



# ***Hvor har vi pengene?***

Pensjonskassekonferansen 2024

**Hvor vi har pengene har mye med hvilket  
regelverk vi har ifht kapitalforvaltningen**

**... alltid viktig å starte med litt gammelt gruff ....**

# Regelverksendringer har tatt tid...



Sitater hentet fra arbeider undertegnede gjorde i Storebrand midt på '90-tallet

"Selv om selskapenes evne til å bære finansiell risiko nå er vesentlig bedret i forhold til foregående år, og selv om 20 % begrensningen evt skulle bli opphevet, er det imidlertid fortsatt langt igjen til at man kan si at regelverket tillater livselskapene å tilpasse kapitalforvaltningen optimalt."

"Hovedproblemet i dagens regelverk for livsforsikring ligger uansett i at selskapene er nødt til å forvalte langsiktige penger relativt kortsiktig, når de er stillet overfor en årlig garantert avkastning, samt årlig tilføring av resultat til kundene med endelig virkning."

=> ikke mulighet til å bygge buffere... mm

# **Skogstad Aamo om ytelsesbaserte ordninger**



Tilsynsdirektør / Slutten av 1990-tallet

**"Det er viktig å være klar over at dette er et meget krevende produkt både for de som skal betale det og de som skal forvalte ordninger og midler."**

**"Med moderat eller lav avkastning er det et kostbart produkt for de som skal betale det. Bare med høy avkastning kan de reelle premiene holdes nede. For tiden synes utsiktene for dette heller dårlige."**

# **Om rammebetingelsene....**

**”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*

# Bjørn Skogstad Aamo

Tidligere Tilsynsdirektør, «Læring fra kriser», 2016



- «Noen av de som voktet det gamle regelverket og alltid var skeptiske til investeringer i aksjer for å få økt avkastning, følte kanskje det var like greit at **livsforsikring skulle holde seg unna aksjer**».
  - Dette til tross for at meravkastning fra aksjer var en hovedkilde til avkastning i livsforsikring og pensjonsforvaltning i de fleste andre land, og til tross for at mulige perioder med lave renter ville fjerne mye av grunnlaget for privat pensjonsforsikring.» (s127)
- «For livsforsikring møtte vi en kombinasjon av **folk i embetsverket og Banklokkommisjonenes leder**, som av og til fungerte som **museumsvoktere**».
  - Resultatet ble at norsk livsforsikring har gitt sine kunder og eiere **dårligere avkastning enn de kunne fått** og har vært dårligere rustet til å møte utfordringer knyttet til garanterte renter i en lavrenteperiode og økende levealder. Det har svekket grunnlaget for forsikringsbasert tjenestepensjon.»



# 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 Kredit

**M**er 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 livselskapene, deres kunder i næringslivet og kommunenesktoren 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.

Primaermålet 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 konturen 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 tilslier at realavkastningen over tid minst må tilsvare reallønnsveksten. Dette betyr at en høy andel av kapitalen, rundt 50 prosent, bør allokeres til realaktiva gjennomgående meget lav, jf. at aksje-



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

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

Den faktiske forvaltningen av pensjonsmidlene har imidlertid helt andre karakteristika.

■ For det første er andelen av kapitalen i realaktiva gjennom-

gående meget lav, jf. at aksje-

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 hoyeste aksjeandelen har man hatt rett i forkant av store fall i aksiekursene (i 2000 og i 2007). Avkastningen blir svak, og gir en kombinasjon av lavere lønnsomhet for livselskapene, 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 livselskapene pålagt begrensninger i muligheten for å akkumulere tilstrekkelige, fleksible kapitalbuffere – som ville vært en naturlig del av en langsiktig forvaltningsstrategi med en formuftig aksjeandel. Sammen med bestemmelser om årlig rentegaranti har dette tvunget frem et altfor kortsliktig fokus for forvaltningen. Innslaget av volatil realaktiva i porteføljene ble tvunget til å forblive lavt, som følge av regelverkets kortsiktige krav.

Pålegget om reduserte buffere synes 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 buffere for å klare rentegarantien på fire prosent.

Oppleget 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 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 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 hvor livselskapenes økonomiske forutsetninger var på det svakeste. I tillegg gir lengre levetid økte krav til avsetninger.

Det utredes for tiden nye produkter av Banklokkommisjonen. 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 livselskaper og pensjonskasser skal kunne overleve (!) og tilby god forvaltning. Det krever adgang til å bygge tilstrekkelige og fleksible buffere, 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 buffere, når man i utgangspunktet ikke har nok buffere til å forvalte midlene riktig?

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

# Hva koster dagens regelverk...?

VG 29. mai 2014



## Garantert dårlig pensjon

Pengene avsatt til fremtidige ytelsespensioner forvaltes med en årlig avkastningsgaranti. Kostnaden for denne tvangstrejen er nå beregnet. Den er på svimlende 550 milliarder kroner. Det er på tide å tenke nyt.

Det finnes i hovedsak to typer ytelsespensionsordninger: Innskudd og ytelse. Innskuddspensjon er det nye i privat sektor. Bedriftene lukker sine gamle ytelsesordninger, og rammer over i innskuddsordningen. For mange innskuddsordninger er årlig innskudd allfor lavt. Det har arbeidsgiver justert opp. Men pengene som blir avsatt, forvaltas i det minste formutig med en stor andel investert i aktier.

Noen private selskaper, kommunene og staten holder fortsatt på sine ytelsesordninger der summen av pensjon fra folketrygden og ytelsespensjonen skal utgjøre en viss prosent av sluttsummen på pensjonstidspunktet. For statspensjonene gjøres det ingen oppsparing underveis. Private selskaper og kommunene må spare opp pengene underveis.

### Avkastningsskav

Forvaltingene av disse pengene er styrт av et regelsett gitt av myndighetene. Eller av kravene forvalter er pålagt, er en årlig avkastningsgaranti som nå er i gjennomsnitt 3,5 prosent. Etter avkastningen under kravet, må forsikringsselskapet eller pensjonskassen si siste instans av egenkapitalen for å fylle på ved årets slutt.

