

«Når skal pensjonskundene våkne?»

Den Norske Forsikringsforening

Øistein Medlien

23. april 2014



Vanskjøttet sparegris

10.04.2014

Nordmenns viktigste sparegris er ikke den du tror. Ikke avkastningen heller.

Hvor nordmenn har mest sparepenger utenom boligen sin? Det er forsikringsordninger, det. Norske husholdninger har nå en forsikringsformue på over 1.200 milliarder kroner. Dette er mer enn de har i samlede bankinnskudd (under 950 milliarder) og vesentlig mer enn noterte aksjer og fondsandeler (snaut 220 milliarder).

Forsikringsformuen er definert som oppsparte midler i pensjons- og livsforsikring – i all hovedsak pensjoner, med en økning på over 500 milliarder siden loven om obligatorisk tjenstepensjon trådte i kraft. Statens pensjonskasse er holdt utenfor her.

Hvilken avkastning de har på denne formuen? Si det. Forsikringsformuen er en uoversiktlig miks av aktiva, fra aksjer og rentepapirer til eiendom og hypotetiske regnestykker, godt innpakket i særregler og tekniske standarder. Forsikring er rett og slett Norges mest kompliserte spareprodukt. Hedgefond og strukturerte produkter blekner i sammenligning.

Avkastningen er også en komplisert materie. Bransjens egne avkastningstall er *før kostnader*. Og kostnadene varierer betydelig, alt etter hvordan sparingen er pakket inn og hvor mange kunder som deler innpakning. Bare spør noen som eier en fripolise.

Det er ikke så rart at kostnadene er høye, når man tenker på hvor mange ansatte som arbeider med å lage og tolke regler med både stor og liten skrift. Pensjoner er jo bare en innfløkt form for langsiktig sparing.



Finn Øystein Bergh
Investeringsdirektør
Pareto AS

e: finnb@pareto.no

Avsatte pensjonsmidler, 2013

Tall i mrd NOK	2013	
Individuell kapital	39.0	
Individuell pensjon	74.1	
Privat ytelsesbasert	152.0	NB !
Fripoliser	180.0	
Private pensjonskasser	160.0	
Innskuddsbasert	69.9	} Snart 100 mrd i innskudd
Pensjonskapitalbevis	25.0	
Kommunal kollektiv pensjon	412.7	
Offentlige pensjonskasser	87.0	
Foreningskollektiv	4.3	
Sum	1204.1	

Kilde FNO og Pensjonskasseforeningen

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 fripoliser. Regelverket bidrar til ineffektiv forvaltning og lav avkastning. Det rammer livsselskapene, deres kunder i næringslivet og kommunesektoren samt tusener av individer som er avhengige av ordningene.

I tillegg svekker regelverket tilgangen på norsk risikovillig kapital. Over tid har dette påført Norge en meget høy samfunnsøkonomisk kostnad.

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

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 kjøpekraftsikring tilsier at realavkastningen over tid minst må tilsvare reallønnsveksten. Dette betyr at en høy andel av kapitalen, rundt 50 prosent, bør allokere til realaktiva som 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).

Den faktiske forvaltningen av pensjonsmidlene har imidlertid helt andre karakteristika.

■ For det første er andelen av kapitalen i realaktiva gjennomgående meget lav, jf. at aksjean-

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 kjøpes når de er høye. De høyeste aksjeandelene har man hatt rett i forkant av store fall i aksjekursene (i 2000 og i 2007). Avkastningen blir svak, og gir en kombinasjon av lavere lønnsomhet for livsselskapene, høyere kostnader for næringsliv og kommuner samt lavere pensjoner for individene.

Kilden til problemet ligger i vedtak og regelverk som ble introdusert på 1980-tallet. Da ble livsselskapene pålagt begrensninger i muligheten for å akkumulere tilstrekkelige, fleksible kapitalbuffer – 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 buffer 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 livsselskapene knapt noen buffer 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: Livsselskapene tilbyr ikke lenger ytelsesbaserte ordninger, og eksisterende kunder får lav avkastning, noe som betyr lavere pensjoner og/eller høyere pensjonskostnader.

