

Christer Hyggen

Pensjoner på børns – hvor risikofylt?

© Fafo 2010
ISSN 0804-5135

Innhold

1. Pensjoner på børs	5
Innledning	5
Notatets oppbygning	6
2. Risiko i pensjonsordningene i Norge	7
Typer risiko	8
Pensjonsnivårisiko (lønsregulering).....	8
Tidligpensjoneringsrisiko.....	8
Pensjonsreguleringsrisiko	9
Levealderisiko	9
Risiko i de ulike delene av pensjonssystemet	9
Folketrygden	10
AFP	11
Tjenstepensjonsordninger	12
Ytelsesordninger i privat sektor	12
Innskuddsordninger.....	13
Risiko oppsummert	14
3. Det private tjenstepensjonsmarkedet i Norge	17
Innledning	17
Omfang og fordeling	17
Kapital og markedsandeler	20
Oppsummering.....	22
4. Pensjonsnivårisiko i innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger	24
Investering i innskuddsordninger	24
Drøfting av porteføljerisiko, avkastning og virkning på pensjonsnivå	27
Lønnsutvikling og avkastning	30
Verdiutvikling i et utvalg pensjonsfond	32
Verdiutvikling i et utvalg standardiserte fond med lav, middels og høy risiko	33
Svenske erfaringer	35
Oppsummering.....	39
5. Hva kan arbeidstakerne velge – og hva velger de?	40
Bruk av individuelle investeringsvalg i Sverige	42
Oppsummering.....	44
6. Diskusjon	45
Referanser	48

Forord

Pensjoner på børs har blitt til som del av det strategiske instituttprogrammet «Tjenestepensjoner i endring» ved Fafo. Dette instituttprogrammet er finansiert av Arbeids- og inkluderingsdepartementet. Notatet er utarbeidet med et eksplorerende mål. Vi har ønsket å kaste lys over deler av pensjonsfeltet som ikke ennå er systematisert i en forskningssammenheng. Jon M. Hippe, Tove Midtsundstad og Geir Veland har bidratt med ideer, innspill og kommentarer, mens Christer Hyggen har ført det i pennen. Christine Scharff og Jacob Hanssen fra AiD har kommentert tidlige utkast av notatet. Vi ønsker å takke ansatte hos de ulike pensjonsleverandørene, Pensjonskasseforeningen, FNO og Pensionsmyndigheten for tilgang til data og informasjon. Vi vil også takke Jan Otto Riesebrakken fra Storebrand for tilgang til resultater fra undersøkelsen om bruk av individuelle investeringsvalg i tjenstepensjonsordningene og holdninger til risiko. Avslutningsvis vil vi takke publikasjonsavdelingen ved Fafo for tilrettelegging av notatet.

Fafo, februar 2010
Christer Hyggen

1. Pensjoner på børs

Innledning

Med innføring av lov om innskuddspensjoner i 2001 og lov om obligatorisk tjenstepensjon fra 2006 ble det en sterkere kobling mellom pensjonsytelser og utviklingen i finansmarkedene for den enkelte arbeidstaker i privat sektor i Norge. Langt over halvparten av alle tjenstepensjoner i privat sektor er i dag innskuddsbaserte. I tillegg har vi en av de mest individualiserte ordningene i Europa, der den enkelte arbeidstaker selv, innenfor gitte rammer, kan bestemme hvordan sparepengene skal investeres – med den risiko det innebærer for framtidig pensjonsnivå.

Det er likevel ikke bare innskuddspensjonene som er sterkt avhengig av svingningene i finansmarkedene, det gjelder alle fondsbaserte ordninger, og i prinsippet også de statlige pay-as-you-go-ordningene. Det statlige pensjonsfondet er for eksempel ment å finansiere deler av framtidens pensjonsforpliktelser. I tillegg er statens evne til å bære pensjonsforpliktelsene avhengig av skatteinntektene, og dermed av at antallet personer i arbeid og deres inntekt ikke reduseres. Finanskrisa har aktualisert sistnevnte problemstilling ved å synliggjøre risikoen når markedene svikter: innstramninger og nedbemanning er følger, som kjent, gjerne i kjølvannet av uro i finansmarkedene.

Dette notatet tar for seg de ulike formene for risiko som er knyttet til de norske pensjonsordningene. Vi fokuserer særlig på de innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene, siden dette er et relativt nytt element i det norske pensjonssystemet. Dette er også ordninger som i prinsippet er forbundet med høyere risiko for den enkelte arbeidstaker enn andre pensjonsordninger. Innskuddspensjon er en alminnelig spare- og investeringsform, men siden en betydelig andel av kapitalen investeres i aksjemarkedet, påvirkes den i større grad av svingninger i finansmarkedene. Vi ønsker derfor å se nærmere på nettopp koblingene mellom finansmarked, konjunktursvingninger og pensjonsytelser, og spør: *Hvor risikofyllt er det?*

For å belyse temaene har vi hentet informasjon fra ulike kilder; offentlig tilgjengelig statistikk, samt norske og internasjonale rapporter og utredninger. I tillegg har vi hentet tilgjengelig informasjon fra norske pensjonsleverandører, pensjonskasser, livselskaper og lignende.

Siden innskuddspensjoner og risiko er nært knyttet sammen, starter vi imidlertid opp med å se nærmere på risikobegrepet og hva som ligger i det i pensjonssammenheng. Vi gir også en kort oversikt over hvordan risiko knyttet til ulike pensjonsordninger i Norge er fordelt mellom ulike aktører, og hvordan risikofordelingen har endret seg det siste tiåret.

Notatets oppbygning

Innledningsvis beskriver vi og drøfter risikoen knyttet til ulike pensjonsordninger. Her presenterer vi også ulike perspektiver på risikodeling, og drøfter kort hvordan risikoen fordeles i de ulike delene av det norske pensjonssystemet. Videre ser vi nærmere på utviklingen i det private tjenstepensjonsmarkedet i Norge, og spesielt på innskuddsbaserte tjenstepensjoner med individuelle valg. Hensikten er å vise utviklingen i og omfanget av denne typen ordninger. I neste del av rapporten beskriver vi ulike eksempler på de alminnelige standardporteføljene som tilbys arbeidstakerne som er med i innskuddsordninger fra tre pensjonsleverandører, Storebrand, Vital og Danica, og ser nærmere på verdiutviklingen i disse. I dette avsnittet drøfter vi også porteføljerisiko, avkastning og dens potensielle virkning på pensjonsnivået. Vi ser også på hva arbeidstakerne har mulighet til å velge, og hvordan de faktisk velger å plassere pensjonsmidlene sine. Selv om innskuddspensjoner er et relativt nytt fenomen i Norge, har en rekke andre land lenge hatt erfaringer med innskuddsbaserte tjenstepensjoner og individuelle investeringsvalg. Vi sammenstiller de norske erfaringene med erfaringer med fondsbaserte pensjonsløsninger i Sverige når det gjelder avkastning og individuelle valg.

2. Risiko i pensjonsordningene i Norge

Selv om risiko som begrep har mange ulike anvendelser i norsk dagligtale, knyttes det som regel til negative hendelser. Risiko brukes også gjerne synonymt med sannsynlighet eller konsekvens. Risiko er et mål som kombinerer kunnskap om sannsynligheten for en hendelse og virkningen av denne. Dette betyr at en risiko kan være høy av to ulike årsaker, enten ved at sannsynligheten for at den inntreffer er høy, eller ved at alvorlighetsgraden av en hendelse er stor. Hvis det er slik at konsekvensene av en hendelse, dersom den først inntreffer, vil være katastrofale, kan man altså snakke om en høy risiko selv om sannsynligheten for at den skal inntreffe er relativt liten.

Innenfor en samfunnsvitenskapelig tradisjon står risikobegrepet sentralt. Flere bidragsyttere omtaler blant annet det moderne samfunn som et «risikosamfunn» (f.eks Beck 1992 og Giddens 1990). Risikosamfunnet knyttes til modernitet og menneskeskapte risikoer heller enn til risiko for at en naturkatastrofe skal inntreffe.

Mennesker har alltid vært utsatt for risiko, det som Giddens kaller ekstern risiko. Dette er risiko som i det store og hele er utenfor den enkeltes kontroll eller påvirkning. Moderne risiko er derimot et resultat av moderniseringsprosessen, med store endringer i den sosiale organiseringen av samfunn. Begrepet om moderne risiko knyttes med andre ord til risiko som et produkt av menneskelig aktivitet, det vil si skapt risiko.

Skapte sosiale risikoer har på mange måter endret tidligere sosiale relasjoner, både mellommenneskelige relasjoner, relasjoner mellom enkeltindivider og grupper, mellom enkeltindivider og institusjoner og mellom institusjoner i samfunnet. De har også drevet fram ulike former for velferdsstater og sosialforsikringsordninger i vår bestrebelse på å verne oss mot dem.

Risiko som begrep framstår som sentralt i et moderne samfunn fordi vi på mange områder har relativt langsiktige perspektiver på våre nåtidige handlinger. Effekten av nåtidige handlinger på framtidige utfall vil alltid være preget av usikkerhet på grunn av manglende oversikt over, og unøyaktig prediksjon av, hva som kommer til å skje i framtida. Dette vil særlig gjelde på pensjonsområdet, ettersom den framtidige levestandarden, og dermed pensjonsbehovet, vil avhenge av en rekke forhold som vi i dag ikke har oversikt over.

Alle pensjonsordninger bygger på forutsetninger om utbetaling av penger på et framtidig tidspunkt. I perioden fra en pensjonsordning etableres for den enkelte og til de faktiske utbetalingene av pensjonsytelsene skjer, ligger det mange ukjente størrelser og mulige hendelser. En måte å angripe og skille ulike pensjonsordninger fra hverandre på, er å undersøke hvem som bærer risikoene, og dermed konsekvensene av denne risikoen, både positive og negative.

I dette kapitlet ser vi nærmere på risiko knyttet til pensjoner i Norge, hvem som bærer hovedtyngden av de ulike risikoer som er forbundet med ordningene i det norske pensjonssystemet, og hvordan disse er håndtert. I pensjonssystemer kan bærerne av risi-

ko være fellesskapet gjennom staten, arbeidsgiverne, den enkelte arbeidstaker og pensjonist, eller pensjonsleverandøren. Risikofordelingen mellom disse aktørene vil variere avhengig av hvilken type pensjonsordning vi ser på, og hvilke forutsetninger og avtaler som er knyttet til de ulike ordningene.

I gjennomgangen vil vi skille mellom ulike typer av risikoer knyttet til de ulike pensjonsordningene. De kan være faktorer som påvirker innbetalingene, og dermed knyttet til de løpende kostnadene i pensjonsordningene, eller det kan være forhold som vil kunne påvirke de framtidige ytelsene fra ordningene. Det finnes en rekke slike faktorer, eller risikogrupper. Her vil vi i hovedsak beskrive risiko knyttet til reguleringen av opptjente rettigheter eller opptjent pensjonskapital, tidligpensjonering og levealder.

Typer risiko

Det finnes en rekke ukjente og derfor usikre størrelser knyttet til fastsettelsen av de framtidige pensjonene. Noe forenklet kan vi si at det dreier seg om usikkerhet knyttet til to forhold: det antall år pensjonene må utbetales, og endringene i pris- og lønnsnivået i perioden fra pensjonsopptjeningen starter til pensjonsutbetalingene opphører. Det er hvordan disse to usikkerhetsmomentene håndteres i de ulike ordningene som bestemmer hvem som bærer risikoen og dermed de mulige kostnadene. For arbeidsgivere vil håndteringen for eksempel ha innvirkning på kostnadene knyttet til premieinnbetalinger, og for arbeidstakerne vil det kunne påvirke størrelsen på ytelsene de får utbetalt som pensjonister. I det etterfølgende vil vi kort omtale fire typer av risiko relatert til disse to hovedområdene. Vi kaller disse risikoene pensjonsnivårisiko (lønsregulering), tidligpensjoneringsrisiko, pensjonsreguleringsrisiko og levealdersrisiko.