Pengene forvaltes derfor med lav risiko som gir høyre avkastning i det lange løp enn man ellers kunne fått. Med så lang tidshorisont, tåler man svingninger som gir høyere avkastning over tid. Aksjeandelen for avsatt midler til ytelsespensionene, er i gjennomsnitt rundt 10 prosent. Det står i grott kontrast til for eksempel oljefondets aksjeandel på 60 prosent.

Ingenting av det du har lest til nå er nytt. Nyheten kommer nå: Nemlig sterrelsen på tapet. Øystein Medlien, daglig leder i Grieg In-

vestor, har beregnet tapet. Antagelig det første grundet på at estimatene hva garantien koster i form av tap av avkastning. Det er lett å være enig med ham når han påpeker at Finansdepartementet burde gjort noe med disse problemetidsligere. Dette har vært kjent lenge.

Deler av beregningen kan vi betrakte som en fasit. Nemlig ved å titte i bokselet. Vi vet hva de ulike investeringstyperne har gitt i avkastning i perioden. Haddet de avsatt pengene til ytelsesordningen var det forvaltet med en fast aksjeandel på 40 prosent, vilje avkastningen varit 2,5 milliarder kroner mer i perioden 1990 og frem til i dag. Jeg har sammen med Medlien gjennomgått logikkken og forutsættningene for Regnstrykket, og det arbeidet virker solid faglig fundert.

### Fremtidstap

I tillegg til tapet siden 1990, kommer fremtidstapet. Selv om vi startar ny ytelsesordning, vil de nærværende ordningene og pengene ha et langt liv først seg. Medlemmene i kollektivet har lange tjenester til pensjonsalder og de skal være pensjonister i kanskje tre tiår. Fremtidstapet beregnes til 333 milliarder kroner.

Til sammen snakker vi om 550 milliarder kroner i tap av avkastning gitt at pensjonskapitalen blir forvaltet like fell også de neste 30 årene.

Dette tapet kan betraktes som et samfunnsekonomisk tap. Et det for øvre penger i pensjonskassen, er det bedriften som i første omgang får regningen.

Når du bytter jobb, avslutter ytelsesordningen ved at du får utstdt en sakkalt frilpolise. For disse er det allerede vedtatt at den enkelte kunde kan si fra seg garantivirkastningen. Men reglene er ikke satt ut i livet ennå. Den halven legger hos Finansdepartementet.

Men for den delen av de 1100



milliardene som per nå utgjør pensjonskapitalen for ytelsesordningene og som fortsatt er underlagt en garantivirkastning, er det ikke funnet noen gode løsninger.

### Begrenser kunden

Finans Norge ønsker å løse dette ved å fjerne årlig rentegaranti, og erstatte det med et buffersystem. Pengene kan dermed forvaltes med en formutig hoy og langsigktig klok aksjeandel. I gode år på borsen økes bufferen, i dårlige år tar man fra den.

Problemet er at det begrenser kundenes mulighet til å flytte avtalet. Når kapitalet er verdt mindre enn garantivirkastningen, får du ikke flytte. Når den er verdt mer enn garantivirkastningen, vil du ikke flytte.

Dette problemet ber det vanrmulig å finne en løsning på. Med spørsmålsrom på 40-70 år må aksjeandelen opp. Det skjener Finansdepartementet også. Det er derfor oljefondet får sette 60 prosent av pengene i verdens aksjemarkeder.

Det er på tide å innse det selvfelgeliige også for ytelsespensionene. Å kreve garantert årlig avkastning, er intet annet enn en garanti for lav avkastning og dårligere pensjoner.



333

216

- POTENSIELT TAP (MRD NOK)
- KONSTATERT TAP (MRD NOK)

**Så kom til slutt  
muligheten for å  
bygge bufferfond...**

**Endelig en bra regelverksendring**

By Natalie Tuck 26/04/24

Pension experts across Europe have made a plea to the next European Commission (EC) for a time of implementation rather than new legislation.

Speaking during a panel session at the PensionsEurope Annual Conference in Brussels, yesterday, 25 April, Eversheds Sutherlands partner pensions, Eric Bergamin, said: "I think my message to the new EC after the elections... there is too much and too complex. So no more rules, please no more, because we have already so many rules. I fear that when we have more rules, in the end we end up with less pension."

There has been a flurry of new regulations and frameworks developed during recent years by the current EC that all in some way impact the pensions industry. These include the Sustainable Finance Disclosure Regulations (SFDR), Digital Operational Resilience Act (DORA), Financial Data Access (FiDA) framework, Pan-European Personal Pension Product (PEPP) and currently a review of the Institutions for Occupational Retirement Provision II Directive (IORP II).

Another speaker, MetallRente GmbH CEO, Hansjoerg Muellerleile, was positive that the EC would listen to the industry and that "from a new incoming European Commission we might see a focus on implementing what we have in the regulation, not necessarily expanding on new fields".

"We can always reevaluate existing regulation, we can always make it better, but my point is not introducing even more new fields of regulation," he added.

PensionsEurope CEO, Matti Leppälä, noted that the industry calls for less regulation in each political cycle but this time it really is the case.

"For many in the pensions world, and in the insurance world, regulatory risks are the highest risks for the company; that's not right, it should be insurance business not regulation business. I think one of the problems is the [European Commission] and the European Parliament, are in the business of making regulation, so what can we do about this?"

In response, fellow panel speaker, EC member of cabinet of executive vice-president Valdis Dombrovskis, Nicolò Brignoli, said: "Our business is to do the policy that seeks to achieve certain objectives. I take all your points that we need to regulate less, that we have done too much, too complex... this is very clear, and I hear your messages on DORA and the reporting requirements."

Brignoli, when asked about the next EC's focus, said: "It is not easy at this particular juncture to focus on what is going to be the concrete series of priorities for the next commission." However, he said, "pension coverage is back on the agenda" and it will inform the EC's thinking.