Det kan bli verre. EUs såkalte solvens II-krav for egenkapitaldekning overveies innført også på pensjonsområdet. Med dagens rentenivå og norske regler, vil solvens II bety krav om egenkapitaldekning som overstiger bæreevnen for livsselskapene 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 hvor livsselskapenes økonomiske forutsetninger var på det svakeste. I tillegg gir lengre levetid økte krav til avsetninger.

Det utredes for tiden nye produkter av Banklovkommissjonen. Vi har vanskelig for å se at dette løser problemet for de 1000 milliarder kronene som er

avsatt per i dag med en gitt 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.

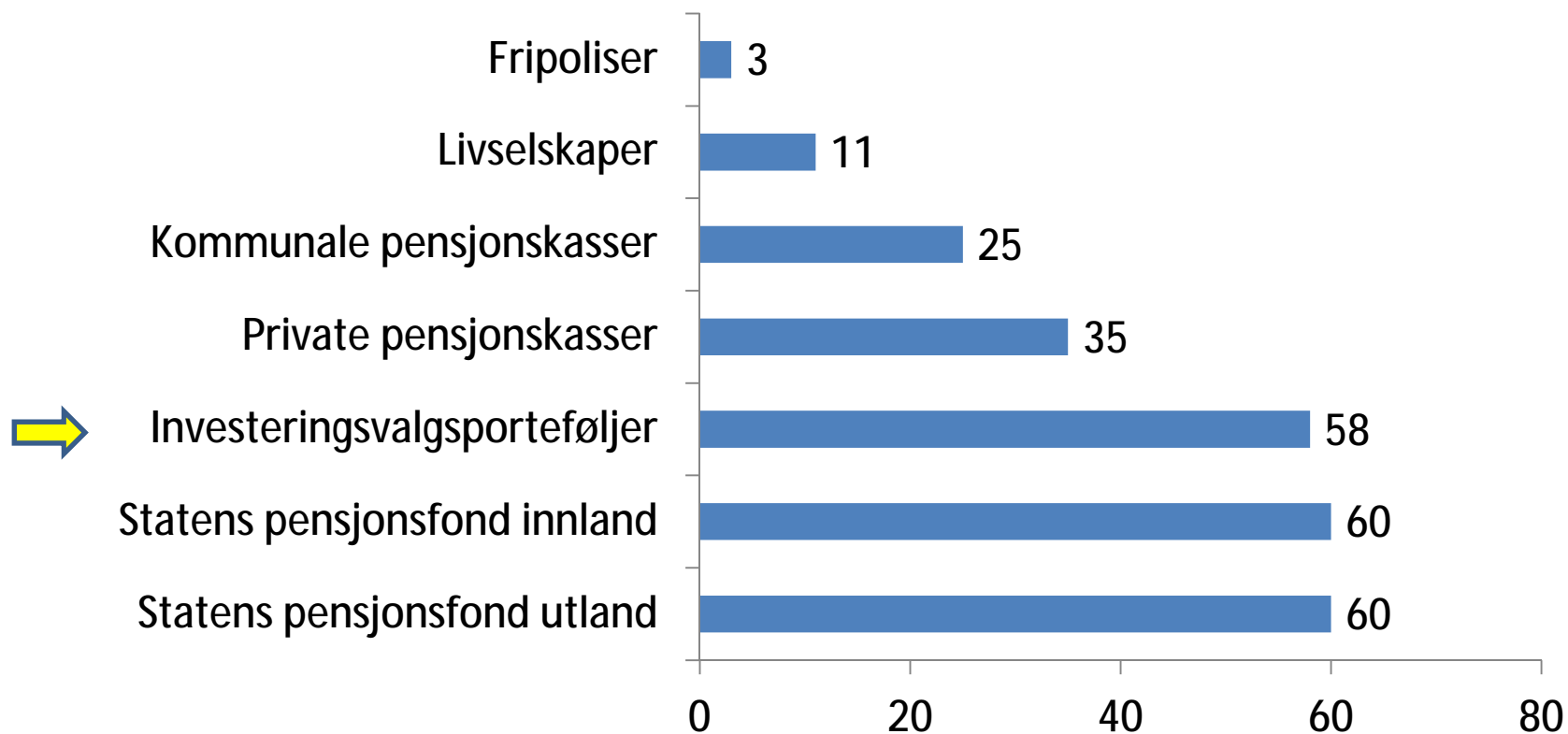
Myndighetene bør derfor legge til rette for at livsselskaper og pensjonskasser skal kunne overleve (!) og tilby god forvaltning. Det krever adgang til å bygge tilstrekkelige og fleksible buffer, noe som i sin tur er nødvendig for å håndtere mer volatile porteføljer med høyere forventet avkastning. I tillegg bør myndighetene utsette eller modifisere solvens II-reglene og også utsette krav om oppreservering for lengre levealder.

