opsparingen i pensionsaftalen desuden rummer mulighed for tilrettelæggelse af de nødvendige forsikringer, herunder mod levetid, kan det ikke anbefales, at en for stor del af den samlede opsparing er placeret i frie midler. Det hører dog med til historien, at effekten af forskellig skattesats på afkast af pensionsmidler og frie midler er relativt lille, når afkastet er relativt lille. Det forventes det at være, når renten er tæt på nul.

Det offentlige system

En pensionsaftale spiller sammen med det offentlige system, især i forhold til skat og offentlige ydelser. Skat er ikke blot en kilde til indtægt for det offentlige, men det er også et instrument, som kan bruges til at påvirke opsparingsadfærd. De offentlige indkomstoverførsler er de ydelser, man modtager i forbindelse med sygdom og alderspensionering. De spiller sammen med de ydelser, man får fra sin pensionsaftale i tilsvarende situationer.

Ved at spare op bliver man i højere grad i stand til at klare sig selv. Derfor er skattesystemet indrettet på en måde, så det kan betale sig at spare op. Det sker gennem to forskellige incitamentter i skattesystemet. For det første bliver afkastet af pensionsopsparingen beskattet lempeligt i forhold til afkastet af frie midler. Igen skal dog nævnes, at denne mekanisme ikke er særlig stærk i et lavrentemiljø. For det andet er der fradrag for indbetalingen til pension. Til gengæld betales indkomstskat af pensionsudbetalingen. Dette er en skattefordel for individer, der betaler topskat ved indbetaling, men en lavere skat ved udbetaling. Incitamentet via fradrag og indkomstskat er marginalt og for mange ikke-eksisterende. Eftersom folkepensionen delvist reduceres som følge af visse pensionsydelser, kan den samlede effekt dog være, at det for visse alders- og indkomstgrupper ikke kan betale sig at spare op i bestemte produkter, jf. senere.

Det er primært lempelsen via beskattningen af afkastet, som gør pensionsopsparing attraktiv, selvom effekten er reduceret i perioder med lave afkast. Det skal dog understreges, at i det omfang opsparingen er obligatorisk, spiller disse incitamentter primært rollen som obligatorisk skattebesparelse og altså ikke nogen væsentlig rolle for den enkeltes beslutninger. Kun i forhold til om den enkelte skal have privat, frivillig opsparing ud over den obligatoriske opsparing, spiller skattesystemets opsparingsincitamentter en rolle for selve beslutningen.

I forbindelse med sygdom og erhvervsevnetab står det offentlige klar med et længere forløb af krav og tilbud. Disse afspejler ikke blot, at man ønsker at få individet tilbage i arbejde igen, men også at individet har mulighed for at klare sig økonomisk, så længe denne er uarbejdsdygtig. Det sker gennem en ydelse, der ikke er relateret til lønnen.

”Tab-af-erhvervsevne”-forsikringen er et supplement til den ydelse, staten giver. Individet selv stiller sig ikke nødvendigvis tilfreds med blot at kunne ”klare sig”. Denne ønsker at opretholde en nogenlunde uændret levestandard. Det er netop det, der er mulighed for, når ”Tab-af-erhvervsevne”-forsikringen enten fylder op fra statens nominelle beløb til et beløb, der er en

procentdel af lønnen, eller betaler denne procentdel af lønnen i tillæg til statens nominelle beløb.

I de fleste situationer afhænger ydelsen fra pensionsaftalen af den ydelse, man får fra det offentlige. I nogle situationer er ydelsen fra det offentlige faktisk også afhængig af, hvad man får udbetalt fra sin pensionsaftale. Hvordan den offentlige ydelse og betalingen fra pensionsaftalen påvirker hinanden afhænger af, hvad der er aftalt. Det er generelt et vanskeligt område at orientere sig i, eftersom ydelserne fra det offentlige - og evt. virkningen på ydelserne fra pensionsaftalen - for den enkelte udvikler sig med de krav og tilbud, man møder gennem ressourceløb, fleksjob og evt. førtidspension.