Furthermore, European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) chair, Petra Hielkema, said in an earlier session: "IORP II - there are changes in IORP II, and I hope the EC will work on them, but they weren't world shocking. I mean there wasn't a revolution.

"I don't think really big changes for the pension landscape in Europe are not going to come through in IORP II... I think pretty much everyone was happy with evolution and not revolution and maybe that is fine for now, as long as we work on getting more insight on the gaps... at least EIOPA is not pushing for a full haul over for the new commission of IORP II.

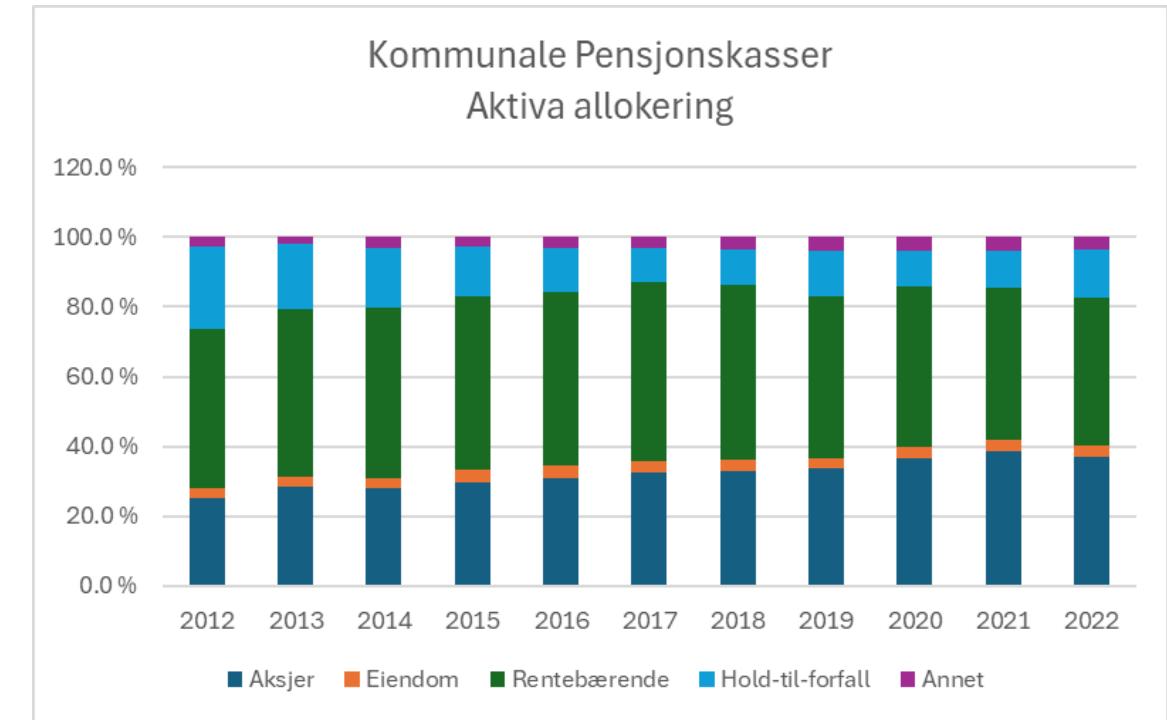
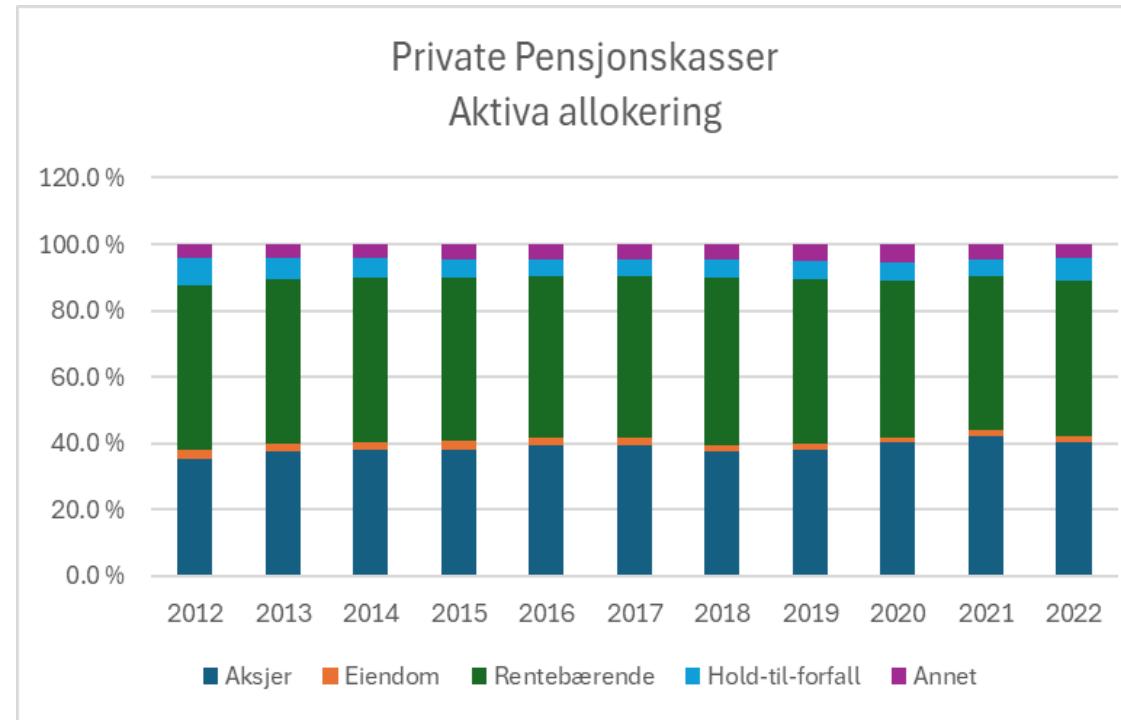
"I welcome the fact that the next commission should be about implementation and less new legislation. I would add to that I would very much welcome some pragmatism in how we implement. In the sense that, if there really is an upcoming change, and you will hear from the new commission in the next few years to change the SFDR, then let's see how much we need on level 2 or 3 for the old SFDR and to what extent we can wait for the new SFDR to be in place before we start doing a lot of work that we then would have to change later on."