Pensjonsnivårisiko (lønsregulering)

Pensjonsnivårisiko er knyttet til ønsket om, eller behovet for, å regulere pensjonsopptjening som følge av at det skjer en endring i pris- og lønnsnivået i tidsrommet fra pensjonsinnbetalingene starter til de skal utbetales. Hvem som bærer denne risikoen vil i stor grad avhenge av om det er et mål at kjøpekraften skal opprettholdes og det framtidige pensjonsnivået ordningen sikter mot derfor er avtalt, som i rettighetsbaserte ordninger, eller om det ikke er fastsatt et slikt mål; som for eksempel vil være tilfellet for rene pensjonsspareordninger.

Tidligpensjoneringsrisiko

Tidligpensjoneringsrisiko er knyttet til om den enkelte må, eller selv velger å pensjonere seg før den pensjonsalderen som ordningen tar utgangspunkt i ved beregning av ytelsesnivå. Risikoen er knyttet til om det antall år man faktisk har behov for pensjon utvides i forhold til de opprinnelige forutsetningene som ble lagt til grunn ved beregning av pensjonsytelsen. Denne risikoen handler blant annet om risikoen for å måtte tre ut av arbeidslivet på grunn av dårlig helse, utslitthet, oppsigelse eller lignende. Dette utgjør en

risiko så sant man ved beregningen av størrelsen på den framtidige pensjonen har forutsatt at alle står i jobb til en viss alder og/eller det er lovet eller en forventer å få utbetalt en bestemt ytelse hvert år som pensjonist. Hvem som i hovedsak bærer denne risikoen, vil avhenge av om det i den aktuelle pensjonsordning er åpnet opp for uttak av tidligpensjon, om tidliguttaket subsidieres av for eksempel staten, arbeidsgiver eller et forsikringsfelleskap, eller om ordningen for eksempel er aktuarisk nøytralt.

Pensjonsreguleringsrisiko

Risiko knyttet til regulering av løpende pensjoner er knyttet til at det skjer en endring i pris- og lønnsnivået i det tidsrommet hvor det utbetales pensjon, og at vi ikke kjenner denne. Pensjonsreguleringsrisikoen gjelder i tidsrommet fra tidspunkt for uttak av pensjon til død. Noe forenklet kan vi si at behovet for regulering, skyldes ønsket om at pensjonistene skal ha en inntektsutvikling på linje med den yrkesaktive befolkningen. Usikkerheten og risikoen er knyttet til det at vi ikke vet hvordan økonomien og dermed lønningene og prisene vil utvikle seg. Vi kan dermed ikke på forhånd beregne disse kostnadene med hensyn til regulering av løpende pensjoner.

Levealdersrisiko

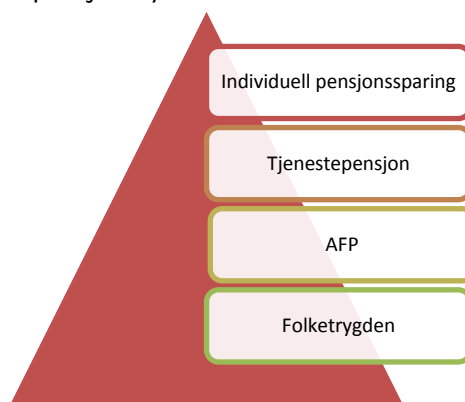
Levealdersrisiko er også knyttet til utvidelse av den perioden den enkelte har behov for å få utbetalt pensjon, men her som følge av lengre levealder, ikke behov for å gå av tidlig. Dersom levealderen øker, betyr det at det antall år den opptjente rettigheten, eller de oppsparte midlene, skal fordeles utover, øker. Forskjellen ligger i at usikkerheten her er knyttet til når pensjonsutbetalingene skal opphøre med hensyn til faktisk levealder, og ikke når de skal begynne, med hensyn til valgt avgangsalder eller pensjonsuttak. Hvem som i hovedsak bærer risikoen for langt liv, avhenger også av innretningen på pensjonsordningen, for eksempel om regelverket forutsetter livsvarig utbetaling eller er begrenset til et gitt antall år, og om den økte levealderen finansieres gjennom reduserte årlige ytelser eller økte innbetalinger.

Risiko i de ulike delene av pensjonssystemet

I det følgende beskriver vi de forskjellige formene for risikohåndtering og risikodeling i de ulike delene av det norske pensjonssystemet, slik det er i dag og slik det forventes å bli etter at pensjonsreformen har trådt i kraft. Vi ser nærmere på hvem og i hvor stor grad det er staten, foretak, arbeidstakere eller pensjonister som bærer risiko i hvilke ordninger.

Det norske pensjonssystemet består av fire hovedelementer og kan beskrives som i figur 1. I drøftelsene videre ser vi bort fra individuell pensjonssparing.

Figur 1 Strukturen i det norske pensjonssystemets



Folketrygden

Folketrygden slik den i dag er utformet, innehar, som de fleste pensjonsordninger, alle de formene for risiko som skisseres over. Dagens folketrygd har ingen tidligpensjonsordning som gir den enkelte rett til å gå av før fylte 67 år. I utgangspunktet betyr dette at den enkelte selv bærer risikoen hvis han eller hun har behov for, eller ønsker, å pensjonere seg tidlig. Dette gjelder såfremt man ikke tilfredsstillter de medisinske kravene i folketrygdens uførepensjon. Prinsippet om at arbeidstaker skal betale for egen tidligpensjonering, videreføres med den nye folketrygden. Riktignok får den enkelte etter 2011 rett til å ta ut alderspensjonen fra folketrygden tidligere, men de må fortsatt selv bære kostnaden knyttet til behov for tidliguttak, ved at de får livsvarig lavere årlige ytelser, da samlet pensjonsopptjening skal deles på flere uttaksår. Dette er det som kalles et aktuarisk nøytralt system.

Når det gjelder levealderisikoen i folketrygdens alderspensjon, bæres denne i dag sin helhet av staten. Levealderen i befolkningen har ingen innvirkning på verken ytelsenivå eller den lovfestede pensjonsalderen. Når staten bærer risikoen, betyr dette at det i prinsippet er de framtidige skattebetalerne som bærer risikoen. I dagens system ytes alderspensjonen livslangt fra fylte 67 år, og staten bærer den finansielle risikoen knyttet til eventuelle behov for utvidelse av det tidsrom den enkelte vil ha behov for å motta pensjon, det vil si risikoen forbundet med at noen lever lenger. I den nye folketrygden er prinsippet i utgangspunktet det samme; individet får en livslang ytelse fra det tidspunktet pensjon tas ut. Dette kan tidligst skje fra fylte 62 år. Forskjellen er at det meste av risikoen nå overføres til den enkelte gjennom det såkalte delingstallet og ved avkorting av pensjonene ved tidliguttak. Delingstallet skal fange opp endringer i levealder fra ett årskull til et annet. Økning i levealder og deler av kostnadene som dette medfører, vil dermed bæres av den enkelte gjennom lavere årlig pensjon livet ut. Den enkelte kan i prinsippet kompensere for et slikt pensjonstap ved å jobbe noe lenger. Dette kan imidlertid også oppfattes som en risiko eller kostnad for den enkelte. Det nye folketrygdsystemet innebærer dermed at risikoen for langt liv i stor grad overføres fra fellesskapet og staten til den enkelte selv.

I lys av forventningene om stadig økende levealder er da også levealdersjusteringen det viktigste enkelttiltaket for å gjøre pensjonssystemet økonomisk bærekraftig på sikt. Det reduserer med andre ord den institusjonelle risikoen for systemet. I utgangspunktet bærer både individer og foretak alltid en indirekte finansieringsrisiko ved at store under-skudd i folketrygden og statsbudsjettet kan utløse skatteøkninger for begge. En slik risiko vil det også være i den nye folketrygden, men den vil være mindre enn tidligere.

Risiko for pensjonsnivå vil både i dagens folketrygdsystem og i morgendagens reformerte system bæres av fellesskapet/staten, siden opptjente rettigheter vil lønnsreguleres, slik som i dag. Staten bærer også etter reformen det meste av pensjonsreguleringsrisikoen, som er knyttet til usikkerhet rundt den framtidige lønnsutviklingen, men i mindre grad enn i dagens system, hvor pensjonene reguleres på linje med den alminnelige lønnsveksten.¹ Framtidas pensjoner fra folketrygden skal etter 2011 reguleres i samsvar med lønnsveksten, fratrukket 0,75 prosent. Det vil si at noe av pensjonsreguleringsrisikoen overføres til den enkelte pensjonist, som i framtida vil få en lavere inntektsutvikling enn den yrkesaktive befolkningen.

AFP

Den avtalefestede pensjonsordningen, AFP, er en tidligpensjonsordning som i dag betaler ut pensjon i aldersspennet fra 62 til 67 år. Ordningen omfatter arbeidstakere som arbeider i et foretak med AFP-ordning og er omfattet av en tariffavtale som regulerer ordningen. Om lag 80 prosent av alle arbeidstakere i aktuell alder, 100 prosent i offentlig sektor og drøyt 40 prosent i privat sektor, jobber i en bedrift med AFP-ordning, og har rett til å ta ut pensjon fra fylte 62 år, om de også oppfyller de individuelle kravene til uttak. Ordningen finansieres av arbeidsgiverne og staten i fellesskap i privat sektor, hvor staten dekker 40 prosent av pensjonene for 65- og 66-åringene. I offentlig sektor bæres kostnadene og dermed risikoen for tidligpensjonering av arbeidsgiver alene. Finansieringen er likevel litt forskjellig med hensyn til om det enkelte foretak bærer samlet risiko og kostnader ved tidligpensjonering for sine ansatte alene eller i fellesskap med de øvrige foretakene som er medlemmer i samme ordning. For alle som tar ut AFP, finansierer i tillegg staten fortsatt folketrygdopptjening i inntil 5 år for alle dem som velger å gå av før fylte 67 år. Med andre ord er det arbeidsgiver i samarbeid med staten som bærer den finansielle risikoen knyttet til behovet for eller ønsket om tidligpensjonering. Risikoen i AFP er primært knyttet til at man ikke vet hvor mange som vil benytte seg av ordningen hvert år, siden uttaket er frivillig.

I tillegg kan det hevdes at arbeidstakerne bærer en viss risiko, som kan kalles «fratredelsesrisiko». Det skyldes at arbeidstakere som fratrer en stilling i et foretak med tariffavtale og AFP, og går over i ny stilling hos en arbeidsgiver uten tariffavtale og AFP, vil miste retten til å ta ut AFP, såfremt ikke et nytt jobbskifte før 62 år endrer dette.

¹ Etter 2003.

Ifølge lovforslag om ny AFP i privat sektor skal ordningen fra 2011 utbetales til alle arbeidstakere som jobber i en bedrift med AFP, og ikke som i dag kun til dem som faktisk går av før fylte 62 år. Det betyr samtidig at AFP-kostnadene blir mer forutsigbare, siden de ikke lenger knyttes til en ukjent størrelse – nemlig antallet som velger å gå av med AFP. Slik sett kan vi også si at risikoen eller usikkerheten knyttet til tidligpensjonering for arbeidsgiver og for staten i stor grad elimineres.

Ny AFP i privat sektor skal utformes som et livsvarig tillegg eller påslag til alderspensjonen, og være aktuarisk nøytral. Den årlige pensjonen vil dermed bli lavere jo tidligere en velger å ta ut AFP, på samme måte som for folketrygdens alderspensjon. Pensjoneringsrisikoen flyttes dermed i stor grad fra arbeidsgiver og staten til arbeidstakerne, ved at det er den enkelte som må bære den økonomiske risikoen knyttet til eget behov for tidligpensjonering, gjennom livsvarige lavere ytelser. Fratredelsesrisikoen vil også vedvare, da det fremdeles er slik at AFP ikke dekker alle foretak i privat sektor. Per i dag er det kun drøye 40 prosent som jobber i en virksomhet med AFP-ordning (Nergård 2009).

