

# Produksjon av pensjon

*Forvaltning av gammel og ny kapital – fripoliser med og uten investeringsvalg, farvel til overskuddsdeling m.m. og betydning for forvaltningsstrategier*

Kjetil Svihus

14.06.2013

*Forsøke å gi en bedre forståelse av hvilke problemstillinger man bør være opptatt av når det gjelder selve produksjonen og leveransen av pensjon.*

*Denne debatten har kommet litt i skyggen av selve produktdebatten (ytelse vs innskudd, hybrid, tidligere rettigheter m.m.)*

*Hvordan bør man produsere pensjon?  
Hvordan bør man forvalte pensjonsmidler?*

# Avsatte pensjonsmidler 2010

tall i mrd kroner	% av total	Kollektiv	Investeringsvalg	Totalt
Forsikringsforpliktelser	2010	2010	2010	2010
Individuell kapitalforsikring	3,2 %	23,5 *	10,4	33,9
Individuell pensjonsforsikring	7,6 %	62,0 *	19,4	81,5
Privat innskuddsbasert pensjon	3,9 %	1,2	40,4	41,5
Privat ytelsesbasert pensjon	26,0 %	275,5 *	3,8	279,3
Kommunal ytelsesbasert pensjon	29,4 %	313,2 *	2,3	315,6
Fripoliser	12,3 %	132,6 *		132,6
Private pensjonskasser	11,1 %	119,0 *		119,0
Offentlige pensjonskasser	5,4 %	58,0 *		58,0
Pensjonskapitalbevis	0,8 %	0,4	7,7	8,1
Foreningskollektiv	0,4 %	4,6 *		4,6
<b>SUM</b>	<b>100,0 %</b>	<b>989,9</b>	<b>84,0</b>	<b>1 074,0</b>

**2011**  
vekst

**52**    **24%**  
**299**    **9%**  
**340**    **9%**

\* med rentegaranti

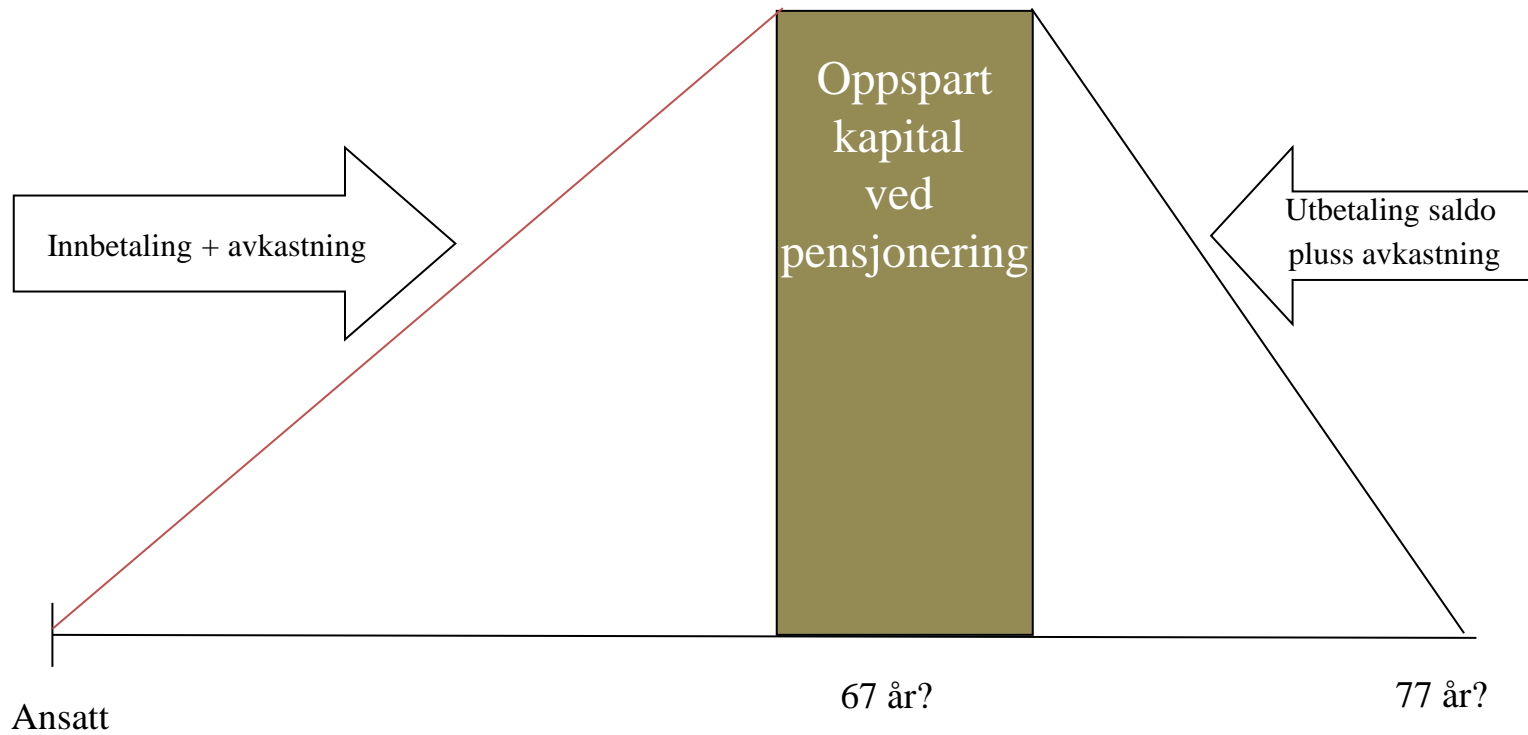
92,0 %

988,4

Kilde: FNO

**Nå antakelig 1200 mrd NOK !**

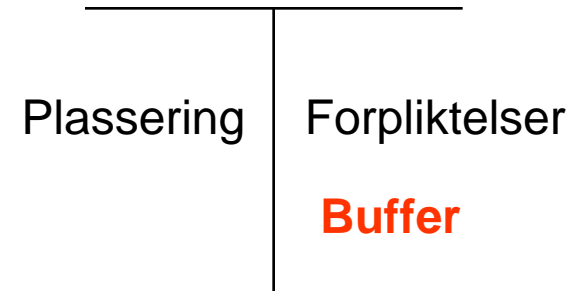
# Pensjon = sparing



# Hvor høy bør avkastningen i en pensjonsinnretning minst være ?

- God avkastning innebærer...
  - avkastning lik grunnlagsrenten, 3-4% årlig
  - + avkastning som tar høyde for (forventet) lønnsvekst hos de ansatte, ca. 2-5% årlig (?)
  - + eventuell avkastning for å ta høyde for at G-beløpet i folketrygden ikke har samme utvikling som lønnsveksten
  
- Avkastningen bør dermed være på 6-8% årlig
  - Må ha en stor andel investert i aksjer, også under «normale» markedsforhold
  
- Dagens forventede avkastning på avsatte pensjonsmidler?

- ◆ Klargjør forpliktelsene
  - forventede utbetalinger
  - aktive og passive medlemmer
- ⇒ benchmark
  
- ◆ Langsiktig: inflasjon-/vekstrisiko
- ◆ Kortsiktig: verdirisiko
- ◆ Inflasjonsbeskyttede forpliktelser ?
- ◆ Reallønnsrisiko ?
  
- ◆ Utfordring: tilstrekkelig løpende kapitaldekning
  - må bygge opp bufferfond
  - hva er vår ryggrad (risikotoleranse) ?
  
- ◆ Redusere langsiktig pensjonskost ved rasjonell forvaltning
  - betydelig del i aksjemarkedet
  
- ◆ Is i magen og dype lommer !
  - skift strategi kun ved langsiktige endringer i forpliktelser eller markedsmuligheter
  - ellers 'langsiktig vinning opp i kortsiktig spinning'