**Men det har kommet mye annet også...**

# Så til hvordan pengene er plassert



Pensjonskassene har i all hovedsak **forvaltet kapitalen bra** i mange år



## Hva blir forventet avkastning sett ifht rentegaranti + lønnsvekst?

# Avkastningsforventninger



Basert på langsiktige forventinger til rentenivået i pengemarkedet; **UBETINGET**

## Forventet avkastning og risiko

Ubetinget / langsiktig

	Risikopremie	Aritmetisk	Risiko (std.avvik)
<b>Aksjer</b>			
Norske aksjer	5.0 %	8.0 %	23.0 %
Globale aksjer (usikret)	5.0 %	8.0 %	16.0 %
<b>Obligasjoner</b>			
Norske obligasjoner	0.5 %	3.5 %	4.0 %
Holdt-til-forfall	0.5 %	3.5 %	1.5 %
Globale obligasjoner (sikret)	0.75 %	3.8 %	4.5 %
<b>Pengemarked</b>			
Norsk pengemarked	0.0 %	3.0 %	1.5 %

**Risikofri rente\*** 3.00 %

\*Grieg Investors antakelse om langsiktig rentenivå

Ser for enkelhetsskyld kun  
på aksjer, obligasjoner og  
pengemarked

Avkastningsforventningene er basert på ubetinget forventning, og tillagt risikopremier for øvrige aktiva. Risikopremiene er dels basert på historiske observasjoner og dels skjønn, da det bl a ikke finnes gode historiske tall for alle aktivaklasser.

Det grunnleggende som ligger bak forventningene er at man ved å investere i aksjer får ta del i verdiskapningen i et land, gjennom aksjemarkedet, og hvor øvrige aktiva må betraktes som «innsatsfaktorer» i denne verdiskapningen, og da med en lavere forventet avkastning enn for aksjer.

Som mål på risiko er her angitt standardavviket (gjennomsnittlige avvik fra gjennomsnittet/forventningen). Disse tallene er også dels basert på historikk og dels på skjønn.

Avkastningsforventningene våre her, inkl. «metodikken» er i godt samsvar med hvordan «Petroleumsfondet» fastlegger sine tilsvarende anslag, og vi har også revidert tallene på bakgrunn av Mork-utvalget og Norges Banks vurderinger fra høsten 2016.

	1	2	3	4
	Alternativ 1	Alternativ 2	Alternativ 3	Alternativ 4
<b>Aksjer</b>	<b>15 %</b>	<b>35 %</b>	<b>45 %</b>	<b>70 %</b>
Norske aksjer	35 %	5 %	35 %	12 %
Globale aksjer (usikret)	65 %	10 %	65 %	23 %
<b>Obligasjoner</b>	<b>75 %</b>	<b>55 %</b>	<b>45 %</b>	<b>20 %</b>
Norske obligasjoner	10 %	8 %	10 %	6 %
Holdt-til-forfall	30 %	23 %	30 %	17 %
Globale obligasjoner (sikret)	60 %	45 %	60 %	33 %
<b>Pengemarked</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>
Norsk pengemarked	100 %	10 %	100 %	10 %
<b>Sum</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

<b>Forventet avkastning</b>				
Ubetinget / langsigkt	4.2 %	5.1 %	5.5 %	6.6 %
Betinget dagens rente	<b>5.9 %</b>	<b>6.8 %</b>	<b>7.3 %</b>	<b>8.3 %</b>
<b>Risiko</b>				
Standardavvik	<b>3.5 %</b>	<b>6.3 %</b>	<b>7.9 %</b>	<b>12.0 %</b>
<b>Historisk simulering</b>				
Største verdifall	-5.4 %	sep. 22	-14.6 %	feb. 09
Største verdifall 12m	-4.5 %	sep. 22	-12.0 %	nov. 08
Verste kalenderår	-4.4 %	2022	-9.7 %	2008

Historisk simulering for perioden des. 1984 - jan. 2024

Ubetinget; 2% inflasjon og 1% realrente => nominell rente på 3%  
 Reallønnsvekst (forventet); 1,5% (?)