Tjenstepensjonsordninger

Hvilken type risiko man bærer i tjenstepensjonsordninger avhenger av hva slags ordning man er omfattet av. Det skilles i hovedsak mellom ytelsesbaserte pensjonsordninger og innskuddsbaserte pensjonsordninger. Tjenstepensjoner er kollektive ordninger, og i privat sektor i Norge foretaksbaserte. Kollektive ordninger som omfatter alle arbeidstakere har gjerne lavere administrasjons- og forvaltningskostnader enn individuelle ordninger, da et foretak vil ha større forhandlingskraft overfor pensjonsleverandører enn det enkeltindivider har, og fordi større ordninger som omfatter mange arbeidstakere har stordriftsfordeler. Kollektive ordninger gjør det i tillegg mulig å håndtere risiko både bedre og mer effektivt gjennom såkalt risk-pooling. Risk-pooling innebærer at man har et bedre utgangspunkt for å beregne den samlede risikoen, da en kan ta utgangspunkt i et datagrunnlag som inkluderer alle som inngår i ordningen over tid.

Ytelsesordninger i privat sektor

I de tradisjonelle ytelsesbaserte tjenstepensjonene kobles en pensjonsytelse til lønn på pensjoneringstidspunktet og til samlet opptjeningstid. Kompensasjonsnivået, eller pensjonsytelsen som andel av lønna i ordningene, er som regel angitt som en gitt prosent av arbeidstakers sluttlønn og avkortet proporsjonalt med antall år i ordningen.² Arbeidsgiver finansierer de forpliktelser som pensjonsordningen innebærer ved å innbetale årlige premier til et livsforsikringselskap eller til egen pensjonskasse. Premiene er basert på en rekke forutsetninger, herunder rentenivå, lønnsvekst, alders- og kjønnsammensetning,

² Eller den kan være angitt som en prosentandel av lønnen over yrkeslivet (eller det antall år en har vært medlem av ordningen), noe som er vanlig i flere europeiske land og som øker i omfang. OECD (2009), Pensions at a glance: Retirement-Income systems in OECD countries, OECD.

de forsikredes inntekt med mer. Arbeidsgiver bærer risikoen knyttet til endringer i disse forutsetningene, som igjen medfører endringer i premienivået. Reguleringspremier skal fange opp kostnadsvirkningene av disse endringene og betales av foretaket.

Lønnsreguleringsrisikoen (pensjonsnivårisikoen) i de norske sluttlønnbaserte ordningene ligger på arbeidsgivers hånd og er knyttet til at framtidig lønnsvekst og rentenivå er ukjent, og kan avvike fra det en har forutsatt ved beregning av premiene. Begge forholdene vil kunne medføre høyere premier for foretaket i dag enn opprinnelig beregnet, om de skal finansiere de framtidige forpliktelsene som ordningen har definert. I praksis betyr dette at nåverdien av de framtidige forpliktelsene øker. En annen type risiko for foretakene er koblet til endringer i regnskapsreglene, altså hvordan et foretak skal regnskapsføre pensjonskostnadene, endringer i lovregler og skatteendringer.

De tradisjonelle sluttlønnbaserte ytelsesordningene i Norge er å betrakte som rime-
lig forutsigbare og trygge sett fra arbeidstakers ståsted. Ordningene definerer et nivå i pensjonsplanen der pensjonsytelsen inklusive beregnet folketrygd skal utgjøre en gitt prosent av arbeidstakers sluttlønn ved pensjonsalder. I de sluttlønnbaserte ytelsesordningene har arbeidstakere og pensjonister i utgangspunktet ingen lønnsreguleringsrisiko, siden denne bæres av arbeidsgiver. Derimot har de en *pensjonsreguleringsrisiko*, da reguleringen av løpende pensjoner i de fleste tilfeller bestemmes av avkastningen på den oppsparte kapitalen.

Arbeidstakere og pensjonister bærer også en viss risiko knyttet til det eventuelle avviket mellom den faktiske pensjonsytelsen og det nivået som er angitt i ordningen, om faktisk folketrygd ved 67 år avviker fra det som ble lagt til grunn ved premieberegningen. Effekten kan være positiv eller negativ. Jobbskifter vil også kunne føre til tap av pensjonsrettigheter. Dette gjelder ved skifte mellom ytelsesordninger, og oppstår fordi medregning av tjenestetid i praksis ikke gjøres, selv om regelverket tillater dette. Det samme skjer ved overgang fra ytelsesordninger til innskuddsordninger.

De bruttobaserte ordningene i stat og kommune er, på sin side, mer eller mindre uten risiko for arbeidstaker og pensjonister. Gitt at tjenstepensjonsordningene i dag ikke kan tas ut før fylte 67 år, kan man også hevde at arbeidstaker bærer en form for *tidligpensjoneringsrisiko*, da de bærer risikoen for lavere inntekt ved behov for pensjonering før fylte 67 år. Dette er forutsatt at de ikke kan ta ut uførepensjon og har en uføreordning som del av tjenstepensjonsordningen. En uføreordning gir normalt 66 prosent av tidligere inntekt på samme måte som alderspensjon fra tjenstepensjonsordningen.

Når det gjelder *levealdersrisikoen* bæres denne i ytelsesordningene av leverandørene alene. Det innebærer at leverandøren bærer risikoen om medlemmene i pensjonsordningen lever lenger enn det ble forutsatt ved beregninger av nødvendige premieinnbetalinger.

Innskuddsordninger

Innskuddspensjonsordninger etter skatteloven ble først tillatt i Norge i 2001. Etter innføringen av OTP i 2006, omfattes i dag mer enn 900 000 arbeidstakere av slike tjenstepensjonsordninger. Dette utgjør omtrent dobbelt så mange som antallet med tradisjonelle sluttlønnbaserte ytelsesordninger i privat sektor. Det er betydelige forskjeller mellom innskuddsordninger og ytelsesordninger med hensyn til risiko og risikofordeling

forbundet med alderspensjon. Som en ren spareordning innebærer innskuddsordningene ingen risiko for foretakene all den tid beløpet som skal innbetales årlig utgjør en kjent prosent av de ansattes lønn. I disse ordningene er det i utgangspunktet arbeidstakerne som bærer det vi har kalt *pensjonsnivårisikoen* og pensjonistene som bærer *pensjonsreguleringsrisikoen*, siden reguleringen av opptjente midler og løpende pensjoner bestemmes av avkastningen på oppsparte midler, som jo er en ukjent størrelse. Hvor høy risikoen er for den enkelte, er videre en funksjon av valgt risikoprofil i investeringsporteføljen. Den enkelte kan med andre ord til en viss grad selv velge hvor mye risiko hun ønsker å ta. En slik risiko for arbeidstaker gjelder likevel bare såfremt ikke foretaker kjøper en avkastningsgaranti av et livselskap. Per i dag er imidlertid slike garantiordninger lite utbredt i det norske pensjonsmarkedet (Bjørge and Oroug 2007).

Det kan likevel diskuteres om arbeidsgivere kvitter seg med all risiko ved en overgang til innskuddsbasert pensjon. Enkelte har hevdet at det eksisterer en mulig «boomeffekt» (Lunaas 2008) for arbeidsgiver, ved at framtidig pensjonsnivå kan påvirke arbeidstakernes pensjoneringstidspunkt. I flere land i Europa, deriblant Nederland, er det for eksempel nå observert tendenser til at arbeidstakere ikke ønsker å pensjonere seg ved normal pensjonsalder, da den opptjente pensjonsinntekten ved «normal» avgangsalder oppfattes som utilstrekkelig. Nederlands lovgivning, som fra og med 2007 forhindrer arbeidsgiver å si opp arbeidstakere ved normal pensjonsalder, fører til at enkelte arbeidsgivere nå endrer sine pensjonsplaner for enkelte grupper arbeidstakere ved å innbetale høyere innskuddssatser, slik at disse skal kunne fratre som planlagt (Koesveld 2007). Dette betyr altså at arbeidsgivere med innskuddsplaner opplever at det er en reell, indirekte, risiko knyttet til kostnadsnivået for innskuddspensjoner ved at det kan ”tvinge seg fram” høyere innskuddssatser over tid. Som nevnt forutsetter en slik risiko at det ikke eksisterer noen absolutt aldersgrense. Om arbeidsgiver vil oppfatte forskjøvet pensjoneringsalder som en risiko, vil også avhenge av deres holdning til eldre arbeidstakere; om de anser eldre arbeidstakere som mindre produktive og helst vil erstatte dem med yngre og har mulighet til det – skjønt de demografiske endringene tilsier at dette vil bli stadig vanskeligere i framtida. Mangelen på arbeidskraft er da som kjent også en av grunnene til at vi i Norge og ellers i Europa har sett behovet for å endre pensjonsordningene, slik at de i større grad stimulerer til lengre yrkeskarrierer.

Risiko oppsummert

I dette kapitlet definerte vi fire ulike risikoklasser, henholdsvis tidligpensjoneringsrisiko, levealdersrisiko, lønnsreguleringsrisiko og pensjonsreguleringsrisiko, hvor de to førstnevnte angår usikkerhet knyttet til det antall år pensjonene må utbetales, og de to sistnevnte til usikkerheten knyttet til den framtidige lønns- og prisveksten. Videre har vi redegjort for hvem som i hovedsak bærer disse formene for risiko i de ulike pensjonsordningene i det norske pensjonssystemet, både før og etter pensjonsreformen.

Tabell 1 Risiko i ulike typer tjenstepensjonsordninger. Forskyvning av risiko ved innføring av pensjonsreform

	Folketrygd	AFP	Ytelses- pensjon	Innskudds- pensjon
Pensjonsnivå /lønnsregulering	Stat	Stat/Arbeidsgiver ↓ (Stat/Arbeidsgiver og dels arbeidstaker)	Arbeidsgiver	Arbeidstaker
Pensjonsalder	Stat ↓ Arbeidstaker og dels stat	Arbeidsgiver/stat ↓ Arbeidstaker	(Arbeidstaker)	Arbeidstaker
Pensjonsregulering	Stat ↓ Arbeidstaker og dels stat	Stat ↓ Arbeidstaker og dels stat	(Arbeidstaker)	Arbeidstaker
Levealder	Stat ↓ Arbeidstaker og dels stat	Stat/Arbeidsgiver ↓ Arbeidstaker og dels stat	Leverandør	Arbeidstaker

Gjennomgangen viser en klar forskyvning av risiko fra stat og arbeidsgiver til arbeidstakerne innen alle typer av pensjonsordninger. For alderspensjon fra folketrygden har arbeidstakerne alltid båret tidligpensjoneringsrisikoen. Det vil de også gjøre etter 2011. I tillegg vil de måtte bære levealdersrisikoen gjennom innføring av såkalt delingstall, samt en andel av pensjonsreguleringsrisikoen ved at løpende pensjoner vil underreguleres i forhold til lønnsveksten, med 0,75 prosent årlig. Det samme gjelder for AFP-ordningen, hvor arbeidstakerne i framtida vil måtte bære tidligpensjoneringsrisikoen gjennom varig lavere alderspensjon om de har behov for å gå av tidlig. I tillegg skal de bære levealdersrisikoen gjennom innføring av delingstall, samt en andel av pensjonsreguleringsrisikoen ved at påslaget fra AFP i framtida, på samme måten som alderspensjonen fra folketrygden, vil underreguleres med 0,75 prosent årlig, sett i forhold til lønnsveksten.

Den samme tendensen ser vi på tjenstepensjonsområdet. Dette skyldes ikke primært endringer i regelverket eller ordningene som sådan, men er en følge av at stadig flere arbeidstakere i privat sektor omfattes av innskuddsbaserte og ikke ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger, blant annet som følge av innføringen av obligatorisk tjenstepensjon og en omfattende omlegging fra ytelses- til innskuddsordninger. Som vi har sett tidligere er ytelsesbaserte tjenstepensjoner, både i privat og offentlig sektor, kjennetegnet av lav risiko for arbeidstaker med forutsigbare framtidige ytelser. Her er foretakene

særlige bærere av lønns- og pensjonsreguleringsrisikoen, mens leverandørene bærer levealderrisikoen. I innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger derimot, bærer arbeidstaker reguleringsrisikoen, både i form av risiko for avkastning og i form av regulering av løpende pensjoner. For stadig flere arbeidstakere vil dermed framtidig samlet pensjonsytelse være en ukjent størrelse. Den økte usikkerheten knyttet til framtidig samlet pensjonsnivå henger sammen med at ytelsene fra innskuddspensjonsordningene og reguleringen av denne vil være avhengig, ikke bare av lønnsnivå, men også av avkastning på de oppsparte pensjonsmidlene. Risikoen er i utgangspunktet på arbeidstakers hånd. Arbeidstaker har imidlertid selv mulighet til å påvirke eller velge grad av risiko. Dette gjør det ekstra interessant å se nærmere på de innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene – noe vi skal gjøre i de etterfølgende kapitlene.