”Tab-af-erhvervsbevne”-dækningen er typisk prissat solidarisk, hvilket betyder, at man betaler den samme andel af sin løn uanset alder og indkomstniveau. Dette gælder, selvom risikoen for at blive syg på den ene side stiger med alderen, og selvom det, man får ud af sin dækning relativt til lønnen, stiger med indkomstniveauet pga. de offentlige ydelser. Da man dog gennemlever alle aldre og typisk bliver prissat sammen med en gruppe af kolleger eller fagfæller med tilnærmelsesvis samme lønniveau, som man selv har, giver det ikke meget mening at forsøge at spekulere i disse forhold. Som med de fleste forsikringer er det bedste råd at købe den dækning, man har brug for.

Fra tidspunktet for alderspensionering modtager man folkepension. Dette er kernen i pensionssystemets ”søjle 1” og afspejler et politisk ønske om at undgå fattigdom blandt ældrebefolkningen, dvs. den enkelte skal have mulighed for at klare sig økonomisk i alderdommen. Det sker gennem en ydelse, der kun i begrænset omfang og indirekte er relateret til den indkomst, man har haft som arbejdsaktiv. Selvom folkepensionens grundbeløb ikke afhænger af lønnen, så gør tillægsydelsen det indirekte, eftersom denne afhænger af, hvad man modtager i rate- og livrenteydelse. Jo større ydelse fra pensionsaftalen, desto mindre folkepension. Dette kunne i princippet være et argument for ikke at spare op til disse ydelser. Men for forskellige aldre er der andre argumenter for at gøre det alligevel.

Pensionsydelse

I nedsparingsfasen modtager man forskellige typer af ydelser afhængigt af, hvad der ligger i den aftale, man har, og af de valg, man har foretaget. Overordnet set findes der tre typer: (1) Aldersopsparing, der udbetaler en sum (et større beløb) ved pension; (2) ratepension, der udbetaler et beløb om måneden i et antal år efter pension, også selvom man skulle dø undervejs; samt (3) livrente, der udbetaler et beløb om måneden, indtil man dør.

Blandt de tre typer opsparing er det kun livrenten, der fungerer som en forsikring mod at leve længe. For aldersopsparing og ratepension gælder, at det er op til opspareren selv at tilrettelægge forbruget med henblik på at opnå jævne forbrugsmuligheder resten af livet. Det betyder, at man skal være påpasselig med at bruge for mange penge for at undgå at løbe tør for penge, før man dør. Det kan føre til eget underforbrug i forhold til, hvad man kunne have haft. Det sker for aldersopsparingen, når der ved død står en stor opsparing i frie ubrugte midler fra en alderssparingsudbetaling.

Det sker tilsvarende for ratepensionen, hvis der er tidligere udbetalte rater, man endnu ikke har brugt. Men vigtigst for ratepensionen sker det, når ratebetalingerne fortsætter efter ens død. Disse efterladte frie midler (fra ubrugt aldersopsparing

eller ubrugte rater) og efter døden fortsættende ratebetalinger er ofte ikke afgørende for, at ens efterladte kan vedligeholde deres levestandard. Det står en frit for at forbruge relativt lidt, for at de efterladte får adgang til en forhøjet levestandard efter ens død. Men det er vigtigt at forstå, at der er et produkt, der kan forhindre dette, uden at man risikerer at løbe tør for penge, mens man lever. Det er netop livrenten, der giver mulighed for et relativt højt og jævnt forbrug helt indtil dødsfald, uden at man efterlader sig penge, som de efterladte ikke behøver for at bevare levestandarden.