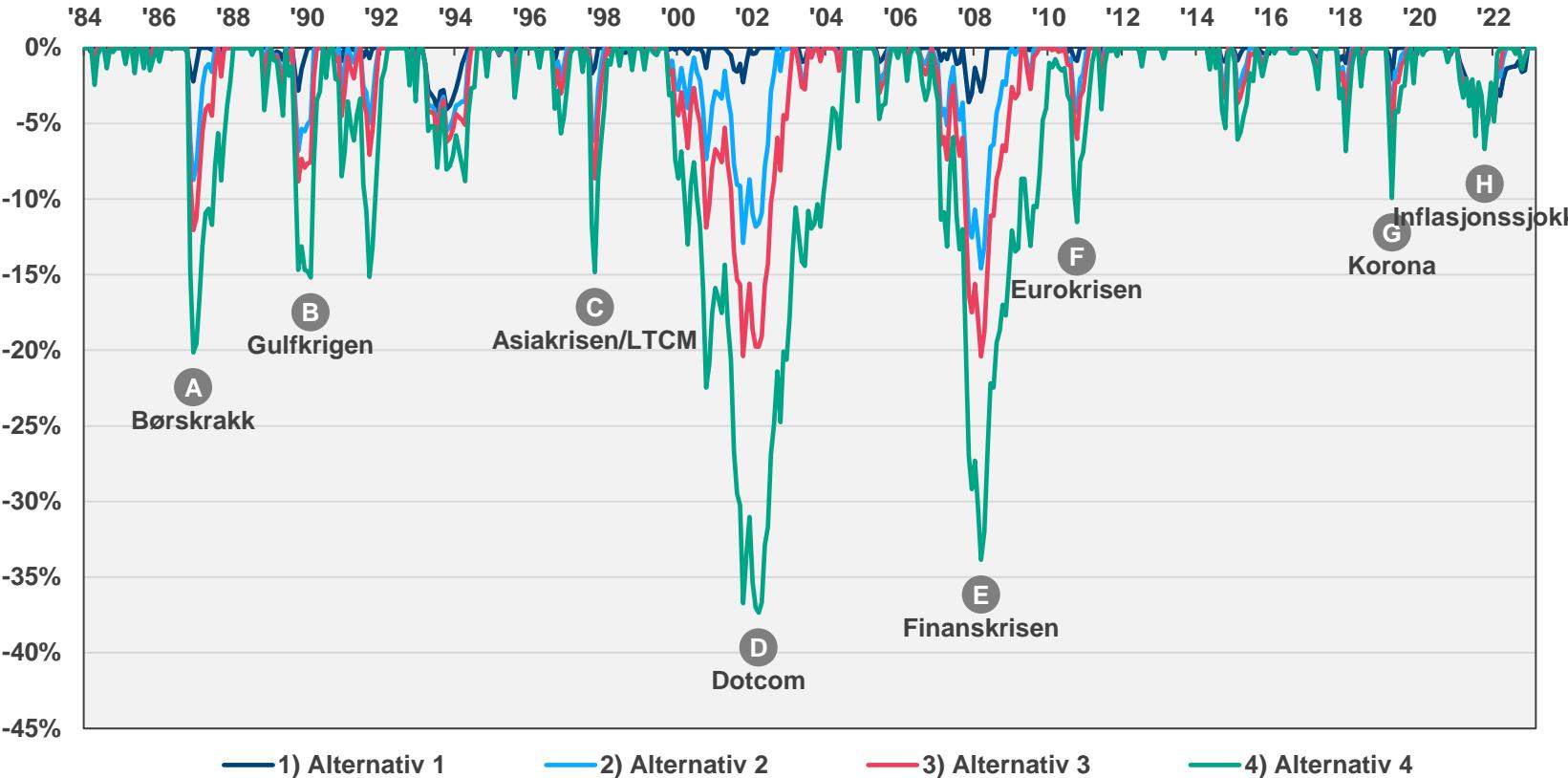
Rentegaranti 2,5% + lønnsvekst 3,5% =>

Rentegaranti 2,5% + inflasjon 2% =>

**6%** Behov for avkastning for å dekke rentegaranti + lønnsvekst  
 Krevende når realrenten er lavere enn rentegarantien  
**4,5%** Enklere å sannsynliggjøre

**Med lave  
aksjeandeler  
går dette ikke!**

# Hvorfor ikke 70% i aksjer?



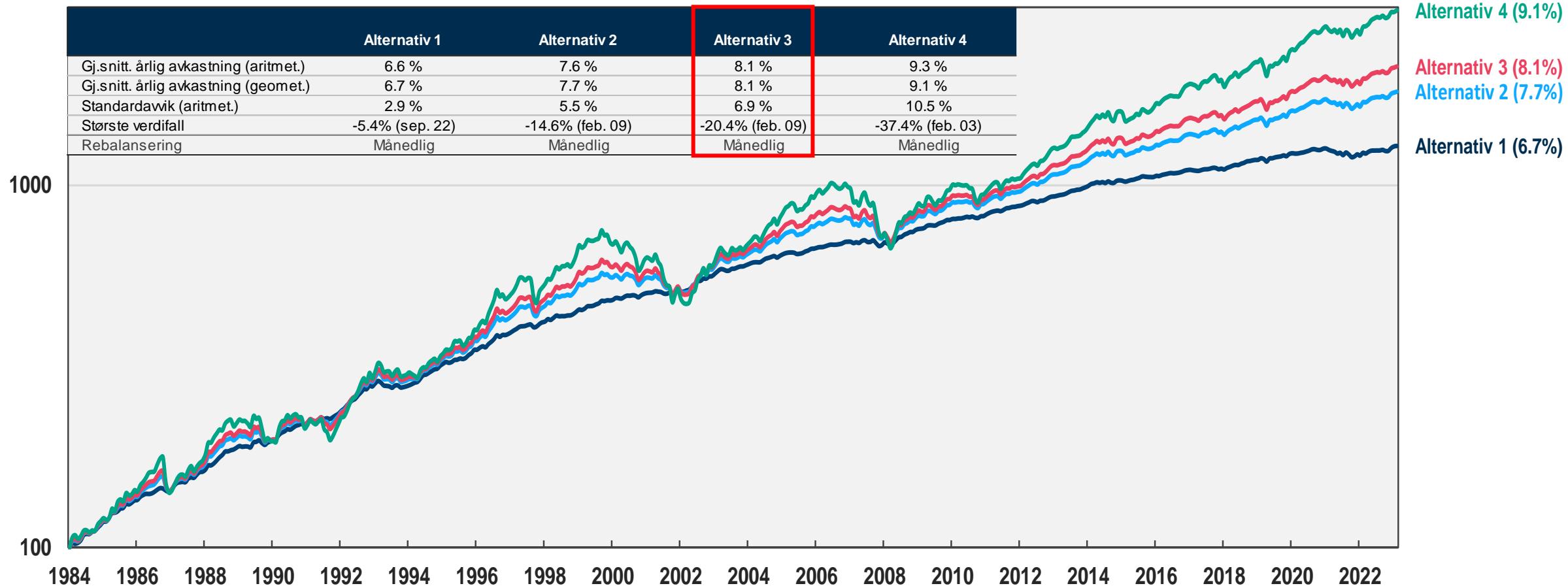
	1	2	3	4
% realaktiva	15 %	35 %	45 %	70 %
Avkastning	6.7 %	7.7 %	8.1 %	9.1 %
Standardavvik	2.9 %	5.5 %	6.9 %	10.5 %
<b>Største verdifall</b>	<b>-5 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-37 %</b>
sep. 22	feb. 09	feb. 09	feb. 03	
Største verdifall 12m	-4 %	-12 %	-17 %	-27 %
sep. 22	nov. 08	nov. 08	nov. 08	
Verste kalenderår	-4 %	-10 %	-14 %	-25 %
2022	2008	2008	2008	
Verste kalendermåned	-2 %	-6 %	-9 %	-15 %
feb. 94	sep. 87	sep. 87	sep. 87	
<b>Scenarior</b>				
Børskrakk (A)	-2 %	-9 %	-12 %	-20 %
Gulfkrigen (B)	-3 %	-7 %	-9 %	-15 %
Asiakrisen/LTCM (C)	-2 %	-6 %	-9 %	-15 %
Dotcom (D)	-2 %	-13 %	-20 %	-37 %
Finanskrisen (E)	-4 %	-15 %	-20 %	-34 %
Eurokrisen (F)	-1 %	-4 %	-6 %	-12 %
Korona (G)	-2 %	-5 %	-6 %	-10 %
Inflasjonssjokk (H)	-5 %	-6 %	-6 %	-7 %