3. Det private tjenestepensjonsmarkedet i Norge

Innledning

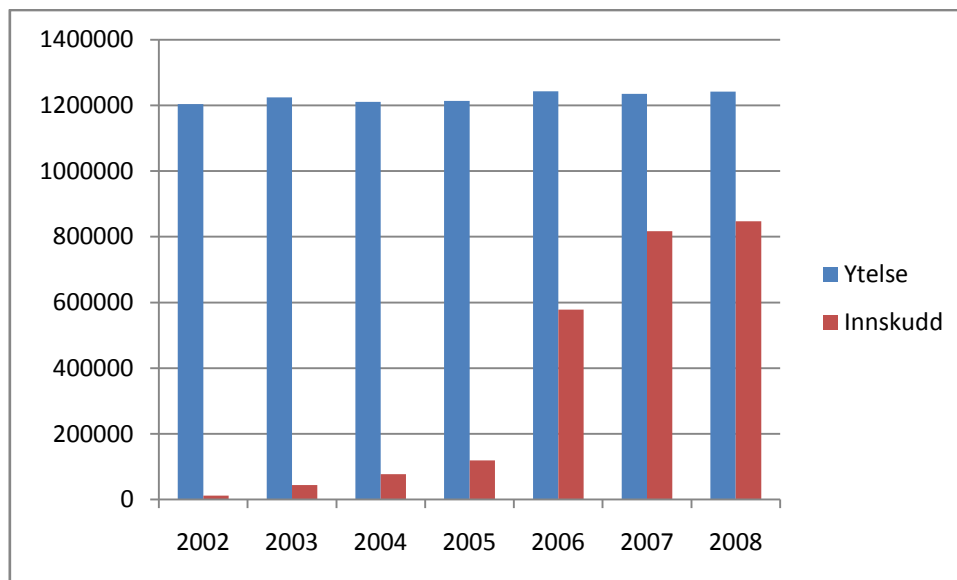
I de foregående kapitlene har vi skissert håndtering av institusjonell risiko i de ulike pensjonsordningene i Norge. En sentral tendens er overføring av risiko fra arbeidsgiver til arbeidstaker, særlig i tjenestepensjonsordningene. Dette skjer som resultat av framveksten av innskuddsbaserte tjenestepensjoner i Norge. I dette kapitlet skal vi se nærmere på omfang av tjenestepensjonsordninger, framvekst av innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger og utviklingen av tjenestepensjonsmarkedet.

Omfang og fordeling

Inntil lov om obligatorisk tjenestepensjon (OTP) ble innført i 2006, var de tradisjonelle ytelsespensjonene den dominerende typen pensjonsordning i arbeidsmarkedet, og var nærmest enerådende i Norge fram til 2001, da lov om innskuddspensjon (LOI) i arbeidsforhold åpnet for innskuddspensjoner etter skatteloven. Dette lovverket åpnet for inntektsfradrag etter regelverket og regler om blant annet maksimale innskuddssatser. Fra innføringen av LOI og fram til 2005 ble snaut 120 000 arbeidstakere omfattet av innskuddsordninger (figur 2). Ved utgangen av 2008 hadde omtrent 850 000 arbeidstakere en innskuddsordning, mens rundt 450 000 hadde en ytelsesordning i privat sektor. I disse tallene inkluderer vi selskaper som rapporterer til FNH og pensjonskasseforeningen. I tillegg har ansatte i offentlig sektor, både kommunal og statlig, ytelsesordninger knyttet til sine stillinger.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) utarbeider bestands- og regnskapsstatistikk for kollektive og private pensjonsforsikringer. Disse tallene inkluderer virksomheter som står tilsluttet og rapporterer til FNH, og dekker de fleste aktørene i markedet.

Figur 2 Antall forsikrede etter lov om foretakspensjon og etter lov om innskuddspensjon 2002 – 2008.



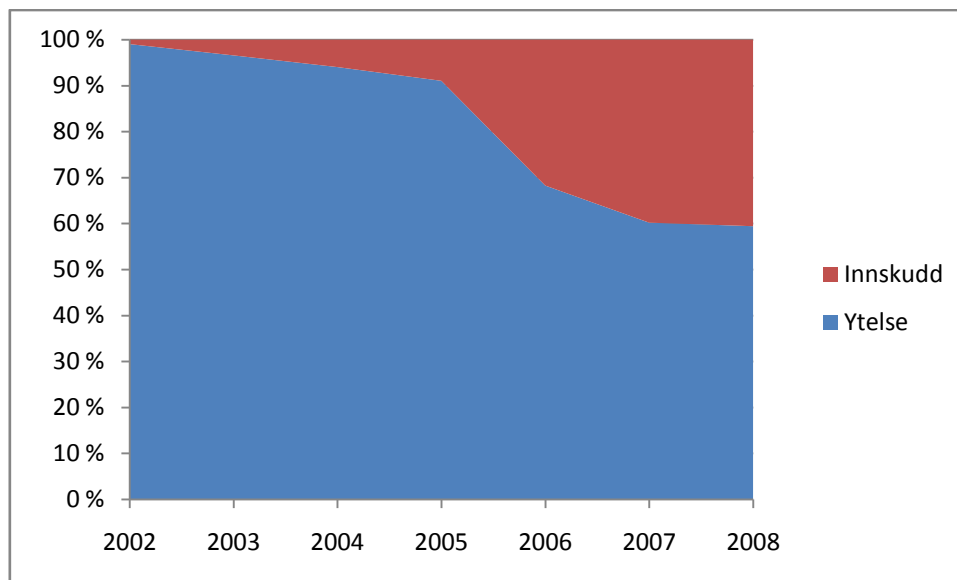
Kilde: FNH, private og kommunale pensjonskasser og SPK³

Vi ser at antallet som omfattes av tjenstepensjonsordninger i Norge totalt sett har vært raskt voksende den senere tiden. Dette betyr at større deler av befolkningen står bedre rustet mot risikoen knyttet til redusert inntekt i aldersdommen. Flere nordmenn er med andre ord forsikret mot usikre og lave inntekter som pensjonister. Det er fortsatt flere arbeidstakere i Norge som har ytelsesbaserte tjenstepensjoner. Antallet som omfattes av slike er relativt stabilt og faktisk svakt økende. Dette siste skyldes de senere årenes vekst i offentlig sektor, der særlig statlige virksomheter som politi, statlige høyskoler, universiteter, UDI, NAV, skatteetaten, Statens kartverk, Statens Innkrevingsentral og departementene har utvidet antallet ansatte. Disse er alle dekket av ytelsesbaserte ordninger i SPK. I privat sektor er det derimot de innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene som har størst utbredelse.

Samtidig som selve antallet forsikrede arbeidstakere med tjenstepensjoner vokser, endrer det totale risikobildet seg. Av figur 3 ser vi forskyvningen i vekten av ulike typer tjenstepensjonsordninger i Norge fra 2005 til 2008. I 2005 var det en betydelig overvekt av ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger, mens dette i løpet av disse få årene har endret seg slik at innskuddsordningene har tatt igjen en god del av dette forspranget.

³ Det er knyttet usikkerhet til tallene for ytelsespensjon i privat sektor for 2005 pga endrede registreringsrutiner hos FNH i perioden.

Figur 3 Andelen arbeidstakere med henholdsvis ytelsesordninger og innskuddsordninger 2005 – 2008.



Kilde: FNH, private pensjonskasser og andre

Det endrede bildet skyldes ikke bare det at mange nye arbeidstakere nå har fått tilgang til tjenstepensjon. Samtidig som nytegingen av tjenstepensjoner stort sett skjer innenfor innskuddspensjon, foretas det også mange omdanninger fra ytelsesordninger til innskuddsordninger. Tall fra FNH viser at minst 504 ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger ble omdannet til innskuddsbaserte ordninger i 2008. Fra 2002 er dermed omtrent 2500 ytelsesbaserte ordninger omdannet til innskuddsbaserte ordninger blant medlemmer i FNH, og omfatter rundt 50 000 arbeidstakere. Det er grunn til å tro at flere bedrifter vil omdanne sine pensjonsordninger fra ytelse til innskudd (Veland 2008). I NOU 2009:13 anslås det at det samlede antallet arbeidstakere som har blitt omfattet av slike omdanninger ligger et sted mellom 75 000 og 100 000.

I første rekke skyldes omdanninger at ytelsesordningene oppfattes av bedrifter som dyre og utforutsigbare (Veland 2008). Bedriftene ønsker derfor å kvitte seg med risikoen som denne typen ordninger representerer, og gå over til de, for bedriftene, mer forutsigbare innskuddsordningene.

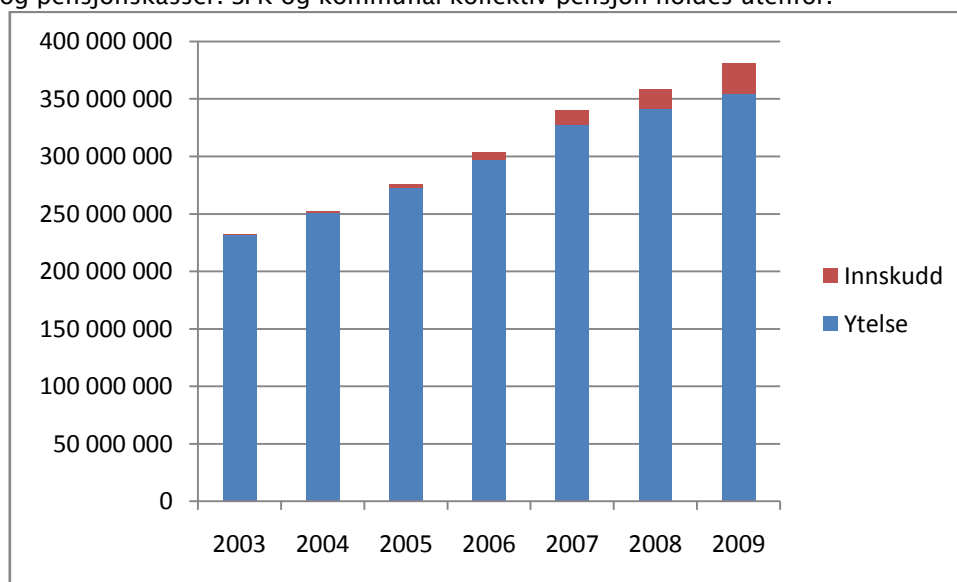
En videre omdanning må antas å være avhengig av i hvilken grad det i regelverket åpnes for etablering av alternative ordninger som gir større forutsigbarhet med hensyn til foretakenes utgifter knyttet til tjenstepensjonsordningene enn dagens sluttlønsordninger. Såkalte hybride tjenstepensjoner kan være et alternativ og er forslått i NOU 2009:13.

Kapital og markedsandeler

Ytelsesordningene har lange tradisjoner i Norge, og den samlede kapitalen i disse ordningene er vesentlig større enn kapitalen i innskuddsordningene (jf. NOU 2009:13).