**Kilde: Prof. Thore Johnsen, foredrag**

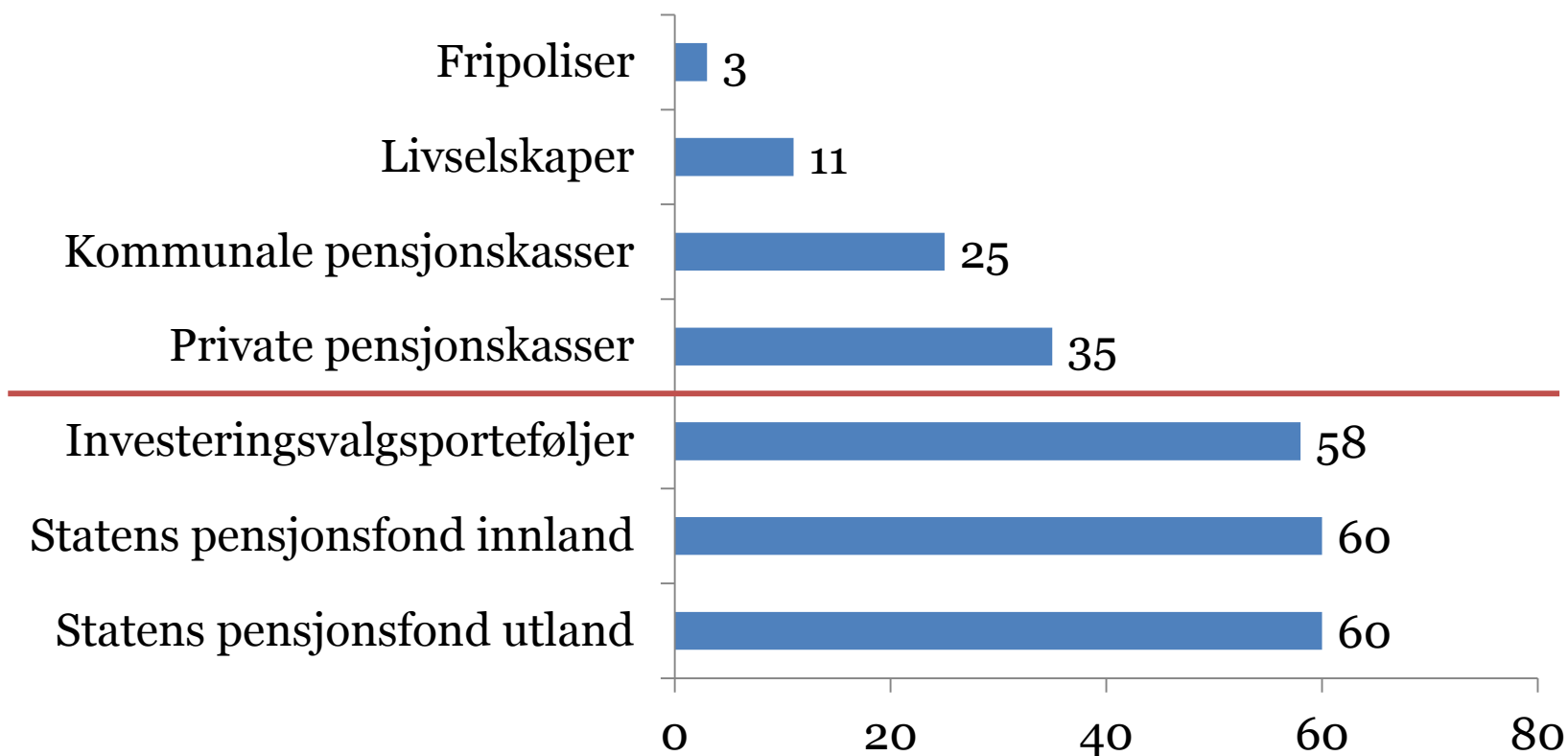
**Pensjonskassenes forening sept 2004**

## Eksempel fra en statlig «pensjonsforvalter»

«*Forvaltningen er lagt opp med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning i internasjonal valuta innenfor et **moderat risikonivå.***»

# Hvordan har pensjonsforvaltere plassert kapitalen i dag?

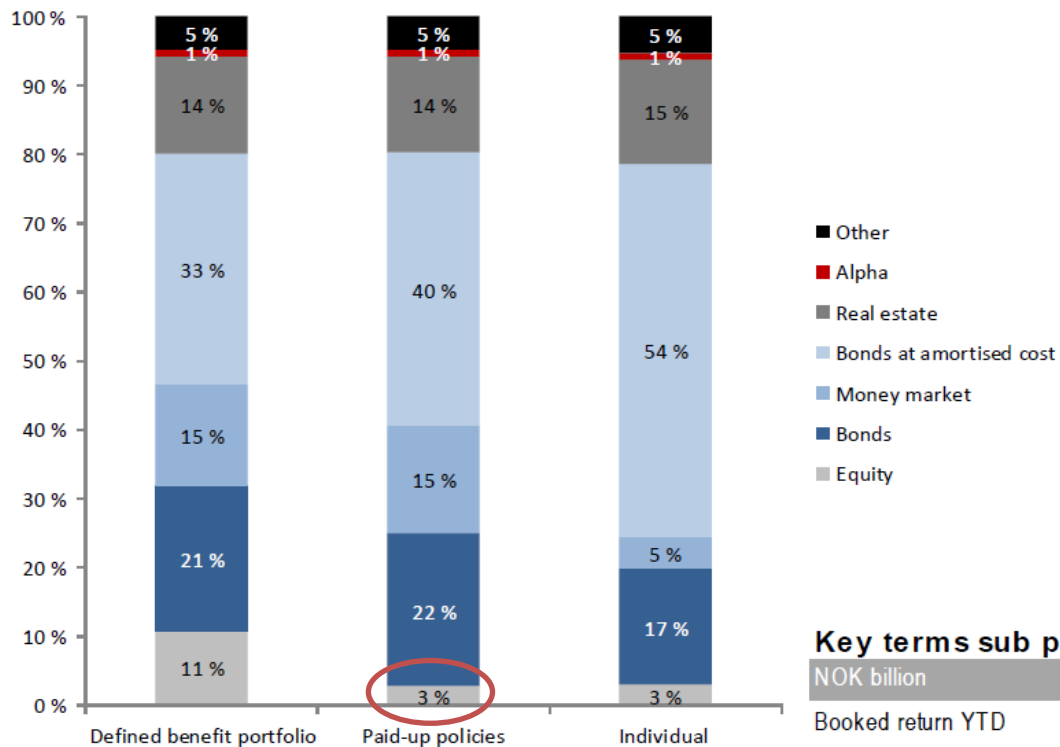
## Aksjeandel (2012)





# Storebrand

## 1. kvartal 2013



3% aksjeandel

### Key terms sub portfolio

NOK billion	DB <sup>2)</sup>	Paid-up <sup>3)</sup>	Individual <sup>3)</sup>
Booked return YTD	0.8 %	1.0 %	1.0 %
Interest rate guarantee p.a.	3.1 %	3.6 %	3.7 %
Funds	81.0	72.8	17.2
Additional Statutory Reserve	2.5	2.1	0.8
Market Value Adjustment Reserve	1.3	0.3	0.1
Risk Equalisation Fund	0.6	0.1	-
Expected return <sup>1)</sup>	4.9 %	4.2 %	4.5 %

<sup>1)</sup> Expected return is calculated based on current asset allocation using normal risk premiums