Af ovennævnte grunde er det som udgangspunkt livrenten, der giver den ydelse, man har brug for. Dertil kan der komme andre hensyn, som gør, at man bør kombinere livrenten med aldersopsparing og/eller ratepension. Der er to grundlæggende argumenter for at kombinere udbetalingsprofilerne. Det ene argument er, at man måske derigennem får mere ud af de offentlige pensionsydelse (folkepension), eftersom disse ikke er påvirket af størrelsen på en aldersopsparing men delvist reduceres som følge af livrente og ratepension. Den anden grund er, at mange forestiller sig, at de har et større forbrugsønske i starten af deres nedsparingsfase (70’erne) end i slutningen af deres nedsparingsfase (90+). Man kan så netop aktivt vælge en aldersopsparing og/eller ratepension i tillæg til livrenten for at give mulighed for et sådant faldende forbrug. Man kan altså betragte aldersopsparing og ratepension som moduler, hvormed man kan bygge en faldende ydelse, der matcher ens ønsker.

Man kan ikke købe en livrente med skattebegunstigelse gennem fradrag og indkomstskat med en ydelsesprofil, der i sig selv imødekommer et ønske om et faldende forbrug gennem nedsparingsfasen. Dette er forhindret gennem skattelovgivningen ved ikke at tillade fradrag for indbetalinger til en livrente med faldende profil. Men man kan godt planlægge brugen af sin alderspension og ratepension, så de samlet delvist imødekommer ønsket om en faldende ydelse.

Uanset hvordan man gør det, har planen nogle markante ulemper. Man kan godt sørge for et relativt jævnt eller kun let faldende forbrug. I det tilfælde efterlader man imidlertid en stor formue til sine efterladte, hvis man dør tidligt. Dette vil ofte forøge levestandarden hos de efterladte, så der faktisk er tale om en slags overforsikring ved død. Alternativt kan man forbruge relativt meget i starten. Dermed bliver overforsikringen mindre. Ulempen her er, at man, for ikke at løbe tør for penge, løbende må sætte sit forbrug mere ned, end man synes er ideelt.

Investeringer

Pensionsopsparing og diverse forsikringer skal sørge for en jævn forbrugsprofil gennem hele livet. Et vigtigt aspekt af opsparingen er, at den bliver investeret med henblik på at skabe afkast. Afkastet tjener ikke i sig selv til at skabe en jævn forbrugsprofil, men påvirker niveauet for forbrugsmulighederne. Jo større afkast, desto højere et jævnt forbrug kan man finansiere med det indkomstgrundlag, man har. Dermed bliver selve kapitalforvaltningen en helt central del af pensionsopsparingen.

Et højt afkast giver adgang til højere forbrugsmuligheder i resten af livet. Et højt afkast følges imidlertid som regel af en stor usikkerhed. Hvor meget usikkerhed, man kan leve med i bestræbelserne på at opnå et højt afkast, er et individuelt spørgsmål.

I markedet for pensionsopsparing sondres typisk mellem

gennemsnits- og markedsrenteprodukter. Gennemsnitsrenteprodukter er karakteriseret ved, at man indgår i et investeringskollektiv, som skaber afkast i et fællesskab. Afkastet kanaliseres ned i den enkeltes opsparing i et system, der reguleres i lovgivningen, så alle får en rimelig andel. Også i nedsparingsfasen bliver afkastet kanaliseret ned i ydelserne. Systemet fungerer sådan, at fluktuationerne fra afkastet samtidig bliver udglattet, så man fx som livrentenyder oplever en vis udjævning af afkastet i ydelserne fra år til år.

Afhængigt af i hvilket omfang nogle af ydelserne er garanterede, investerer selskabet med meget stor forsigtighed, hvilket begrænser mulighederne for et højt afkast og dermed reducerer de forventede forbrugsmuligheder i udbetalingsfasen. Befolkningens levetid indgår i systemet til dels på samme måde som afkastet. Fluktuationerne i befolkningens levetid kanaliseres ned i ydelserne, efter at de er blevet glattet ud. På grund af udglatningen er udsvingene fra år til år, både fra afkast og levetider, begrænsede men også mere træge, end hvis udglatningen ikke havde været der. Både i forhold til afkast og levetid gælder der, at hvis man har reelle garantier, kan ydelserne principielt kun stige.