Ved utgangen av tredje kvartal 2009 var det registrert til sammen drøyt 550 milliarder kroner i samlet kapital i tjenstepensjonsordningene, målt ved størrelsen på forsikringsfondene i livsforsikrings- og fondsselskaper som er medlem i, og rapporterer data til, Finansnæringsens Hovedorganisasjon (FNH). Dette inkluderer ikke de statlige tjenstepensjonsordningene i SPK. I figur 4 holder vi også de kommunale kollektive ordningene utenfor. Private pensjonskasser er inkludert. De private pensjonskassene og pensjonsleverandørene i det private markedet forvalter altså drøyt 380 milliarder kroner. Ytelsesordningene utgjør den klart største andelen av forvaltningskapitalen. Innskuddsordningene utgjorde samlet drøyt 26 milliarder kroner i 2009. Vi ser av figur 4 at kapitalen som forvaltes i disse ordningene særlig har økt de tre siste årene etter innføring av OTP i 2006. Kapitalen øker ved innbetaling av premier til ordningene samt ved tilførsel av avkastningen på de investerte midlene. Det er foretakene som betaler inn premier på vegne av sine ansatte. Disse premiene er typisk en prosentandel av arbeidstakers lønn. Vi kan altså forvente at den totale forvaltningskapitalen i innskuddsbaserte ordninger vil vokse betydelig framover, og i større takt enn kapitalen i de ytelsesbaserte ordningene.

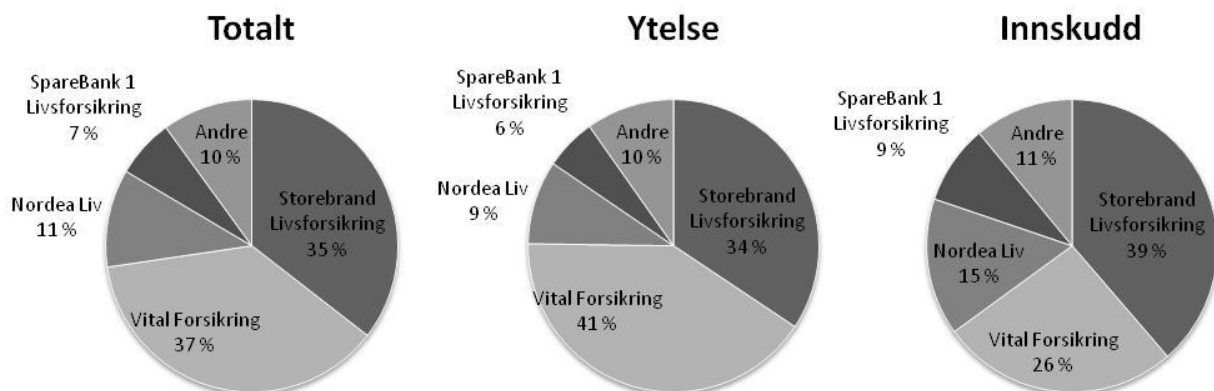
Figur 4 Forsikringsforpliktelse totalt i de private ordningene: Ytelsespensjoner, innskuddspensjoner og pensjonskasser. SPK og kommunal kollektiv pensjon holdes utenfor.



Kilde: FNH – Statistikk 3. kvartal 2009.

Forvaltningskapitalen i de private ordningene forvaltes av private pensjonskasser eller pensjonsleverandører. Det finnes en rekke leverandører av privat tjenstepensjon.

Figur 5 Markedsandeler i det (A) samlede private tjenstepensjonsmarkedet, (B) ytelsespensjonsmarkedet og (C) innskuddspensjonsmarkedet, målt ved premieinntekter i 2009. Tall i prosent. (Inkluderer pensjonsleverandører som er medlem i FNH.)



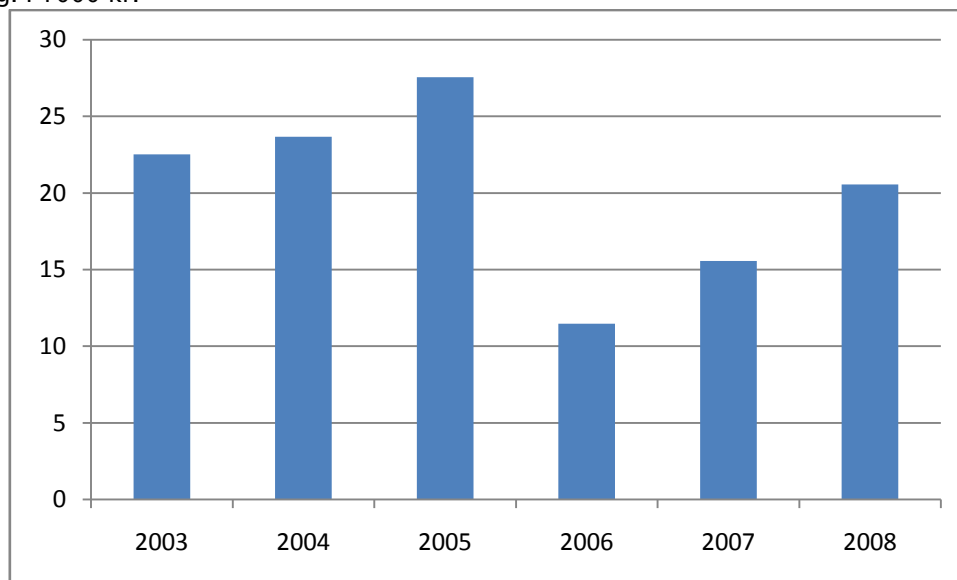
Kilde: FNH

Figur 5 viser pensjonsleverandørenes markedsandeler i tjenstepensjonsmarkedet. Markedsandelene er basert på innbetalte premier fram til 3. kvartal 2009. Figuren viser størrelsen på markedsandelene for de ulike pensjonsleverandørene i det samlede private tjenstepensjonsmarkedet. Vi ser at det er fire store aktører i markedet, med Storebrand og Vital forsikring som de dominerende. Vital og Storebrands andeler av det totale tjenstepensjonsmarkedet utgjør snaut tre fjerdedeler av det totale markedet. Nordea har drøyt 11 prosent av markedet, mens Sparebank1 har snaut 7 prosent. I tillegg til de fire største finnes det en rekke andre pensjonsleverandører i det private tjenstepensjonsmarkedet.⁴ Når det gjelder det private ytelsesbaserte tjenstepensjonsmarkedet er det fortsatt de to største, Storebrand og Vital, som dominerer med hensyn til markedsandeler. Her har Vital den klart største andelen, fulgt av Storebrand, Nordea og Sparebank1. Markedet for innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger er noe mer utsatt for konkurranse. Her er ikke Vital og Storebrand like dominerende, selv om de ved utgangen av tredje kvartal 2009 delte omtrent to tredjedeler av markedet mellom seg. I markedet for private innskuddsbaserte tjenstepensjoner har Nordea og Sparebank1 relativt større andeler enn i markedet for ytelsesbaserte tjenstepensjoner. Vi ser også at andre aktører samlet har en større andel av dette markedet.

Den totale kapitalen som er plassert i innskuddsbaserte forsikringsfond, utgjør den samlede sparingen til pensjonssparerne i disse ordningene. Vi så tidligere i kapitlet at antallet med slike ordninger har vokst, og at den totale kapitalen vokser tilsvarende, gitt flere premieinnbetalinger og avkastning fra fondene. Siden muligheten for sparing i innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger er relativt ny, er det fortsatt begrensede midler i ordningene samlet og på den enkeltes konto. Figur 6 viser gjennomsnittlig kontobeholdning for personer med innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger.

⁴ Andre leverandører som tilbyr ulike former for tjenstepensjoner er blant andre Danica pensjonsforsikring, Frende livsforsikring, Gjensidig pensjon, KLP bedriftspensjon AS og SHB Liv.

Figur 6 Gjennomsnittlig kontobeholdning for personer med innskuddsbasert tjenstepensjonsordning. I 1000 kr.



Kilde: FNH, egne beregninger

Vi ser av figuren at den gjennomsnittlige beholdningen på individuelle kontoer i innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger steg jevnt fra 2003 fram til 2005. Dette skyldes de årlige premieinnbetalingene og avkastning. Vi ser et brudd i 2006, der det kan se ut som om den gjennomsnittlige kontobeholdningen synker i verdi. Dette skyldes innføringen av obligatorisk tjenstepensjon og dermed mange nyttegninger. De mange nyopprettede kontoene vil trekke den gjennomsnittlige kontobeholdningen ned. I tillegg var mange av de innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene som var etablert før 2006, knyttet til arbeidstakere med høyere inntekt og dermed i mange tilfeller relativt mer sjenerøse enn de nyetablerte ordningene.

Oppsummering

I dette kapitlet har vi sett store endringer i markedet for tjenstepensjon de senere årene, særlig etter innføring av OTP i 2006. Dette får konsekvenser for risikobildet i pensjonsordningene i Norge. I kapittel 2 viste vi at individene i stor grad er bærere av risiko i de innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene i Norge, i langt større grad enn i de tradisjonelle ytelsesbaserte tjenstepensjonsordningene. Dette gjelder tidligpensjoneringsrisiko, reguleringsrisiko, regulering av løpende pensjoner og levealdersrisiko. Risikoen for den enkelte arbeidstaker er særlig knyttet til pensjonsnivå som pensjonist. Pensjonsnivået vil særlig avhenge av størrelsen på de innbetalte beløpene og avkastningen på de investerte midlene. Størrelsen på innbetalingen over arbeidskarrieren avhenger blant annet av lønn og avtalt innskuddssats, mens størrelsen på avkastningen blant annet avhenger

av plassering av midler, investeringsvalg, risiko i portefølje og utvikling i finansmarkedene.

I neste kapittel ser vi på hvordan pensjonskapitalen i innskuddspensjonsmarkedet kan plasseres, hvordan den er plassert og på avkastningen av disse midlene.

4 Pensjonsnivårisiko i innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger

Avkastningen på kapitalen i innskuddsbaserte ordninger reiser, for pensjonssparereren, to interessante og relaterte problemstillinger. For det første i hvilken grad avkastningen vil være tilstrekkelig for at kapitalens kjøpekraft vil være positiv eller ikke. Dersom pensjonskapitalen øker tilsvarende inflasjonen, opprettholdes kjøpekraften. For det andre i hvilken grad avkastningen følger den alminnelige lønnsveksten i samfunnet. Det siste er et spørsmål om kjøpekraftsutvikling relativt til lønn som yrkesaktiv. I dette avsnittet fokuserer vi altså på *pensjonsytelsesrisikoen*, risikoen som i folketrygden, AFP og ytelsesordninger har vært omtalt som lønnsreguleringsrisikoen. I innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger avhenger reguleringen av pensjonssparingen av avkastningen på de valgte investeringsprofilene i porteføljen. I det etterfølgende vil vi se nærmere på hvorvidt avkastningen i pensjonssparingen står i forhold til lønnsutviklingen generelt og for grupper av arbeidstakere med tjenstepensjonsordninger. Siden plassering av pensjonsmidler i finansmarkedene er relativt nytt i Norge, vil vi også se på erfaringen med slik plassering i et noe mer modnet system, nemlig den svenske plasseringen av midler i Prämiepensionsordningen som er underlagt Pensionsmyndigheten. Vi begynner dette kapitlet med en nærmere presentasjon av forvaltningsmulighetene i Norge.

Investering i innskuddsordninger

En innskuddsbasert pensjonsordning er en tjenstepensjonsordning der årlig innskudd er fastsatt som en prosentandel av lønn. De maksimale innskuddssatsene i henhold til skatteloven som gir inntektsfradrag er 5 prosent av lønn mellom 1 G og 6 G, og 8 prosent av lønn mellom 6 G og 12 G. Pensjonsytelsen vil avhenge av spareperioden, innbetalinger og avkastningen av de innbetalte pensjonsinnskuddene.

Forvaltningen av pensjonskapitalen kan skje på tre måter:

1. **Alminnelig forvaltning** for alle medlemmene, der institusjonen forvalter pensjonskapitalen. Foretaket eller de ansatte kan ikke påvirke sammensetningen av investeringsporteføljen.
2. **Kollektivt investeringsvalg**, der foretaket foretar kollektiv investeringsbeslutning for alle medlemmer, og avkastningen tilordnes arbeidstakers pensjonskapital. Arbeidstakerne bærer risikoen for verdisvingninger, med mindre avkast-

ningsgaranti er avtalt. Det skal opprettes en særskilt investeringsportefølje med lav risiko for arbeidstakere som har syv år eller mindre igjen til pensjonsalder.