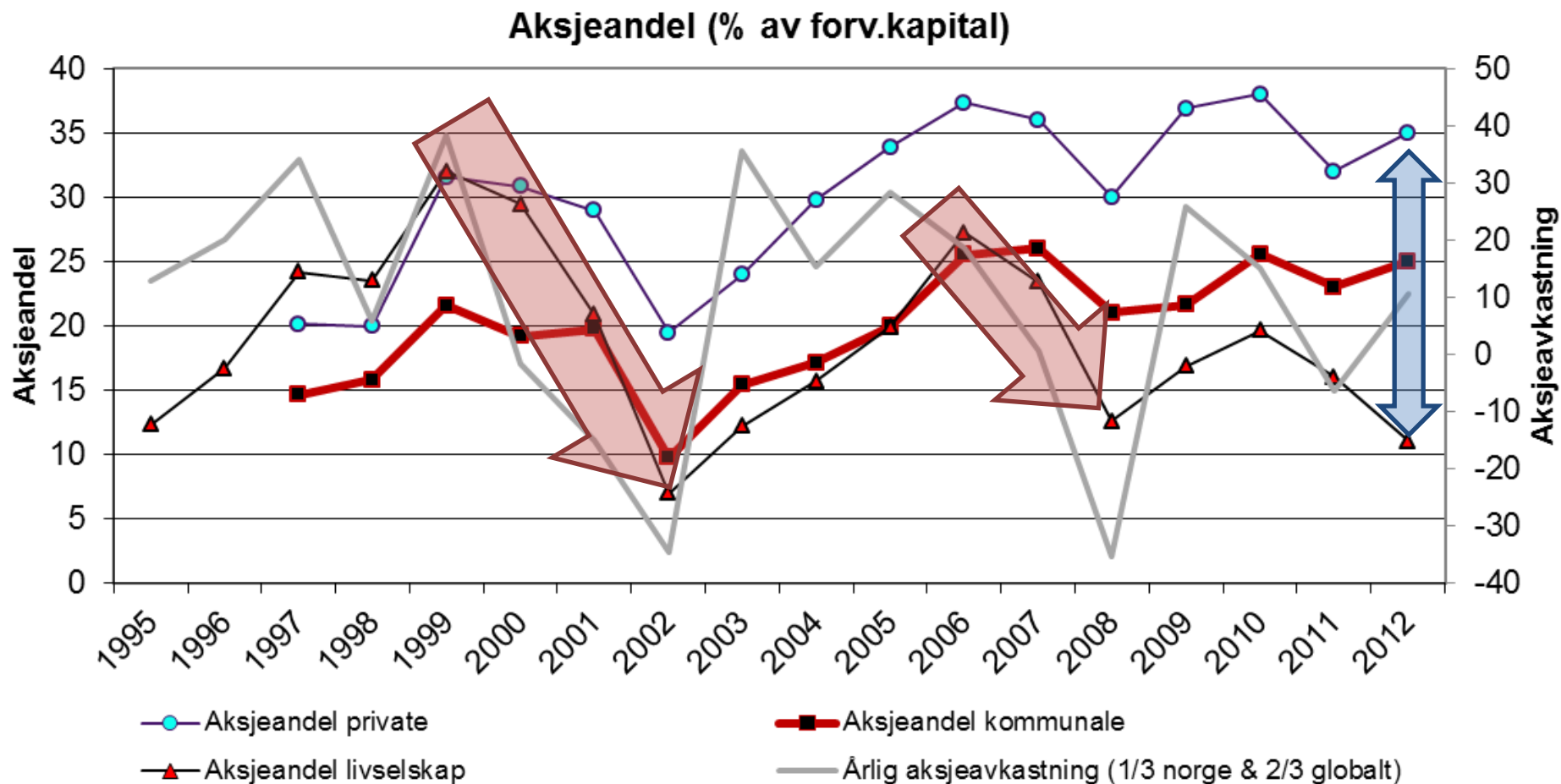
<sup>2)</sup> Fee based

<sup>3)</sup> Profit sharing

4,2% forventet avkastning

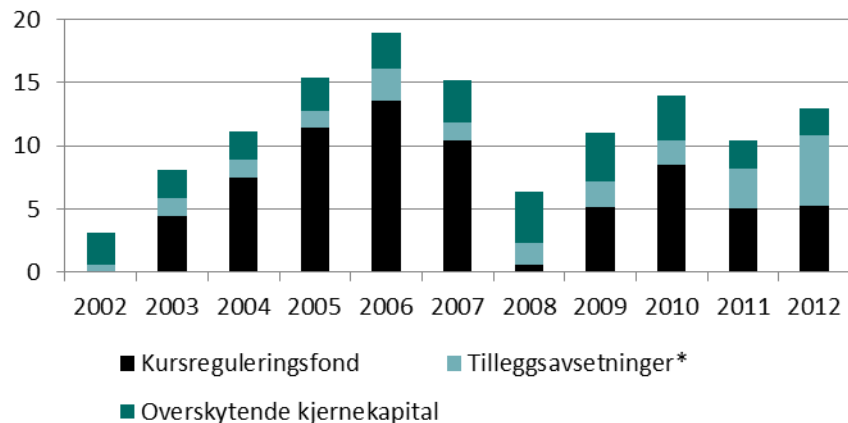
Kilde: Supplementary information fra Storebrands kvartalsrapport

# Aksjeandeler historisk

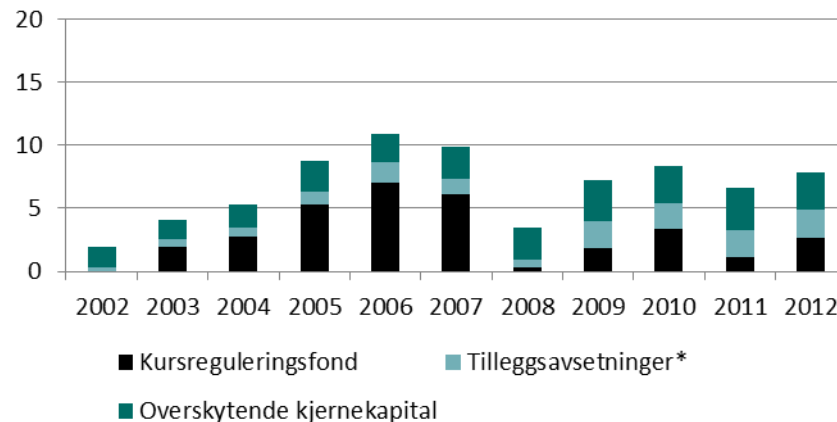


# Evnen til å ta risiko

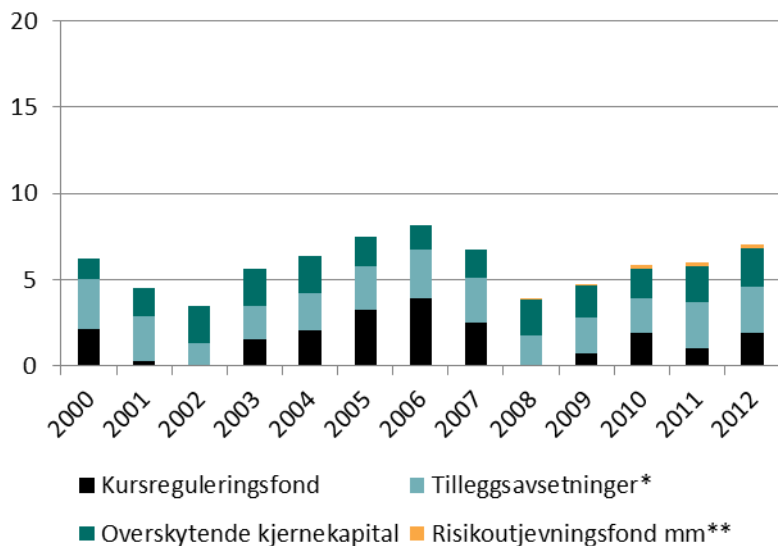
## Bufferkapital private pensjonskasser (% av FK)



## Bufferkapital kommunale pensjonskasser (% av FK)



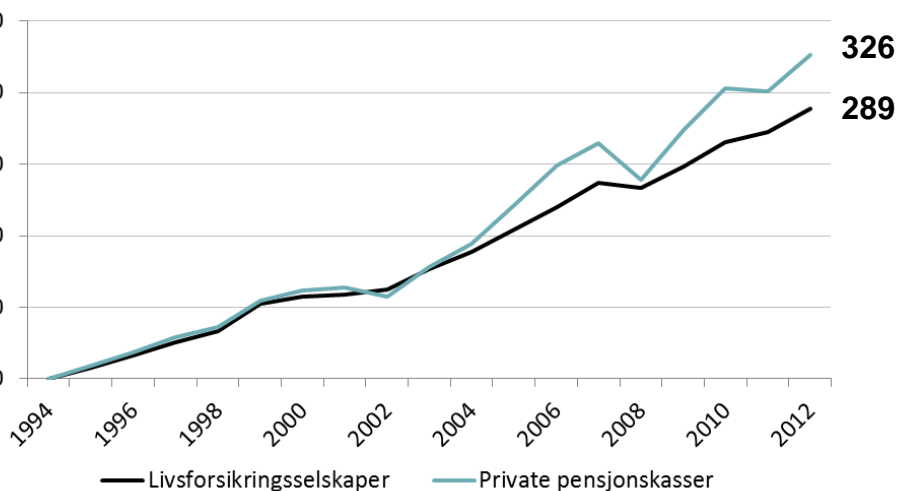
## Bufferkapital livselskaper (% av FK)



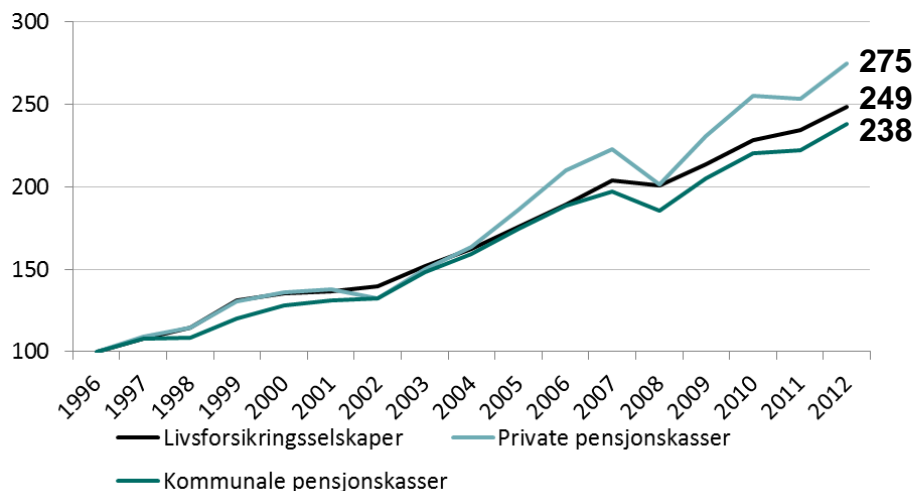
- Livselskapene har ikke klart å ha samme bufferkapital som de private pensjonskassene
  - Hvorfor ikke?