## Historisk nedsiderisiko

Januar 1985 - Januar 2024

Så mye bufferkapital har svært få  
 Må tåle verdifallet + innfri rentegarantien  
 Trenger mye buffer med 45% aksjer også!

# Hvordan ville dette vært historisk?



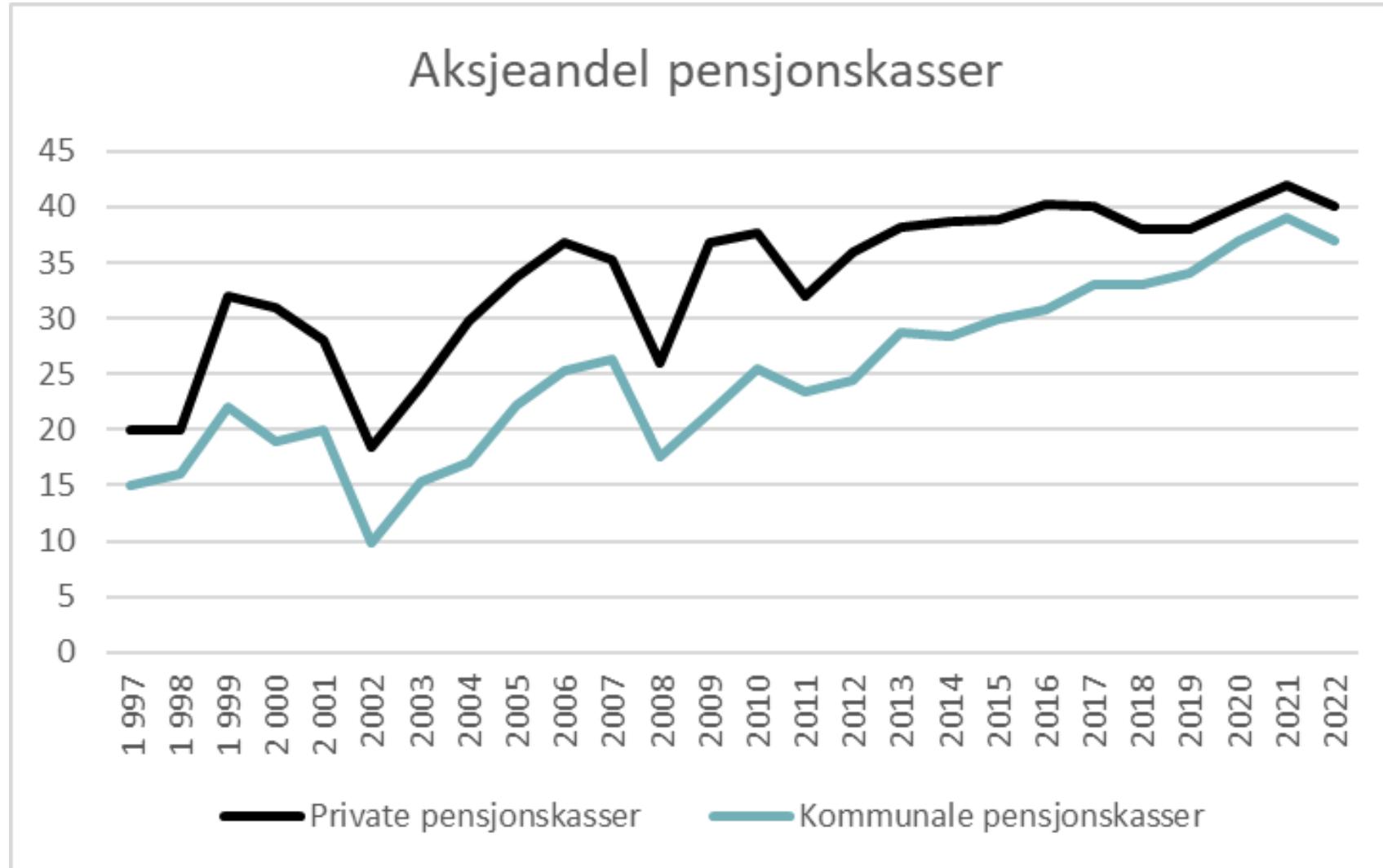
Inflasjon 2,9%, Lønnsvekst 4,5% => Reallønnsvekst 1,6%