Et kritisk spørsmål er om utviklingen i gal retning har pågått for lenge. Paradokset er som følger: Hvordan skal pensjonsinnretningene nå kunne forvalte midlene slik at avkastningen blir høy nok til at det kan bygges buffer, når man i utgangspunktet ikke har nok buffer til å forvalte midlene riktig?

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

Hvordan har pensjonsforvaltere plassert kapitalen i dag?

Aksjeandel (2012)



Heldigvis har investeringsvalgporteføljene (herunder innskuddspensjon) en høy aksjeandel !
Aktiva fordelingen (aksjeandelen) er den viktigste beslutningen man tar !
Velg «riktig» fordeling med en gang og hold fast ved denne (nedtrapping av aksjeandel mot slutten)

Innskuddspensjon

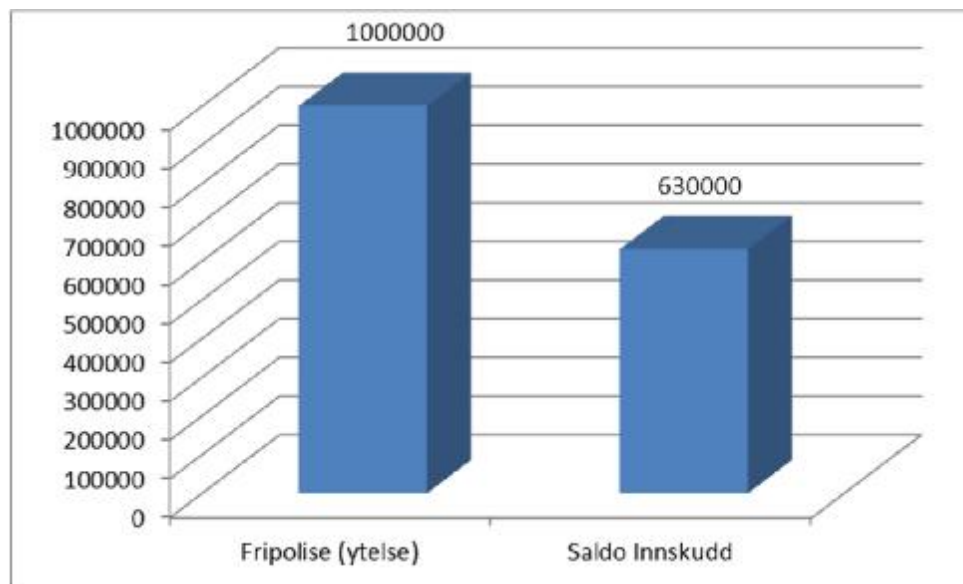
- Bedriftene skal dekke forvaltningsomkostningene ...
- Høres tilforlatelig ut
- Hva blir konsekvensen?
 - Kun tillatt/mulig å velge billige fond
 - Dvs indeks-/indeksnære fond
 - Kanskje til og med lave aksjeandeler
 - **”Globalt indeksfond (maks 30%) + bankinnskudd”**
 - Er dette optimalt for de ansatte ?
 - Er dette bra for finansbransjen i Norge ?
- Hvor har bransjen vært under denne diskusjonen ?