# Historiske resultater

**Akkumulert verdjustert avkastning  
1995-2012**



**Akkumulert verdjustert avkastning  
1997-2012**



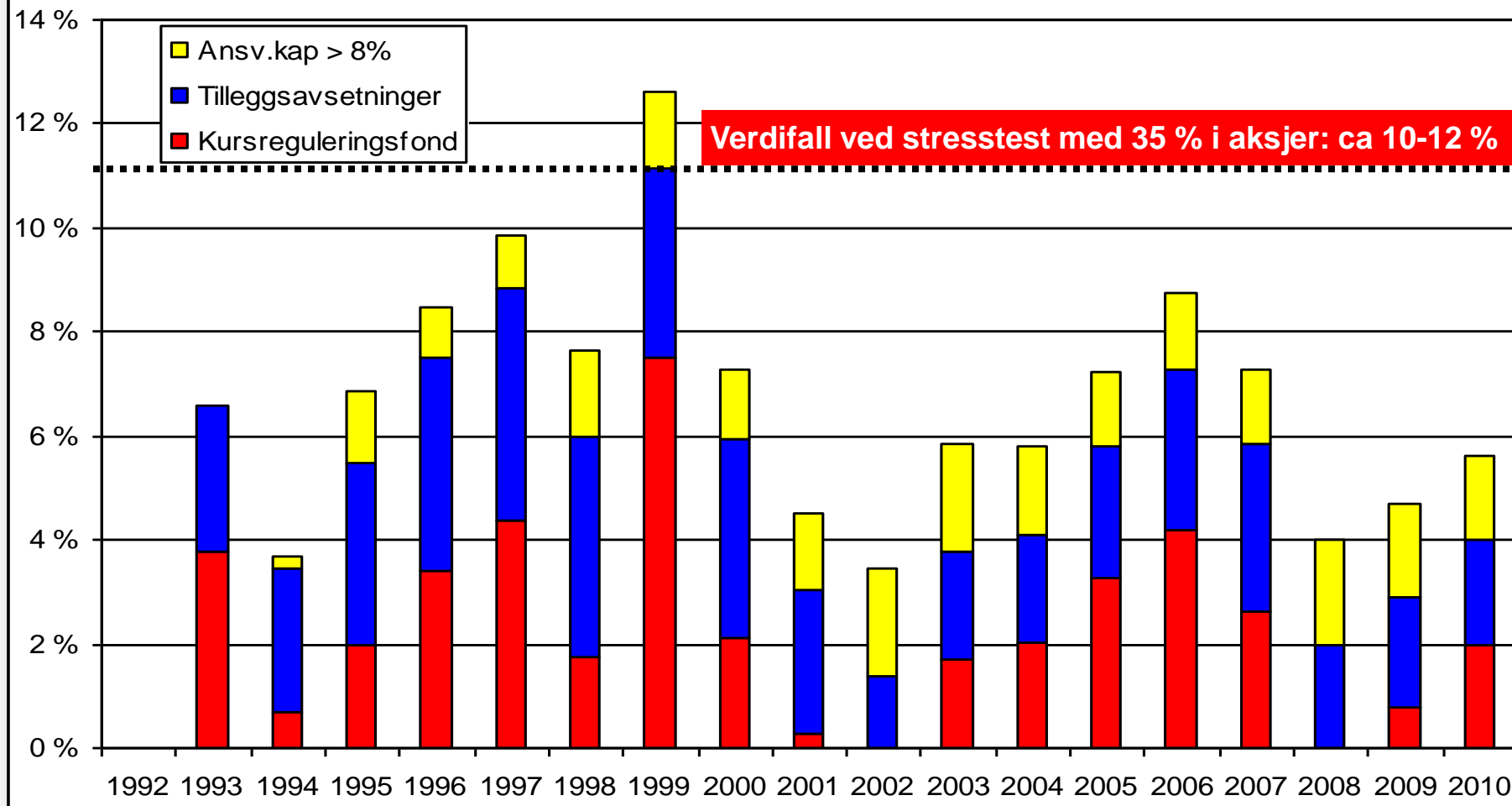
Snitt årlig avk.

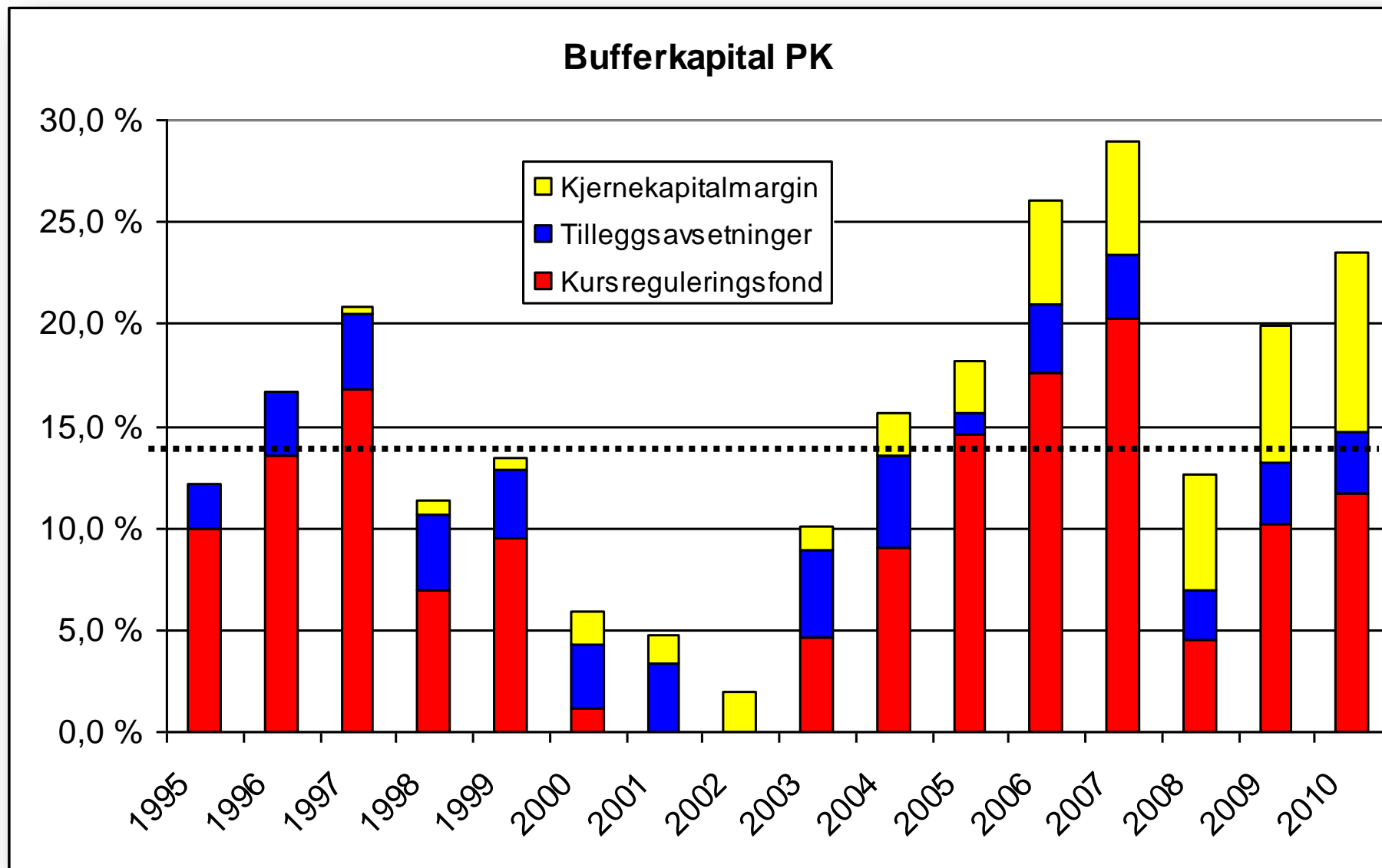
	1995-2012	1997-2012
Private pensjonskasser	6.8 %	6.5 %
Kommunale pensjonskasser		5.6 %
Livsforsikringsselskaper	5.9 %	5.6 %
<i>Meravk private vs liv.</i>	0.9 %	0.9 %

1200 milliarder som forvaltes

1%-poeng høyere avkastning produserer 12 milliarder mer i pensjon – ÅRLIG!