Bankrente 5,3% => Realrente 2,4%

Rentegaranti 3,5%

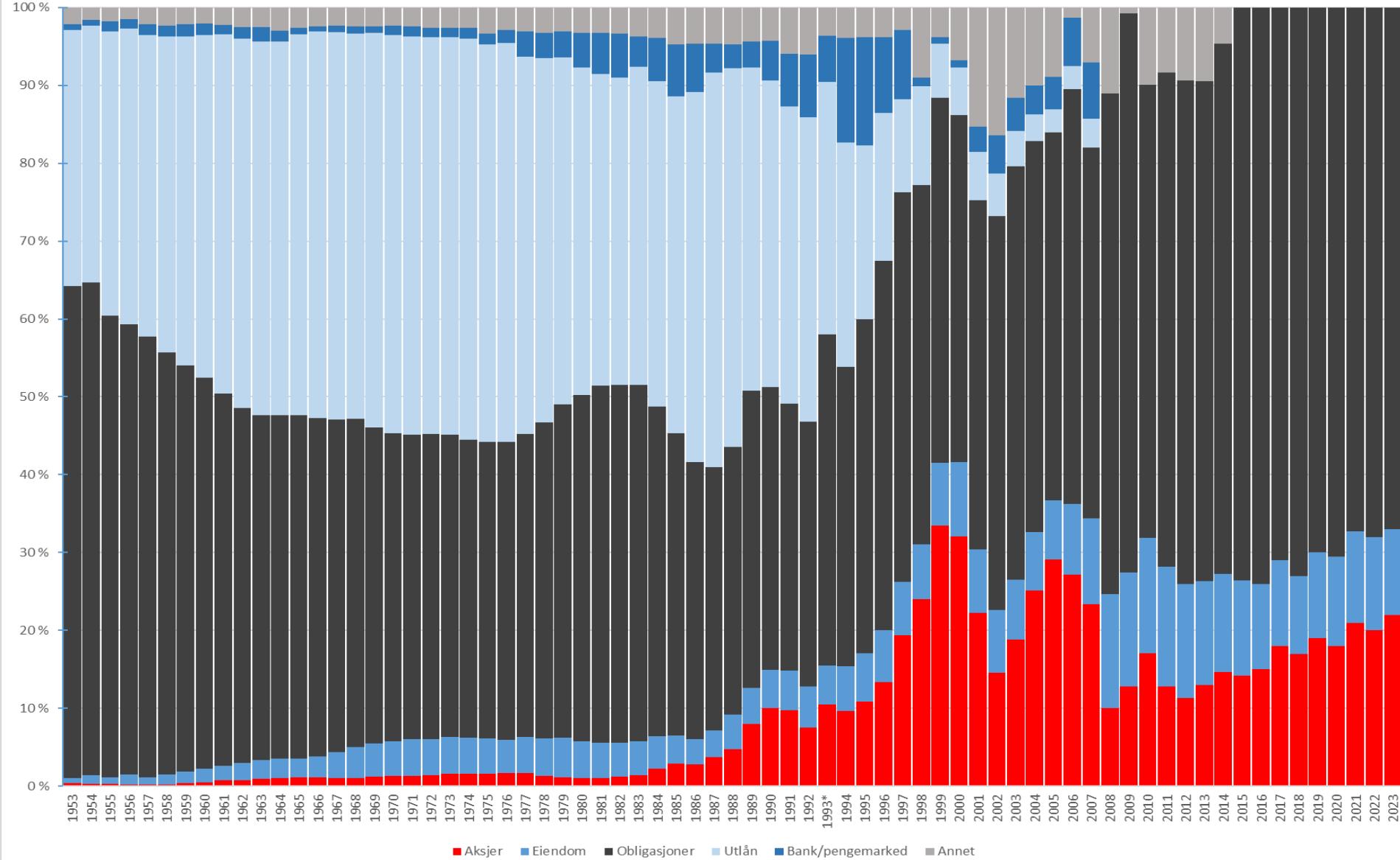
Med 45% aksjer i hele perioden ville dette gått aldeles strålende.... (lave pensjonskostnader og god regulering)

# .... langt fra 45% historisk



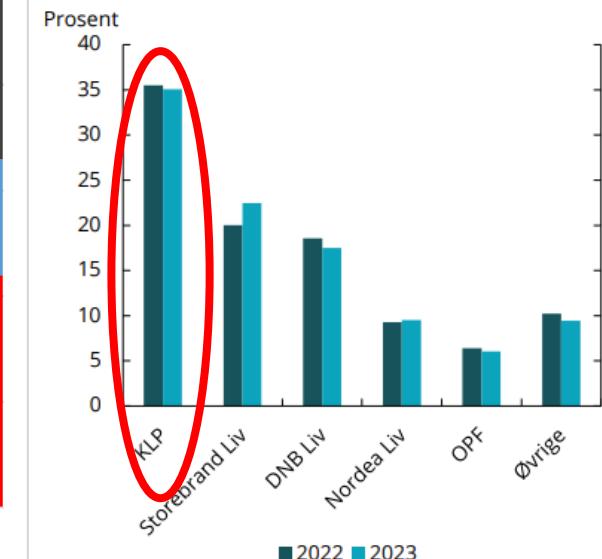
# Enda værre.....