3. **Individuell forvaltning** innenfor visse rammer, med egen pensjonskonto for hvert medlem. Arbeidstakerne bærer risikoen for verdisvingninger, med mindre avkastningsgaranti er avtalt

Loven stiller også krav til investeringsporteføljen. En investeringsportefølje kan bestå av andeler i verdipapirfond, andeler i en særskilt investeringsportefølje, og kontanter og tilsvarende likvider. Sammensetningen av investeringsporteføljene fastsettes av institusjonen og skal følge verdipapirfondloven.

En innskuddsordning administreres og kapitalen forvaltes av livsforsikringsselskap, fondsforsikringsselskap, banker eller verdipapirfond. Pensjonsleverandøren plasserer de samlede sparebeløpene som utgjør innskuddene eller kapitalen i kapitalmarkedet. Hvordan disse sparebeløpene plasseres er avhengig av hvilken avtale som er gjort mellom virksomhetene eller de enkelte ansatte og pensjonsleverandøren. Avtalene er styrende for hvilken form for kombinasjon av henholdsvis aksjer, obligasjoner og andre pengeinstrumenter midlene investeres i. Ulike kombinasjoner gir ulik risiko. Den forventede avkastningen av de investerte midlene vil altså i ulik grad avhenge av markedsutvikling, risiko i forvaltningen og i siste instans forvalterens dyktighet.

Risiko er for arbeidstakerne et sentralt aspekt i innskuddsordninger, siden det i hovedsak er de som bærer avkastningsrisikoen og dermed risikoen for det framtidige pensjonsnivået. Det er med andre ord både en oppsidemulighet og en nedsidemulighet for arbeidstakerne. Dette betyr at avkastningen og dermed pensjonsnivået kan bli høyere enn de forventninger som arbeidstakerne har lagt til grunn, eller det kan bli lavere. Sett i forhold til sluttlønnen, det vil si den lønn man har på pensjoneringstidspunktet, vil pensjonsnivået også være avhengig av lønnsutviklingen. Generelt er det slik at jo høyere lønnsveksten er, desto lavere vil pensjonsytelsen være i prosent av sluttlønnen. Dette gjelder særlig nær pensjonsalder (Veland 2008).

Høy risiko i investeringsporteføljer er forbundet med høy forventet avkastning og omvendt – lav risiko er forbundet med lavere forventet avkastning. Men hvorfor vil da noen velge en lavere forventet avkastning? Dette knyttes til individuelle holdninger til risiko. Valg av risikoprofil i investeringsporteføljen skal i prinsippet reflektere individuell holdning til risiko. Et individ som skyr risiko vil velge lavest mulig risiko, det vil si så lav aksjeandel som mulig. En med høy toleranse for risiko vil ha så stor risiko som mulig, og vil velge portefølje med høy aksjeandel. De som har en nøytral holdning til risiko forventes å velge en mellomvariant eller la andre ta beslutningen for seg.

Teoretisk er det med andre ord en sammenheng mellom risiko og avkastning. Empirisk og historisk er det likevel mer uklart hvordan sammenhengen mellom risiko og avkastning faktisk er. I et langsiktig perspektiv, som pensjonssparing skal ses som, viser historiske data at mer risikofylte plasseringsformer, som for eksempel plassering i aksjer, i de fleste perioder over tid vil gi en høyere avkastning enn mer moderate og lavere risikoprofiler, der midlene først og fremst vil være plassert i obligasjoner og pengeinstrumenter.

I tradisjonelle, kollektive ytelsesbaserte pensjonsordninger i livsforsikringsselskaper er det livselskapet som bestemmer risikoprofilen på plasseringen innenfor de begrensninger som lov- og regelverket setter. Foretak med egne pensjonskasser forvalter kapitalen etter gjeldende regelverk for pensjonskasser. I takt med økningen i innskuddsordningenes utbredelse, samtidig som de fleste innskuddsordningene har individuelt investeringsvalg, vil en større og større andel av den samlede pensjonskapitalen i dette markedet i prinsippet forvaltes av den enkelte selv. Med andre ord øker den individuelle risikoen i tjenstepensjonsordningene. Samtidig vil dette også gi mulighet for tilpasning etter ulike individuelle behov. Ifølge tall fra FNH var det ved utgangen av 2008 omtrent 25 000 forsikrede som ikke hadde individuelle investeringsvalg i sine innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger, mens drøyt 820 000 hadde ordninger med slike valg.

De fleste pensjonsforvaltere tilbyr alternative spareformer med ulike former for avkastningsgaranti. I markedet i dag finnes flere ulike former for slik sikring. Noen aktører tilbyr innskuddssikring. Dette skal sikre at pensjonsutbetalingen blir minst like stor som de samlede innskuddene til ordningen. Denne typen sikring tillater perioder med negativ avkastning på kapitalen i løpet av spareperioden, men likevel ikke slik at utbetalt pensjon kan bli lavere enn det man har betalt i innskudd til ordningen. Andre aktører tilbyr avkastningssikring. En slik sikring garanterer ikke en positiv avkastning, men at avkastningen ikke skal kunne bli lavere enn null hvert år. Dersom det oppstår en situasjon med negativ avkastning ett år, vil forvalteren dekke dette tapet. Slike former for forsikring av midlene er imidlertid relativt kostbare og reduserer den langsiktige avkastningen på grunn av kostnadene knyttet til sikringen. Slike spareordninger med avkastningsgaranti er lite utbredt i det norske markedet.

Et annet interessant aspekt gjelder tilfeller der det er avtalt kollektivt investeringsvalg. Kollektivt investeringsvalg betyr at foretaket velger risikoprofil på vegne av alle ansatte i foretaket. Dersom det velges en bestemt risikoprofil for alle ansatte i et foretak, vil den faktiske avkastningsrisikoen kunne variere mellom ansatte. Dette skyldes ulik alder og dermed ulik gjenværende tid til pensjonsalder. En høy risiko med ønske om høy avkastning kan lønne seg så lenge tid til pensjonering er lang, mens risikoen ved dette kan bli svært høy med kort tid til pensjonering. De ansatte vil dermed ha ulike ønsker med hensyn til sammensetning av porteføljen.

Pensjonsleverandørene tilbyr ulike produkter med ulik risikosammensetning. Innskuddene og kapitalen plasseres i aksjer, obligasjoner eller pengeinstrumenter. De fleste leverandørene har tre hovedkategorier av porteføljer, der de ulike risikoklassene varierer, og uttrykkes etter aksjeandelen i porteføljene. Kategorien *lav* eller *forsiktig* betyr at aksjeandelen er relativt lav – vanligvis 20–30 prosent, *middels* eller *balansert* innebærer at aksjeandelen er rundt 50 prosent, mens aksjeandelen i kategorien *offensiv* eller *høy* gjerne ligger på rundt 70–80 prosent.

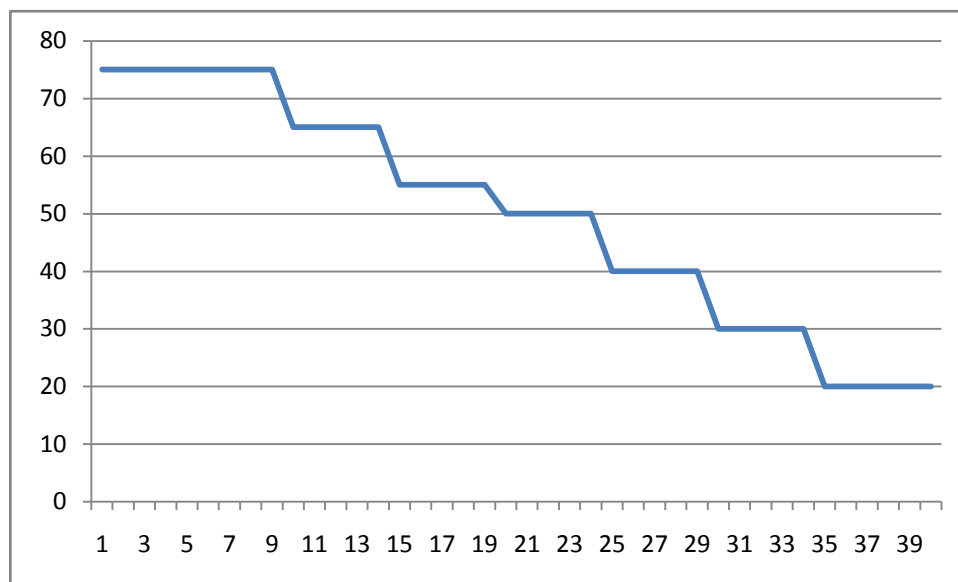
Drøfting av porteføljerisiko, avkastning og virkning på pensjonsnivå

Vi har tidligere vist at de aller fleste av arbeidstakerne som har innskuddspensjon har en ordning med mulighet for individuelt investeringsvalg. Slike valgmuligheter framkommer i den avtalen som er inngått mellom bedrift og pensjonsleverandør. Det er imidlertid en liten andel av arbeidstakerne som aktivt foretar valg. Dette ser vi nærmere på senere i dette notatet.

I teorien vil individer med ulik holdning til risiko velge ulik risiko i investeringsporteføljer, det vil si ulike aksjeandeler, og dermed ha ulik forventet avkastning over tid. Ved individuelle investeringsvalg vil den framtidige pensjonsytelsen ikke bare være en funksjon av utviklingen i finansmarkedene, men også av de faktiske valgene som tas. Individer som foretar aktive valg må antas å være kjent med potensielle konsekvenser av valgene. De fleste individer har liten kunnskap om pensjon generelt og vil i liten grad aktivt styre sparingen selv, men i stedet følge de råd som bedrift og særlig pensjonsleverandørene gir. Alle leverandørene vi har undersøkt anbefaler en nedvektning av aksjeandelen i porteføljene fram mot pensjonsalder for å redusere risikoen og potensielle negative konsekvenser som en høy aksjeandel vil kunne ha kort tid før pensjonering. Dette betyr vanligvis at leverandørene, såfremt ikke den enkelte vil foreta egne valg, gradvis omplaserer kapitalen i innskuddsordningene i retning av større vektning i obligasjoner og pengeinstrumenter de siste ti årene før pensjonsalder. En typisk investeringsprofil med hensyn til risikoeksponering over tid, kan gjerne se ut som vist i figur 15.⁵ Den vertikaleaksen angir aksjeandelen i porteføljen, og den horisontaleaksen viser tidslinjen fra spareår 1 til og med spareår 40. Mens arbeidstakeren er ung, er gjerne aksjeandelen høy, mens den reduseres gradvis fram mot pensjonering etter. Nedvektningen av aksjeandel de siste årene gjøres vanligvis automatisk av pensjonsleverandørene.

⁵ Illustrasjonen er kun et tenkt tilfelle.

Figur 7 Illustrasjon av gradvis nedvekting av aksjeandel i spareporteføljen.



I kjølvannet av finanskrisa ble det i media nærmest skapt et skremmebilde om krisas innvirkning på arbeidstakernes pensjonskapital og hva dette ville bety for den framtidige pensjonen. Den framtidige pensjonsytelsen er, som tidligere nevnt, avhengig av hvor mye som spares i hvor lang tid, og hva avkastningen er. Denne avkastningsrisikoen kom tydelig til syne under finanskrisa, da verdien av pensjonskapitalen for mange av de som hadde innskuddspensjon, ble nær halvert. Slik sett er det ingen tvil om at finanskrisa og dens innvirkning på kapitalmarkedenes prising av ulike finansobjekter, herunder aksjer, hadde stor betydning. Imidlertid er pensjon langsiktig sparing, og kortsiktige svingninger vil alltid inntreffe.

Finanskrisas innvirkning på arbeidstakernes pensjonskapital kan i et større perspektiv sies å være stor målt i prosentvis fall i verdiene, men liten i kroner. De som krisa først og fremst kunne få konsekvenser for, er de som skal gå av i nær framtid. Fordi sparingen for disse har vært begrenset til noen få år, vil den praktiske virkningen på den samlede pensjonsytelsen imidlertid være relativt beskjeden. For den store majoriteten som kom inn i dette markedet i 2006, kan faktisk finanskrisa og det store børsfallet vise seg å ha en positiv effekt, fordi de startet sparingen og kom inn i markedet på relativt lave kursnivåer. Dette illustrerer også en tilleggsdimensjon i risiko knyttet til avkastning av pensjonene; den enkelte har liten kontroll over når han eller hun kommer inn i en spareordning.