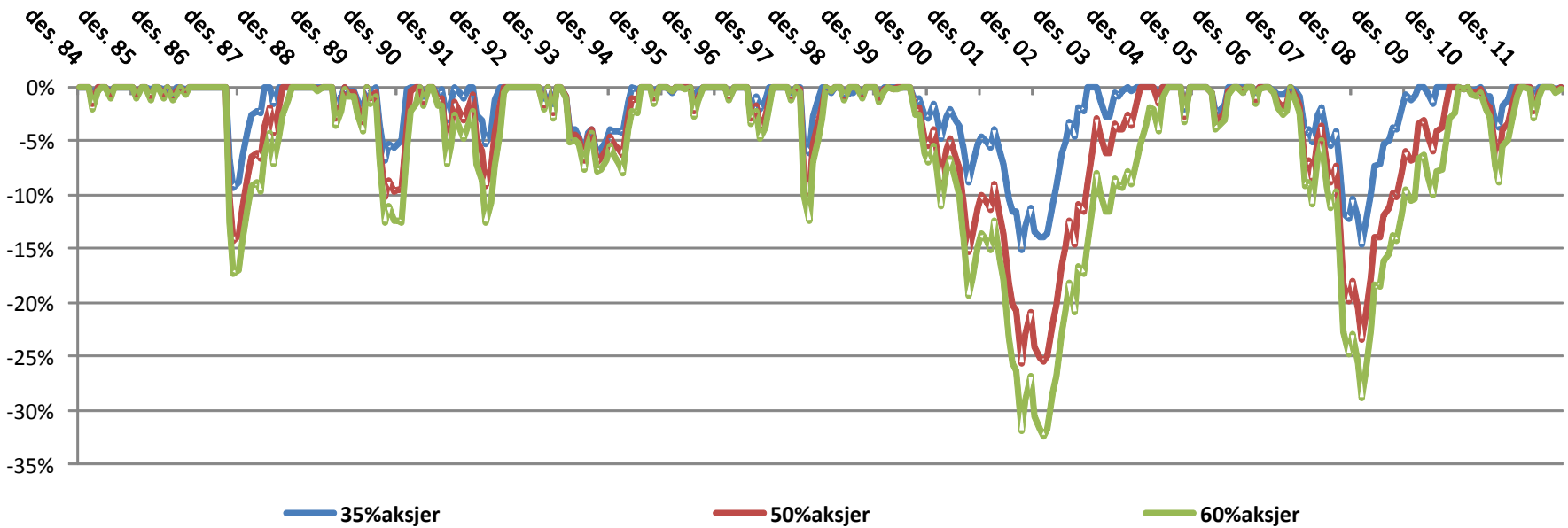
## Bufferkapital i % av forvaltningskapitalen i norske livselskaper





## Oversikt historiske verdifall

Januar 1985 til Desember 2012



*Ideelt sett bør pensjonsinnretningene ha bufferkapital for å kunne tåle denne type verdifall*

# Nærmere om fremveksten av dagens regelverk



- «Nedturen» begynte mot slutten av 1980-tallet som følge av endringer i regelverket
  - Suboptimal forvaltning
  - Høyere pensjonskostnader for bedriftene og lavere pensjoner for pensjonistene
    - Samfunnsmessig dyrt, gjør at totale lønnskostnader i bedriftene øker
  
- Hvem har skylda?
  - Myndighetene
  - Aktørenes (livselskapene)
  - Markedene
  
- «Bad banking, Bad policy og Bad luck»!

## Utviklingen av rammebetingelsene (1)

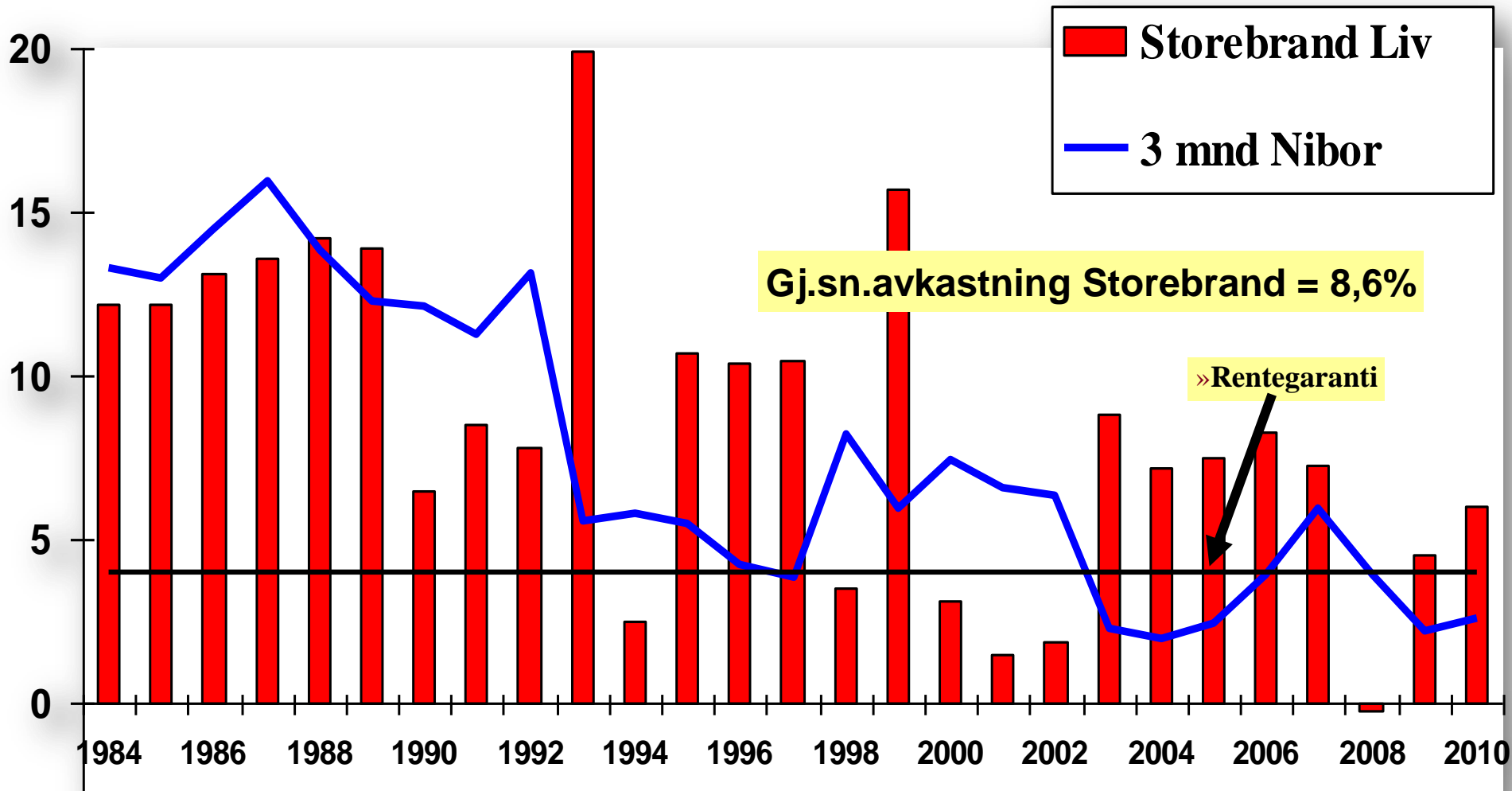
- **Gammel lov før 1988**
  - **Overskudd ble samlet opp i selskapene og ble først tilbakeført som bonus når pensjonene ble utbetalt**
  - **Ikke automatisk flytterett**
  - **Avkastningen på rentebærende instrumenter var meget høy på 80-tallet – gjennomsnittsrenten for alle selskaper varierte fra ca 10% til 14,5%**

## Utviklingen av rammebetingelsene (2)

- Ny lov fra 1988
- Alt oppsamlet overskudd ble tilbakeført til forsikringstakerne
- Framtidig overskudd skal tilbakeføres på årlig basis
- Egenkapitalen skulle benyttes som risikokapital for kapitalforvaltningen
- Innføring av flytterett

*”Den gamle loven ga store muligheter for å bygge opp bufferfond i selskapene. Den nye loven åpnet bare i beskjeden grad for denne type oppbygging av reserver. Når det gjaldt behovet for bufferkapital for å støtte opp om kapitalforvaltningen uttaler Finansdepartementet i Ot. prp’ en at egenkapitalen skal benyttes til risikokapital for dette formålet.”*