Markedsrenteproduktet er karakteriseret ved, at man får tildelt det opnåede afkast direkte. I nogle ordninger har man valgmuligheder, primært vedrørende hvor risikabelt man vil investere. Hvis man kan vælge risikoniveauet, skal man vælge et niveau, der matcher ens appetit på risiko. I nedsparingsfasen skal man være opmærksom på, at også udbetalingerne i deres rene form svinger med værdien af de fonde, man har investeret i. Det giver mindre udjævning af afkastet i ydelserne. Til gengæld kan man, hvis ens selskab tilbyder det, investere mere risikofyldt og dermed stræbe mod et højere afkast og dermed en højere ydelse. Også fluktuationer i befolkningens levetid bliver indregnet direkte i ydelserne.

I nogle selskaber kan man til sit markedsrenteprodukt føje garantier og/eller udjævningsmekanismer, som dæmper den effekt, som udsving i afkastet og befolkningens levetid umiddelbart har på udbetalingerne. Det sker lidt på samme måde som i gennemsnitsrenteproduktet. Dermed bliver udsvingene mindre, men også mere afdæmpede. Dog skal man være opmærksom på, at prisen for at blive befriet for risikoen fra afkastet og befolkningens levetid gennem garantier kan være høj, og at disse tilkøbsmuligheder kun tilbydes i begrænset omfang.

Begge produkttyper kan have nogle fordele, som gør det svært generelt at foretrække det ene frem for det andet. Tilsynsmyndighederne overvåger gennemsnitsrenteproduktet med stigende ildhu og er samtidig også i stigende grad opmærksomme på ulemperne i de umiddelbare udsving i ydelserne, et rent markedsrenteprodukt medfører.

I det omfang selskaberne samtidig udvikler markedsrenteprodukter med forskellige garantier og udjævningsmekanismer, bliver den reelle forskel mellem produkterne mindre og mindre. Dog vil det generelt gælde, at hvis man fravælger garantier og udjævningsmekanismer i markedsrenteproduktet, er der en frihed til at investere med henblik på højere afkast i markedsrenteproduktet, som ikke findes i samme grad i et gennemsnitsrenteprodukt med garanti. Afhængigt af selskabets produktdesign, kan individet mærke denne frihed gennem beslutninger, der skal tages. Hvis friheden til at forfølge højere afkast udnyttes, følger risikoen med op.

Mange selskaber med markedsrenteprodukter tilbyder såkaldte livscyklusstrategier. Det er investeringer, som automatisk tilpasser fordelingen af investeringerne imellem høj- og lavrisikoaktiver med alderen på opspareren. Man kan argumentere for, at man skal investere mere og mere forsigtigt, desto tættere man kommer på sin alderspensionering. Niveaulet for overgangen fra højrisikoaktiver til lavrisikoaktiver er imidlertid igen et individuelt spørgsmål. Mange selskaber tilbyder flere niveauer, som kunder kan vælge imellem.

Selskaberne forbedrer i disse år deres værktøjer til at vise kunderne, hvad de får ud af forskellige produkter og forskellige valg, herunder usikkerhederne. For alle aldre gælder, at nogle har valgmuligheder i forhold til afkast og risiko. I det omfang, man har muligheden for at vælge, er det relevant at tage stilling til valget.

Sammenfatning og anbefalinger

Vi opsummerer slutteligt i generelle termer nogle forhold, man bør være særligt opmærksom på. I artiklen har vi beskrevet de forhold, der ligger til grund for anbefalingerne.

Man bør primært spare op i livrenten.

Livrenten er den ydelsesprofil, der i udgangspunktet afdækker forbrugsbehovet. På den ene side bidrager livrenten til at undgå overforsikring ved død i nedsparingsfasen. Men vigtigst sørger livrenten for en jævn ydelse resten af livet, uanset hvor gammel man bliver. Man skal dog være opmærksom på, at når ydelserne ikke er garanterede, kan de falde ved ugunstige afkast og ændringer i befolkningens levetid.

Man bør kun medregne midler uden for pensionsordningen i begrænset grad.