Statistikk viser at avkastningen i aksjemarkedet er positiv sett i et langsiktig perspektiv. Figur 8 viser meravkastningen av å plassere kapital i aksjemarkedet sammenlignet med i bank i løpet av investeringsperioden fra 1977 til utgangen av august 2007, det vil si i en periode på vel 30 år. Totalt for perioden ligger avkastningen i aksjemarkedet høyere enn avkastning på bankinnskudd. Figuren illustrerer altså forskjellen mellom å spare i en innskuddsbasert pensjonsordning med 100 prosent aksjeandel i porteføljen og 0 prosent aksjeandel.

Figur 8 Meravkastning av aksjeplassering vs. bankinnskudd.

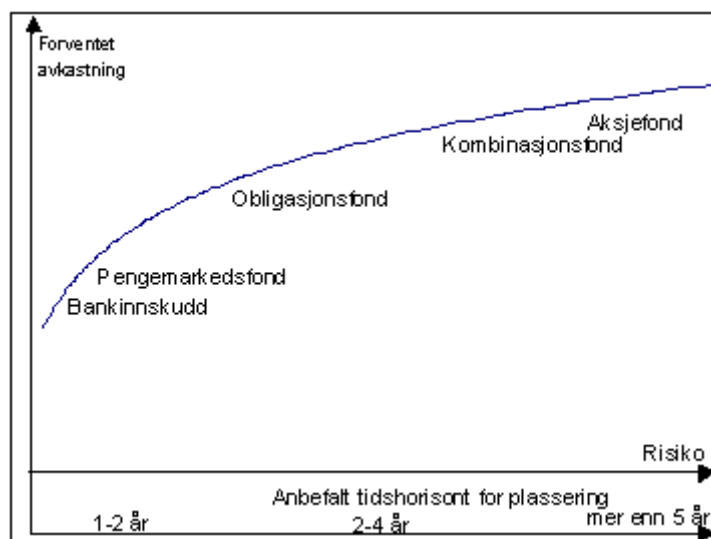


Kilde: Verdipapirfondenes forening, Norges Bank og Oslo Børs

Det er derimot ikke gitt at aksjeavkastning i kortere tidsperioder er høy eller positiv i det hele tatt. Vi har sett en betydelig negativ avkastning i 2007/08, og det har vært flere slike perioder tidligere, deriblant ved børskraket i 1987. Når neste større fall i verdiene på nasjonale eller internasjonale børs vil komme, er det selvsagt ingen som vet, men vi vet at det kommer. Det er dette som kjennetegner markeder med risiko. Man kan være heldig og unngå de store verdifallene, eller man kan være uheldig ved ikke bare å treffe disse hendelsene, men også ved å være sterkt risikoeksponert gjennom høye aksjeandeler i porteføljene og ha kort tid igjen til pensjonsalder.

Figur 9 illustrerer sammenhengen mellom forventet avkastning og sparingens anbefalte tidshorisont i ulike plasseringsalternativer. Forventet avkastning avspeiler risikoen: jo høyere risiko, desto høyere forventet avkastning. Figuren kan også illustreres med et ”omvendt” tidsperspektiv i pensjonssparing: når gjenværende sparetid reduseres ved at en nærmer seg pensjonsalder, beveger man seg fra høyre til venstre i figuren og reduserer både risiko og dermed forventet avkastning. De siste årene før pensjonsalder anbefales derfor en betydelig overvekt av kapital plassert i bank eller i pengemarkedsfond.

Figur 9 Sammenheng mellom forventet avkastning og sparingens tidshorison i ulike plasseringsalternativer



Kilde: Verdipapirfondenes forening, www.vff.no

Selv om forventet avkastning ved høy risikoeksponering gjennom høye aksjeandeler i pensjonsspareporteføljene kan være høy og fristende for mange, vil det uansett være en fornuftig strategi å nedtrappe risikoen når pensjoneringsalderen nærmer seg. Dette vil gjelde uansett, men særlig dersom sparingen har skjedd over lang tid og kapitalverdien er høy. Konsekvensen for pensjonsytelsen kan bli stor. Det er dette som kjennetegner det ”nye” innskuddspensjonsmarkedet: Individet har all risiko og må foreta egne beslutninger om hvordan pensjonskapitalen skal plasseres. Uansett – risikoen vil alltid være der, såfremt man ikke kjøper en innskuddsgaranti der man i verste fall minst vil være sikret innskuddene når man skal gå av med pensjon.

Dersom avkastningen på pensjonskapitalen er null, og kapitalverdien tilsvarer de samlede innskuddene, taper kapitalen verdi i forhold til lønnsutviklingen. I hvilken grad avkastningen holder følge med den alminnelige lønnsveksten i samfunnet, vil være avgjørende for pensjonskapitalens kjøpekraft. Vi ser nærmere på dette i neste avsnitt.

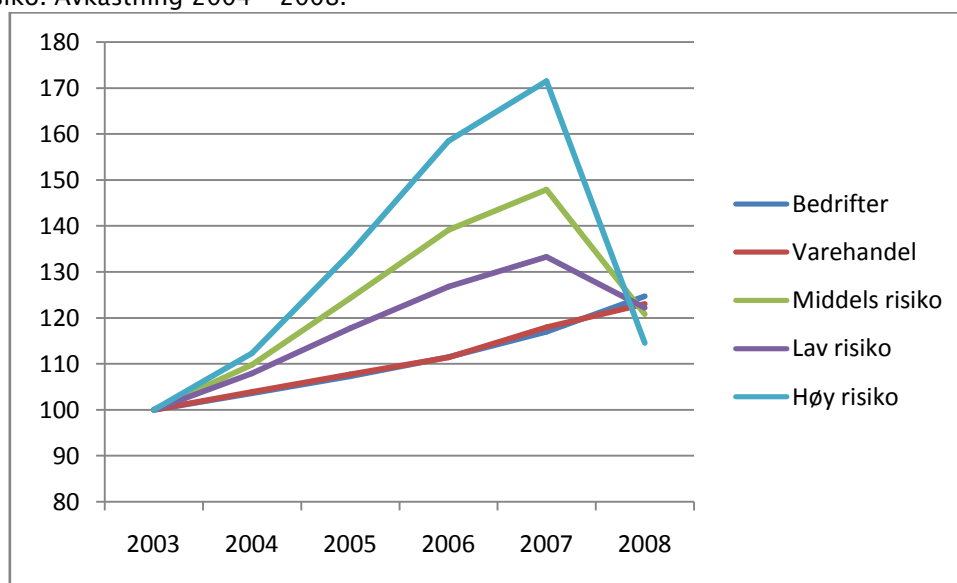
Lønnsutvikling og avkastning

Lønnsutviklingen har de senere år variert noe mellom ulike grupper av arbeidstakere i ulike deler av det norske arbeidslivet. Den varierer dessuten noe mellom bransjer og mellom tariffområder. I analysene som presenteres her fokuserer vi på de områdene i privat sektor der innskuddsbaserte tjenstepensjoner er utbredt. Utbredelsen av ordninger varierer også mellom sektorer, mellom bransjer og mellom tariffområder.⁶

⁶ I offentlig sektor har alle arbeidstakere ytelsesbaserte ordninger.

Siden innskuddsbaserte tjenstepensjoner etter skatteloven først ble tillatt i 2001, vil vi fokusere på tidsspennet mellom 2001 og fram til i dag. Som vi har sett i de innledende kapitlene, var også omfanget av innskuddspensjoner relativt beskjeden fram til 2004. Vi følger derfor avkastningen i standardporteføljer fra 2003/2004.

Figur 10 Lønnsutvikling i et utvalg bransjer og avkastning fra en investeringsportefølje med middels risiko. Avkastning 2004 - 2008.



Kilde: Lønnsutvikling er hentet fra teknisk beregningsutvalg (2009). Avkastningsopplysninger er hentet fra Vital.

Figur 10 viser lønnsutviklingen i to bransjer. Vi har her inkludert bedrifter innen NHO-området og varehandel innen HSH-området. Dette er de områdene som i størst grad er preget av å ha innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger for medlemmene (Hyggen and Veland 2008). Vi har tatt utgangspunkt i en basisverdi på 100 kroner i 2003.

Linjene for avkastning viser faktisk avkastning i perioden fra inngangen til 2004 til 2008 i tre innskuddsfond med ulik aksjeandel, henholdsvis lav (30 %), middels (50 %) og høy risiko (80 %). Sammenlignet med lønnsutviklingen generelt har avkastningen i fondene i store deler av perioden ligget betydelig høyere. Nedgangen vi observerer ved inngangen til 2008 markerer finanskrisa og fører til at avkastningen totalt sett i perioden er noe lavere enn lønnsutviklingen i perioden.

Perioden vi ser på er nok ikke representativ for den historiske utviklingen i fondsmarkedet, men illustrerer i et kortsiktig perspektiv risikoen knyttet til avkastning i innskuddsordninger. Vi ser at i perioden fra fondet ble etablert og fram til 2007 var avkastningen jevnt over, og til dels betydelig, høyere enn den nominelle lønnsutviklingen. Fra 2007 til 2008 ser vi virkningen av finanskrisa på fondets verdi. Nedturen i aksjemarkedene i 2008 medførte at de investerte midlenes totale avkastning fra 2004 til 2008 er lavere enn lønnsutviklingen. Vi har også lagt inn avkastningsopplysninger fra fondsporteføljer med høy og lav risikoprofil. Vi vet at disse porteføljevalgene er sjeldne, og vi

benytter dem her kun som illustrasjon. Som forventet ser vi at avkastningen har vært høyere i høyrisikoporteføljen i perioden fram til 2007. Den falt imidlertid betydelig mer, slik at sluttnivået ved utgangen av 2008 var lavere enn den nominelle lønnsutviklingen.

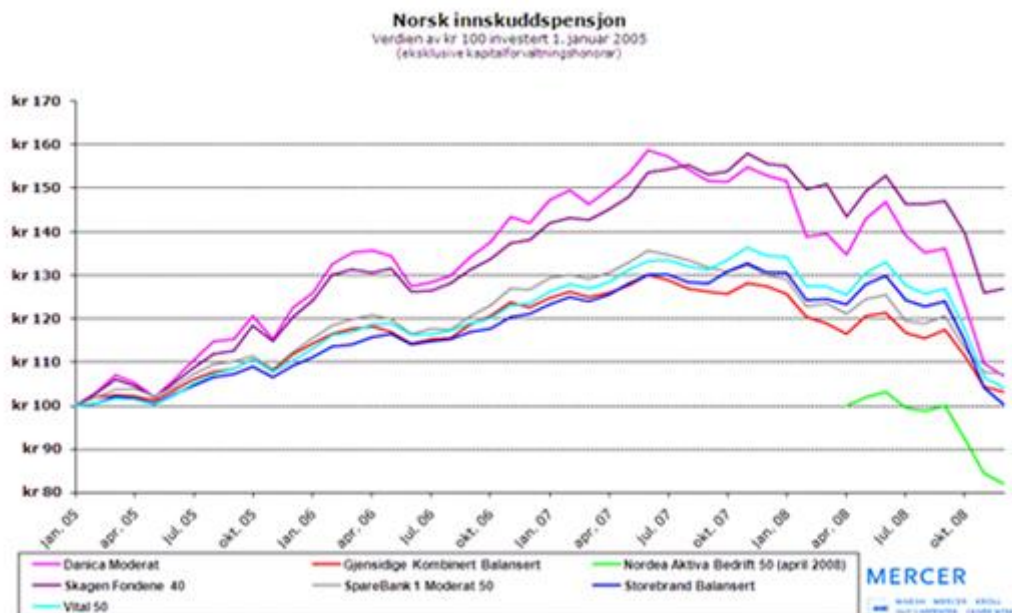
Et annet poeng er avkastningen relativt til individuell lønnsvekst i yrkeskarrieren. Dersom avkastningen eksempelvis er lavere enn individuell lønnsvekst, blir pensjonsytelsen i prosent av sluttlønnen som yrkesaktiv lavere jo sterkere lønnsveksten er. Dette er igjen en interessant problemstilling i forholdet mellom en innskuddsordning og en ytelsesordning (rettighetene i disse reguleres automatisk i forhold til individuell lønnsvekst – innenfor 12G).