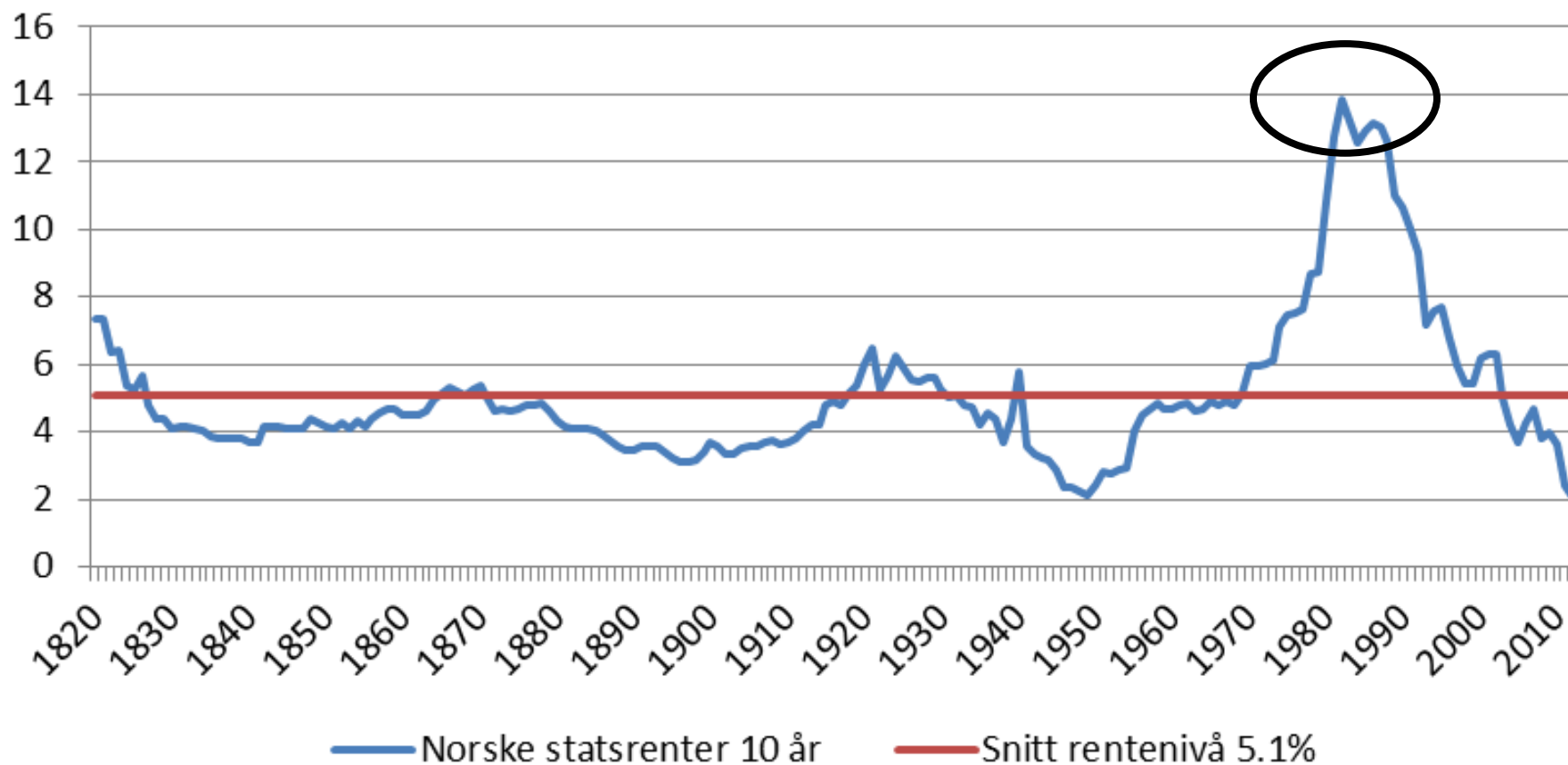
# Avkastning og rentenivå siden 1984



*”En årsak til at departementet ikke den gang så behov for større bufferkapital var at selskapene hadde en meget høy avkastning på 80-tallet. Den varierte mellom 10,5 til 14,5 prosent, mens selskapenes årlige rentegaranti var på 4 prosent.”*

# Var norsk rentenivå "normalt" på '80-tallet ? Er det "normalt" nå ?

## Norsk rentenivå fra 1821



*”Jeg vil stille spørsmål ved om de som skal tilby økte privatpensjoner i dag er godt nok rustet med bufferkapital og med hensiktsmessige rammevilkår til å kunne ta i mot disse utfordringer.....”*

*Bjørn Skogstad Aamo, Kredittilsynet, januar 2003*

# ... og hva gjør så myndighetene ....

2003



*Reduserer grunnlagsrenten til 3% på ny opptjening...*

*Gjorde det igjen i 2006, ned til 2,75%*

*For opptjening i 2011*

## Beregningsrente i livsforsikring

Finanstilsynet skal fastsette den høyeste rentesatsen som livsforsikringsselskaper og pensjonskasser kan benytte ved beregning av premier og tilhørende forsikringsmessige avsetninger.

For å styrke soliditeten i livsforsikring, ble den maksimale beregningsrenten i premien fra og med 1. januar 2011 senket fra 2,75 prosent til 2,5 prosent for nye livsforsikringskontrakter.

*Kilde: Årsmelding 2011*

*For opptjening i 2014*

## Reduksjon av beregningsrenten i livsforsikring - høring

Finanstilsynet skal av soliditetsmessige årsaker fastsette den høyeste rentesats som livsforsikringsselskaper og pensjonskasser kan anvende ved beregning av premier og forsikringsmessige avsetninger.

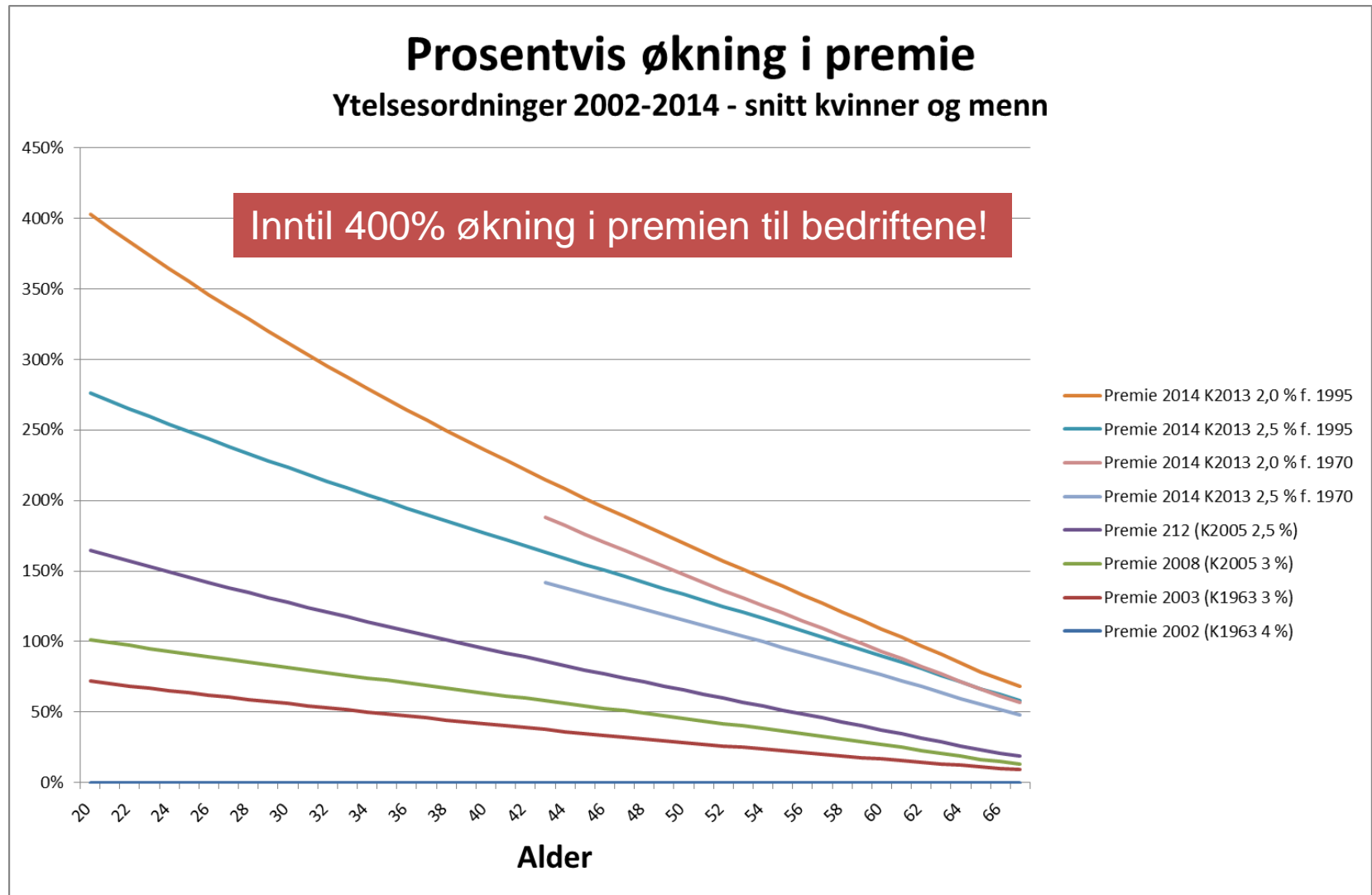
Høringsinstansene inviteres til å gi merknader til forslagene innen tirsdag 21. mai 2013. Finanstilsynet vil fastsette beregningsrenten innen 1. juli 2013.

*Kilde: [www.finanstilsynet.no](http://www.finanstilsynet.no)*

*Høringsuttalelsen fra aktuarforeningen:*

Fra aktuarielt ståsted er Den Norske Aktuarforening (nedenfor kalt Aktuarforeningen) opptatt av å sikre pensjonsinnretningenes soliditet. Finanstilsynets forslag om å redusere beregningsrenten for ny pensjonsopptjening vil imidlertid ha en begrenset effekt i forhold til pensjonsinnretningenes soliditet. Finanstilsynets estimat er en reduksjon av gjennomsnittlig beregningsrente med ytterligere 0,02 % årlig som en følge av forslaget.