Midler uden for pensionsordningen kan være frie midler i forskellige investeringsaktiver og friværdi i egen bolig. En række forhold gør, at de ikke nødvendigvis virker lige så effektivt som opsparing inden for en ordning, der er skræddersyet til formålet. A) Man kan blive fristet til at gøre brug af dem, før man trækker sig tilbage fra arbejdsmarkedet. B) Især friværdien kan være svær eller dyr at aktivere. C) Disse midler kan uden omtanke bidrage til, at de aktiver, man efterlader sig ved død, ikke nødvendigvis står i forhold til de efterlades behov. D) Afkastet på frie midler, bortset fra friværdi, beskattes hårdere end afkastet inden for pensionsordningen. Alle disse forhold skal dog holdes op mod de fordele, der kan være, så som fleksibilitet.

Man bør være forsikret mod sygdom og død i passende grad, herunder undgå overforsikring.

Det betyder, at man må sørge for at være tilstrækkeligt dækket. Men det betyder også, at man må undgå overforsikring. Der er nogen grad af overforsikring i særligt to situationer. Dels er mange overforsikrede, når mindst hele opsparingen udbetales ved død hen mod slutningen af opsparingsperioden, hvor opsparingen er relativt stor. Dels er mange overforsikrede, når en stor del af opsparingen består af dækninger, der efterlader en relativt stor, ubrugt formue eller endnu ikke udbetalte rater ved død.

Litteratur

- Balter, Anne G., Malene Kallestrup-Lamb og Jesper Rangvid, 2020: Variability in Pension Products – A Comparison Study between The Netherlands and Denmark. *Annals of Actuarial Science*, forthcoming.
- Hambel, Christoph, Holger Kraft, Lorenz S. Schendel og

- Mogens Steffensen, 2016: Life Insurance Demand under Health Shock Risk. *Journal of Risk and Insurance*, 84(4), s. 1171-1202.
- Jensen, Svend E. Hougaard, Torben Møger Pedersen og Tove B. Foxman, 2019: Experiences with Occupational Pensions in Denmark. *Quarterly Journal of Economic Research*, 88(1), s. 11-30.
 - Jensen, Svend E. Hougaard, Malene Kallestrup-Lamb, Louise Meyer Kierkegaard, Mogens Steffensen og Carsten Tanggaard, 2020: Forbrugerens udfordringer med pensionsbeslutninger: Et livs-cyklus perspektiv. Rapport, Penge- og Pensionspanelet.
 - Kraft, Holger og Mogens Steffensen, 2008: Optimal Consumption and Insurance: A Continuous-Time Markov Chain Approach. *ASTIN Bulletin*, 28(1), s. 231-257.
 - Merton, Robert C., 1969: Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case. *Review of Economics and Statistics*, 51(3), s. 247-257.
 - Richard, Scott F., 1975: Optimal Consumption, Portfolio and Life Insurance Rules for an Uncertain Lived Individual in a Continuous Time Model. *Journal of Financial Economics*, 2(2), s. 187-203.
 - Yaari, Menahem E., 1965: Uncertain Lifetime, Life Insurance, and the Theory of the Consumer. *Review of Economic Studies*, 32(2), s. 137-150. ■

KURSUS I ASSET MANAGEMENT STRUCTURING

STRUKTURERING AF INVESTERING KOLLEKTIVT OG INDIVIDUET (UCITS OG ALTERNATIVER)

Kurset giver deltageren redskaber til ikke bare at planlægge og strukturere såvel individuel som kollektiv investering, men også vurdere og analysere eksisterende strukturer.

Kurset er egnet til personer, der ønsker at forstå "the nuts and bolts" af de særegne selskabsretlige og andre juridiske karakteristika, der kendetegner strukturering og regulering af kollektive investeringer samt strukturerede investeringsenheder til brug for institutionelle investorer.

**ALLEREDE
OVER 30
TILMELDTE**

FREDAG D. 15. MAJ FRA 09:00-15:30

Læs mere om kurset på www.juc.dk/ams