Aktiva Allocering i norske Livselskap



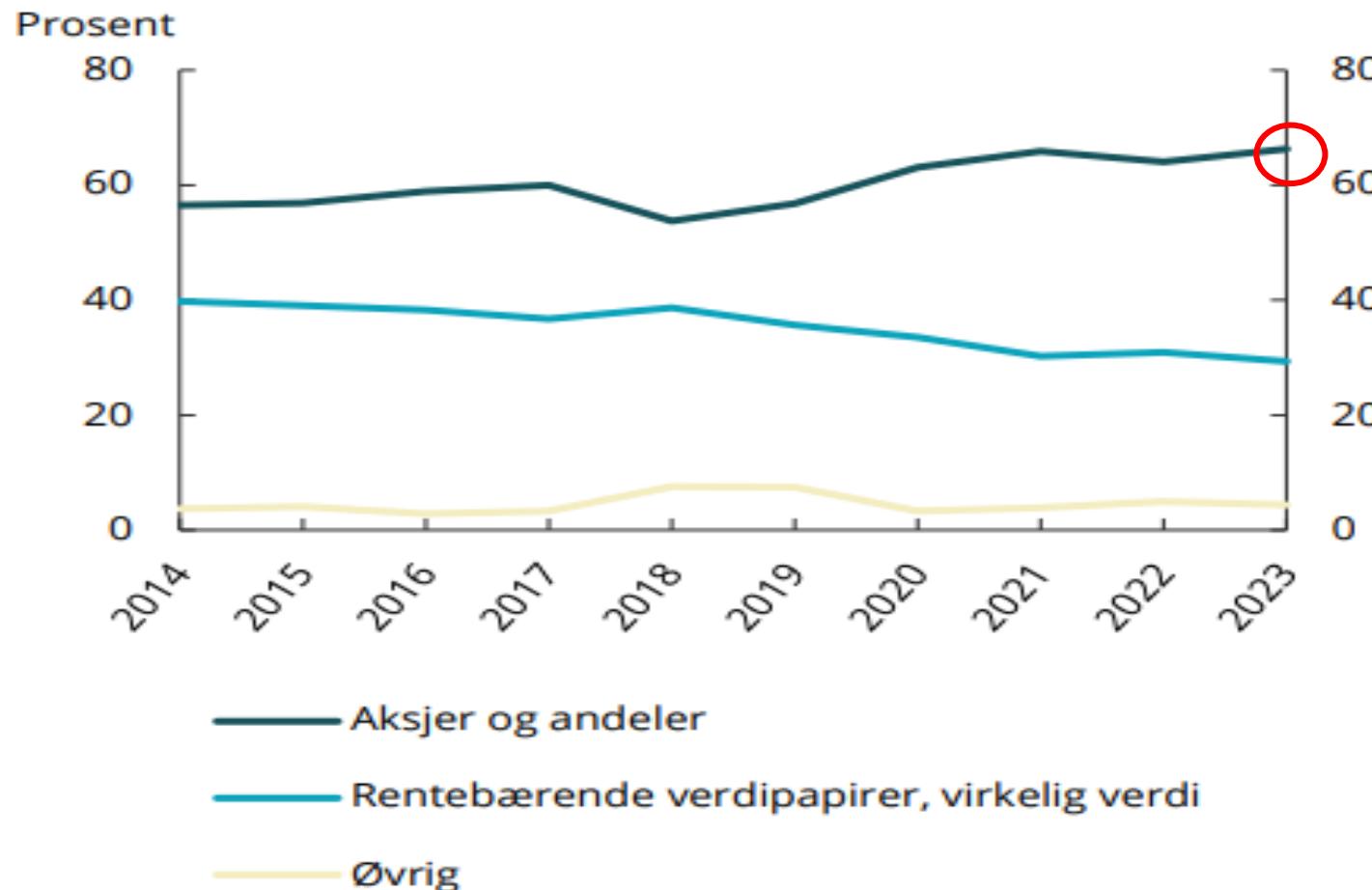
**Står ikke bra til med  
fripolisene!!**  
KLP har mer enn 30% i aksjer

Figur 3.1 Markedsandeler i livsforsikring, målt i prosent av forvaltningskapital



# Dette er bedre...

Figur 3.7 Livsforsikringsforetakenes investeringer i investeringsvalgporteføljen. Andeler

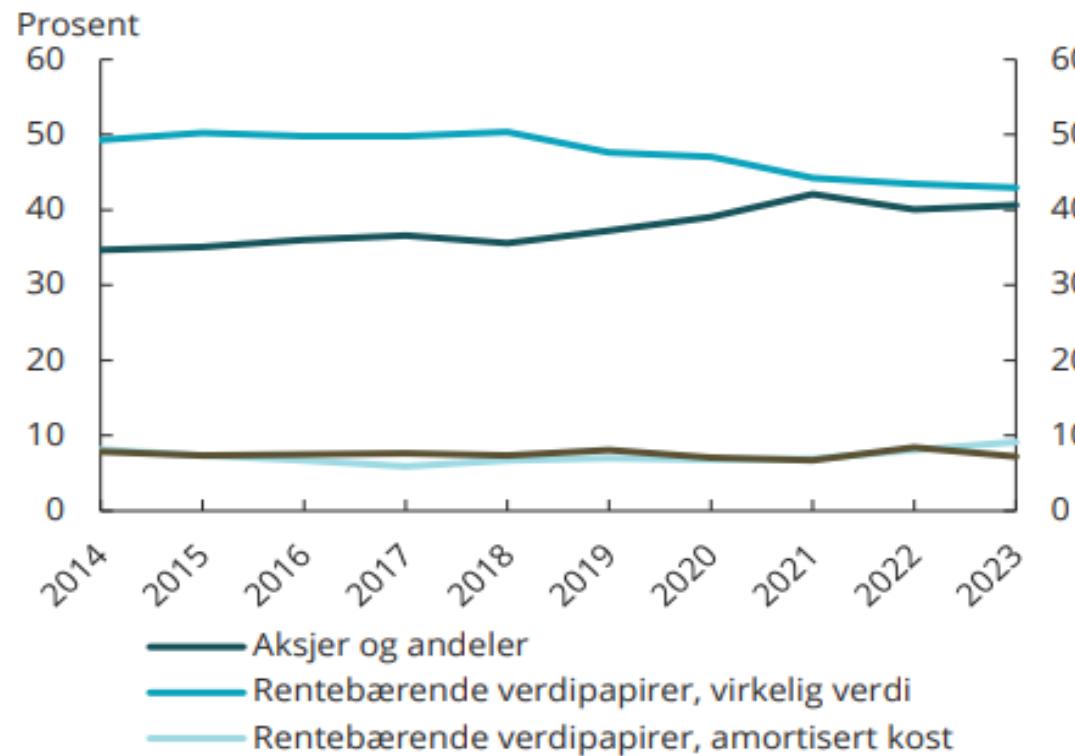


# Pensjonskassene gjør det bra => utsiktene er gode!

Både for sponsorer, pensjonister og fripoliser



Figur 3.13 Pensjonskassenes investeringer i  
kollektivporteføljen. Andeler



Kilde: Finanstilsynet

---

[grieginvestor.no](http://grieginvestor.no)