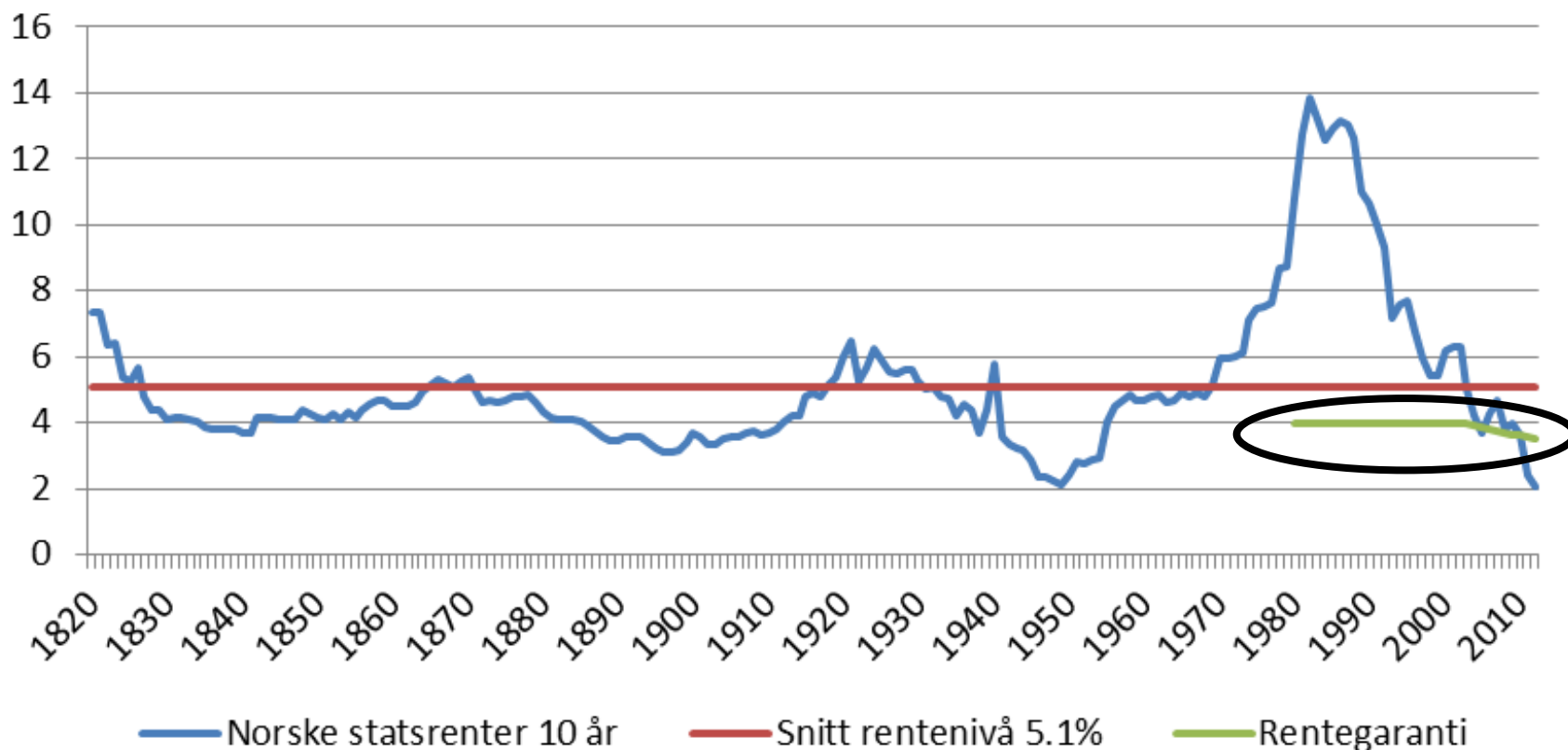




Kilde: Aon Norway

# Var norsk rentenivå "normalt" på '80-tallet ? Er det "normalt" nå ?

## Norsk rentenivå fra 1821



# Dårlig regelverk – dårlig forvaltning

I de senere års lavrenteverden er regelverket blitt en tvangstrøye som har ødelagt systemet. Det haster med å få på plass gode reformer for pensjonsordninger og fripoliser, skriver **Thore Johnsen, Øystein Thøgersen**, NHH-professorer, og **Øistein Medlien**, daglig leder i Grieg Investor.

## INNLEGG Kreditt

Mer enn 1000 milliarder kroner, en tredjedels «petroleumsfond», forvaltes i dag i ulike ytelsesbaserte pensjonsordninger og

alvorlig systemkrise.

Det haster å få gode reformer på plass, for en mulig krise ser vi allerede konturene av! Det hjelper ikke å vise til at innskuddsbaserte ordninger er på fremmarsj, siden kun cirka 45 milliarder kroner er akkumulert i disse i dag.

Vi vet mye om hvordan kapitalen i pensjonsordningene bør forvaltes. Tidshorisonten er lang, minst 30–40 år i gjennomsnitt, og kjøpekraften vil

Primærmålet må være en forvaltning som kan opprettholdes over lang tid – og som gir kjøpekraftsikring av den akkumulerte kapitalen. Trår myndighetene feil, kan det ende i en

**Tidshorisont på 30-40 år!**

aksjer, eiendom og infrastruktur.



ARTIKKELFORFATTERNE. Thore Johnsen (fra venstre), Øistein Medlien og Øystein Thøgersen.

I tillegg må en banalt nok unngå å innrette det slik at en aktivklasse selges når prisene er på bunn – og kjøpes når prisene er på topp. Dette kan man typisk sikre seg mot, gjennom en form for rebalansering som i petroleumsfondet (SPU).

**For lav aksjeandel!**

delen har vært under 15 prosent i gjennomsnitt over perioden fra midten av 1980-tallet og frem til i dag.

■ For det andre drives de facto omvendt rebalansering. Aksjer selges når prisene er lave og

**Kjøper på topp og selger på bunn!**

Kilden til problemet ligger i vedtak og regelverk som ble introdusert på 1980-tallet. Da ble livselskapene pålagt begrensninger i muligheten for å akkumulere tilstrekkelige, fleksible kapitalbuffere – som ville vært en naturlig del av en langsiktig forvaltningsstrategi med en fornuftig aksjeandel. Sammen med bestemmelser om årlig rentegaranti har dette tvunget frem et altfor kortsiktig fokus for forvaltningen. Innslaget av volatile realaktiva i porteføljene ble tvunget til å forbli lavt, som følge av regelverkets kortsiktige krav.

Pålegget om reduserte bufferer syntes å være basert på en antagelse om at det svært høye nominelle rentenivået på 1980-

tallet ville vedvare. Så lenge det var tilfelle, trengte livselskapene knapt noen bufferer for å klare rentegarantien på fire prosent.

Opplegget var ikke robust da rentene falt. I de senere års lavrenteverden er regelverket blitt en tvangstrøye som har ødelagt systemet. Vi observerer konsekvensene: Livselskapene tilbyr ikke lenger ytelsesbaserte ordninger, og eksisterende kunder får lav avkastning, noe

**Solvens II = systemkrise**

om egenkapitaldekning som overstiger bæreevnen for livselskapene og deres eiere. En mekanisk innføring av solvens II vil derfor etter alt å dømme innebære en full systemkrise. Systemkrisen vil i så fall være produktet av at innskjerpede krav ble innført på et tidspunkt

**Banklovk. løser ikke problemet!**

1000 milliarder kronene som er

avsatt per i dag med en git rentegaranti. Det eneste som kan gi en reell løsning av systemkrisen, er at midlene tillates forvaltet slik at en oppnår en tilstrekkelig avkastning over tid. Da må andelen realaktiva opp på et vesentlig høyere nivå.

Myndighetene bør derfor legge til rette for at livselskaper og pensjonskasser skal kunne overleve (!) og tilby god forvaltning. Det krever adgang til å bygge tilstrekkelige og fleksible bufferer, noe som i sin tur er

**Store og fleksible bufferer må til, men for sent?**

kanne forvante midlene slik at avkastningen blir høy nok til at det kan bygges bufferer, når man i utgangspunktet ikke har nok bufferer til å forvalte midlene riktig?

■ *Thore Johnsen, professor NHH, Øistein Medlien, daglig leder Grieg Investor og Øystein Thøgersen, professor NHH.*

# Hva er gjort for å kvalitetssikre nye regler?

- Aktuarforeningens høringsuttalelse til Banklovkommisjonens forslag (NOU 2012:13)

Utredningen inneholder så godt som ingen beregninger av konsekvenser hverken på pensjonen til de ansatte, kostnadene for foretakene eller for livselskapenes og pensjonskassenes økonomiske resultater. Når endringene i tillegg er beskrevet på en tung og lite tilgjengelig måte, og det ikke gis regneeksempler på hvordan de skal anvendes, oppstår det tolkningsproblemer.

Aktuarforeningen ser at det er stor risiko for at høringsinstansene kan komme til å uttale seg ut fra helt forskjellig forståelse av det fremlagte forslaget. Dette er en risiko i det videre arbeidet med loven, og det kan fattes avgjørelser knyttet til nye produkter og overgangsregler på sviktende grunnlag.