Siktemålet med all form for pensjonssparing

- § De avsatte midlene skal gå til fremtidig forbruk i pensjonsalderen
 - Som et tillegg til Folketrygden
- § Høy avkastning øker pensjonen til kundene i innskuddspensjon og reduserer kostnadene for bedriftene i ytelsespensjon
- § For å unngå for stor risiko for tap av levestandard/høye kostnader, er det viktig at midlenes kjøpekraft opprettholdes
 - Avkastningen må ses i forhold til:
 - § inflasjon
 - § lønnsvekst
 - § velstandsvekst/BNP-vekst
- § Dette er den langsiktige risikoen
- § Den kortsiktige risikoen er relatert til svingninger i (aksje-) markedene

- § Må investere mye mer i realaktiva
 - Aksjer og eiendom
 - Og kanskje mer i norske realaktiva enn i dag ...

Min egen «pensjonsformue»



Oppspart gjennom 18 år (3 arbeidsgivere) samt tilført (lav) avkastning etter dette

Oppspart gjennom 8 år

- § Jeg har 100% aksjer i min innskuddspensjon (50% norske aksjer)
 - Vi har individuelt/fritt investeringsvalg => bedriften tar denne kostnaden
 - Ikke alle medarbeiderne har gjort noe med det... !!!
- § Ønsker investeringsvalg (100% aksjer) også på mine fripoliser

Innskuddspensjon

Hvordan fungerer dette markedet i Norge i dag ?

- § Pt svært liten fokus på kapitalforvaltningen og kvaliteten på denne (rent kostnadsfokus) => dette erfarte vi selv ved skifte av leverandør
 - Dette underbygges av forsikringsmeglernes (dagens «rådgivere» i dette markedet») fokus på kostnader (og manglende kompetanse på forvaltning), og livselskapenes respons på dette
- § Må gå ut fra at det er en sammenheng mellom pris og kvalitet også innenfor kapitalforvaltningsområdet
 - Selv om vi vet at det ikke alltid er slik....
- § Behov for økt fokus på kvalitet => avkastning
 - Avkastningen har ekstremt stor betydning for størrelsen på pensjonen !
- § Blir pensjonskapitalbevisene de «nye fripolisene» ?
 - Dvs flytende rundt i systemet og ikke en del av de ansattes løpende innskuddspensjon => mindre vel ivaretatt mht kostnader osv....

Risiko for feil valg

- § Risiko for feil valg og konsekvenser på kort og lang sikt
 - Alt for mye fokus på kortsiktig risiko
 - § Media: pressen kom under fund med at deler av norske arbeidstakeres pensjoner er plassert i aksjer, og dermed slik at når aksjemarkedet faller vil (beregnet) pensjon falle (tenk det !)
 - Fokus på kortsiktig risiko gir høy sannsynlighet for at man gjør feil langsiktige valg => får for lav pensjon i fht levestandard på pensjoneringstidspunktet
 - Den langsiktige risikoen er fall i levestandard ved overgang til pensjonsalder
 - § Dette som følge av for lav avkastning på pensjonsmidlene ifht lønsvekst / økonomisk vekst
 - § ... manglende kjøpekraftsikring
 - Hvem har ansvaret om de ansatte gjør feil valg ?
 - § Bedriften har et moralsk ansvar ?
 - § Bør vektlegges når det velges leverandør !
 - § Er de gode til å gi råd om langsiktig forvaltning ?

Innskuddspensjon og media



Hvis man har vært offensiv og plassert mye av pensjonspengene på børs, kan man gå på en pensjonssmell hvis aksjemarkedet kollapser.

Nordmenn gambler med pensjonen

Nesten en million nordmenn risikerer pensjonspengene sine.

Kan tape pensjonen

Hvis du har tatt store sjanser, kan du risikere at hele pensjonen forsvinner på børsen?

- Ja. Det er ikke noen maksimumsgrense for hvor mye som kan plasseres i aksjemarkedet. Det er ganske vanlig å satse nokså tungt i aksjemarkedet, sier Pedersen.

Tror man faktisk at man kan tape "alt" i aksjemarkedet? => alle børsnoterte selskaper er konkurs.....

Hvis så skjer, hvem skal da betale for pensjonsordninger (enten det er innskudd eller ytelse) og hva er det som skal generere en avkastning?

Statsobligasjoner ? Og hvordan skal staten få penger ?