# Ikke bare aktuarene som ser utfordringen

**Pensjon.** De folkevalgte har en historisk mulighet til å rydde opp i pensjonsmarkedet.

## Den gordiske pensjonsknuten

### Kronikk



**Tormod Hermansen**  
tidligere  
finansråd



**Mikkel A. Berg**  
administrerende  
direktør i fripoltse-  
selskapet Silver

Sjelden har politikerne stått overfor en beslutning som angår så mange nordmenns økonomiske fremtid. Men med den forestående pensjonsreformen for privatansatte risikerer vi at det største

problemet forblir uløst: At et marked på 700 milliarder kroner fortsatt er preget av en maktkonsentrasjon uten sidestykke.

Forsøk å forestille deg at Stortinget skal behandle Nasjonal Transportplan, men uten at det er konsekvensberegnet kostnader eller gevinster. Med andre ord at over 500 milliarder kroner skal investeres uten at man helt vet hva man vil oppnå.

#### Fravær av beregninger

Det er utenkelig for de fleste, men faktum er at tilsvarende står i fare for å skje når politikerne til høsten skal vedta forslagene i NOU 2013:3 Pensjonslovene og folketrygdreformen III. Den eneste forskjellen er bare at summen er høyere. Det står nemlig ikke om 500 milliarder, men en pensjonsformue som raskt kan vokse til over 1000 milliarder kroner.

I sin innledning til høringssvar setter Den Norske Aktuarforening ord på det en

rekke andre aktører også tenker og frykter:

«Utredningen inneholder så godt som

ingen beregning på pensjonene for arbeidsselskaper. Når endringer er tung og li ikke gis regningsproblemet at man kan k helt forskjell Det er en risi gjørelser på s



**Vi står med andre overfor en situasjon der hverken utrederne, beslutningstagerne, arbeidsgiverne eller kundene helt aner hva konsekvensen av reformen blir**

I Dagens Næringsliv 29. april 2013 er Banklovkommissjonens leder, Erling Selvig, fraværet av beregninger med at kommisjonen har begrenset utredningskapasitet. Vi står med andre overfor en situasjon der hverken utrederne, beslutningstagerne, arbeidsgiverne eller kun-

# Overskuddsdeling fripoliser, eller...?

- Overskuddsdeling sikrer til en viss grad sammenfallende interesse
- Hvis denne faller bort, hvorfor skal da livselskapene ta særlig risiko?
  - 100% av nedsiden, 0% av oppsiden!!
  - Katastrofe for fripoliseinnehaverne
    - Husk at rentegarantien IKKE gir høyere pensjon!
    - Pensjonsløftet (f.eks. 67%) som ligger i fripolisen er *ikke reelt* om ikke avkastningen UTOVER rentegarantien matcher lønnsveksten
- Lave renter gir lave overskudd når man er investert 80-90% i renter...
- Rentegarantipremie → Lav avkastning gir *høy* pris
- Overskuddsdeling → Lav avkastning gir *lav* pris
- Ingen overskuddsdeling = garantert lav pensjon!

- At innbyggerne lever lenger er et samfunnsproblem
  - Bransjen har i alle år brukt tariffer som har vært velsignet av myndighetene
- Hvem skal ta regningen for at folk lever lengre, deles på flere ?
- Reelt sett innebærer dette at rentegarantien for livselskapene øker
- På den ene siden er myndighetene bekymret for det lave rentenivået og vil senke rentegarantien til 2,0% fra 2014
- SAMTIDIG kommer de med oppreserveringskrav på opp mot 10% av reserven som skal tas på 5 år ??
  - ØKER rentegarantien med 2%-poeng, i en situasjon med rekordlave markedsrenter...
- Og hvorfor haster det sånn?

# Myndighetene slår spiker på spiker i ytelseskista



- Ny lov i 1988, fjernet bufferne og la restriksjoner på mulighetene til å bygge nye buffere
- Redusert rentegaranti (ny opptjening)
  - Gir høyere premier for bedriftene, marginal effekt for pensjonsinnretningen
- Strenge krav til oppservering for langt liv – på kort tid
- Tak på tilleggsavsetninger og ikke mulighet for å dekke negativ avkastning gjør det vanskelig å bygge bufferkapital
- Hvorfor skal ansatte som slutter og får fripolise få andel av T.A.??
- Solvens II – gir feil forvaltning
- Regnskapsregler(!): balanseføring av forpliktelsene
  - Norske (opptjente) pensjonsforpliktelser er til enhver tid fullt oppreservert!

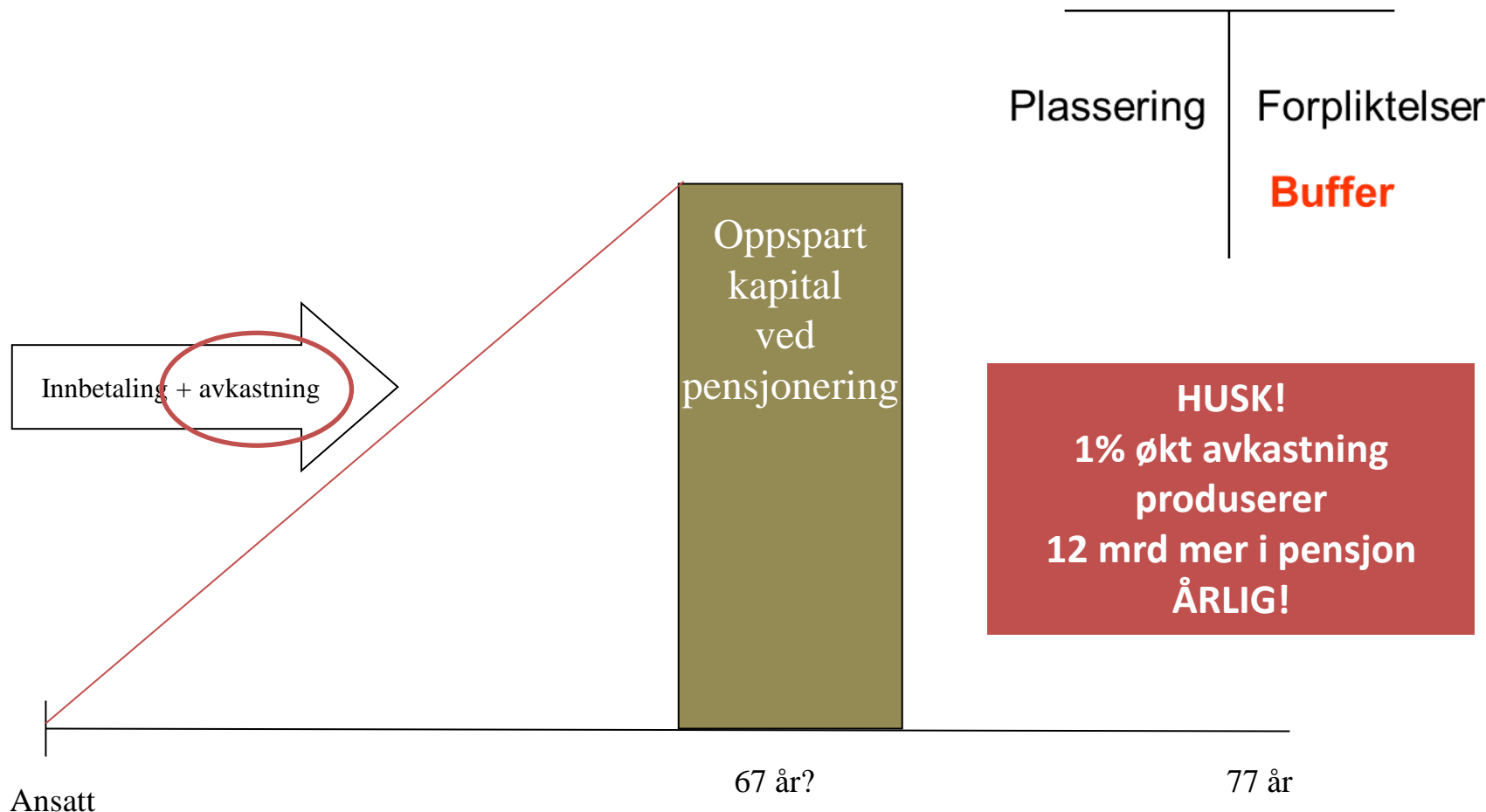


# Hva kan/bør myndighetene gjøre

- Ikke stress med oppservere for langt liv på kort sikt!
- Ta frem igjen Finanstilsynets forslag om å slå sammen tilleggsavsetninger og kursreguleringsfond
  - Bort eller øk maks grenser, tillat buffer å dekke negativ avkastning
- Egenkapitalen i livselskapene kan og skal ikke stå for avkastningsrisikoen alene
  - Det er kundene som får (mesteparten) av avkastningen, de må også stille med bufferkapital!
- Hadde dette blitt gjort forrige gang myndighetene var bekymret (2003) kunne verden sett svært annerledes ut i dag
- Behold interessefellesskapet → slik at pensjonsmidlene får høy forventet avkastning
  - Behold overskuddsdeling, burde også vært gjeninnført for aktive ordninger

*Men er det for sent?*

# Produksjon av pensjon!



Det er mulig!! → Spør de private pensjonskassene