Verdiutvikling i et utvalg pensjonsfond

Alle leverandører av innskuddsbaserte ordninger i Norge tilbyr såkalte investeringsalternativ med middels eller balansert risiko. Medlemmenes midler i innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger er i hovedsak plassert i en standardportefølje med middels risiko. Vi tar derfor utgangspunkt i en standardportefølje med middels risiko. Dette betyr at vi ser på avkastningsutviklingen i en portefølje med en aksjeandel på omtrent 50 prosent.

Disse porteføljene har visse ulikheter når det gjelder forvaltning og sammensetning av porteføljen. De viktigste forskjellene er knyttet til blant annet investeringens geografiske spredning, om midlene forvaltes aktivt eller ved en indekxnær forvaltning, valg av aktivaklasser, størrelsen på aksjeandelen, nedtrappingsprofil, valutasikring og rebalansering. I praksis fører dette til at produkter som for et utrenet øye kan framstå som relativt like, har ulike risiko. En stilisert utvikling av verdien på 100 investerte kroner fra begynnelsen av 2005 kan illustrere noe av denne forskjellen mellom de største aktørene i markedet.

Figur 11 Norsk innskuddspensjon. Verdien av 100 kroner investert 1. januar 2005. Kilde: Mercer (2008).



Figur 11. viser likevel relativt store forskjeller i verdiutvikling i de ulike porteføljealternativene. Porteføljene er alle markedsført som løsninger med middels risiko, altså en aksjeandel som varierer mellom 40 og 50 prosent. Det skal legges til i denne sammenhengen at tidshorizonten i sparesammenheng er meget kortsiktig, men det illustrerer likevel at det er forskjeller mellom leverandørene når det gjelder oppnådd avkastning i denne treårsperioden. Avkastningsrisikoen varierer altså ikke bare mellom standardiserte porteføljer med ulik risikoprofil, men også mellom ulike porteføljer med lik profil hos ulike leverandører. Figuren illustrerer dessuten et symmetrisk mønster i den forstand at retningen i alle porteføljene stort sett er den samme – det er bare utslagene som varierer. Dette skjer fordi plasseringen av midlene knyttet til disse fondene er gjort i mer eller mindre tilsvarende markeder.

Verdiutvikling i et utvalg standardiserte fond med lav, middels og høy risiko

I det følgende ser vi nærmere på verdiutviklingen i typiske standardiserte porteføljer for innskuddsbasert tjenstepensjon hos de tre største leverandørene i Norge; Vital, Storebrand og Sparebank1. Vi setter videre denne verdiutviklingen i sammenheng med prisvekst og lønnsutvikling i samme periode. Her har vi oppmerksomheten spesielt rettet mot porteføljene med middels risiko fra de tre leverandørene.

Storebrand er den nest største leverandøren av innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger i Norge, med en markedsandel på en snau tredjedel. Den enkelte arbeidstaker med innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger har i Storebrand i hovedsak mulighet

til å velge mellom tre spareprofiler med ulik risikoeksponering. Disse profilene kalles *Forsiktig*, *Balansert* og *Offensiv*. De ulike profilene skiller seg fra hverandre ved at fondsporteføljene har ulik sammensetning og aksjeandel. *Forsiktig* har en aksjeandel på 20 prosent, *Balansert* har en aksjeandel på 50 prosent og i *Offensiv* er aksjeandelen på 80 prosent. Den enkelte kan endre spareprofil så ofte en vil, gjennom en egen kundeportal. Storebrand anbefaler imidlertid at sparingen i aksjer reduseres de siste ti årene før pensjonsalder, slik at risikoen ikke er for stor i perioden før pensjonering. Det er også mulig med innskuddssikring på flere av produktene.

I Storebrand *Balansert* er midlene fordelt slik at 50 prosent er plassert i aksjer, 42 prosent i pengemarked og obligasjoner og 8 prosent i eiendom. Storebrand *Balansert* har som mål å spre midlene på en rekke ulike investeringer, slik at risikoen blir godt fordelt (Storebrand 2009). Forvaltningen vil være knyttet tett opp til markedsindeksenes sammensetning, og investeringer i utlandet valutasikres.

Storebrand kalkulerer og presenterer forventet realavkastning knyttet til sine fond overfor kundene. I profilen *Balansert* er forventet realavkastning på 4,7 prosent (Storebrand.no). Fondet Storebrand *Balansert* hadde en jevn positiv utvikling fram til finansroen satte inn for fullt ved inngangen til 2008. Finanskrisa satte fondet noe tilbake, slik at fondets kursutvikling i perioden vi observerer (mars 2004 – oktober 2009) har vært på drøyt 21 prosent. Vi ser at kursutviklingen i perioden mars-oktober 2009 har vært sterk, med en økning i porteføljeverdien på mer enn 10 prosent. Verdien er per oktober 2009 tilbake på nivået før finanskrisa slo til for fullt.

Vital er Norges største leverandør av pensjonsprodukter, og i innskuddsmarkedet har de en markedsandel på omtrent en tredjedel.

Vital tilbyr porteføljer til sine kunder med innskuddsbasert pensjon med aksjeandeler fra 0 til 100 prosent, der *Vital 30*, *Vital 50* og *Vital 80* er de vanligste. Disse tre porteføljene utgjør standardporteføljen en arbeidsgiver blir tilbudt ved inngåelse av avtale. Hver porteføljeklasse har tilhørende faste fordelinger mellom fem ulike aktivaklasser: norske aksjer, internasjonale aksjer, norske obligasjoner, internasjonale obligasjoner og pengekredsinstrumenter.

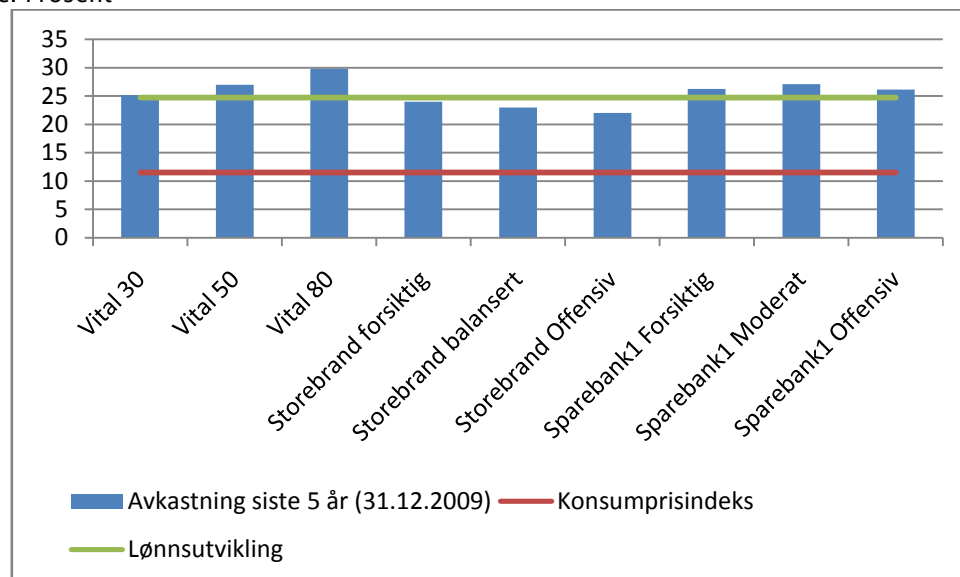
Enkelte av profilene har i tillegg mulighet for innskuddssikring. Profiler med innskuddssikring gir den ansatte ekstra trygghet, siden innskuddene er sikret ved pensjonsalder uansett hvilke investeringsprofiler som velges underveis. Det er når som helst anledning til å endre investeringsvalg, og også å bytte mellom sikrede innskudd og usikrede innskudd. Dersom man bytter fra sikrede innskudd til usikrede innskudd, mister man også sikringen på tidligere innskudd. Dersom man bytter fra usikrede til sikrede innskudd, får man bare sikring på innskuddene plassert etter ny avtale.

Vitals standardportefølje med middels risiko kalles *Vital 50*. Denne er satt sammen av 50 prosent aksjer, hvorav omtrent en fjerdedel er norske aksjer. 30 prosent av kapitalen plasseres i norske obligasjoner, 10 prosent i internasjonale obligasjoner og de resterende 10 prosent av kapitalen plasseres i pengekredsinstrumenter.

Sparebank1 tilbyr også ferdig sammensatte investeringsporteføljer med ulike andeler i bank, rente- og aksjefond. I tillegg til et standardvalg med 100 prosent aksjer, har Sparebank1 laget tre ferdig pakke porteføljer med ulik risikoprofil. Disse er kalt *Forsiktig*, *Moderat* og *Offensiv*. På samme måte som hos de andre leverandørene bestemmes risikonivået i de tre standardporteføljene i hovedsak av aksjeandelen. Investeringsporteføljen

Forsiktig har en aksjeandel på 25 prosent, *Moderat* har 50 prosent og *Offensiv* har 75 prosent. Bedriftene bestemmer hvilke alternativ som skal være åpne for sine ansatte, men banksparing og *Forsiktig* skal alltid være med som investeringsvalg. Bedriftene har også hos Sparebank1, som hos de fleste andre leverandørene, mulighet til å inkludere et åpent investeringsvalg der de ansatte selv setter sammen en portefølje med eget valg av fordeling mellom rente- og aksjefond. Aksjeandelen i porteføljene reduseres automatisk når den enkelte nærmer seg pensjonsalder.

Figur 12 Avkastning siste 60 måneder i et utvalg standardiserte tjenestepensjonsfond med ulik risikoprofil. Sammenlignet med konsumprisindeks og gjennomsnittlig lønnsutvikling i samme periode. Prosent



Kilde: Vital, Storebrand, Sparebank1, SSB, Teknisk beregningsutvalg.

Figuren viser blant annet at det ikke er gitt at et sparefond med høy profil gir høyere avkastning enn fond med lavere profil. Det kan være litt urettferdig å sammenligne pensjonsfond og porteføljer med ulik risikoprofil i en såpass kort periode, slike fond er konstruert for langsiktig avkastning. Figuren illustrerer likevel noen viktige poenger. Vi ser blant annet at risikoen for at de plasserte midlene skal tape seg i verdi relativt til prisstigning og lønnsvekst er liten, selv over et kort og urolig tidsspenn som de siste årene har representert i finansmarkedene.

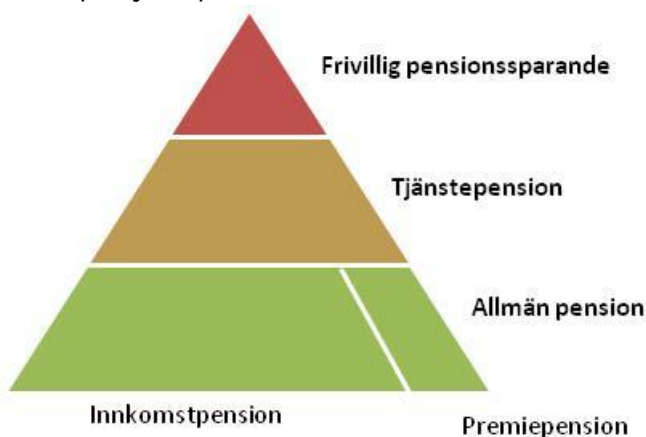
Svenske erfaringer

I løpet av de siste ti årene er det blitt mer og mer vanlig med offentlige pensjonssystemer som omfatter individuelle konto, der de forsikrede selv bestemmer hvordan pensjonsmidlene skal investeres (Palme et al. 2005). Deler av pensjonssystemet i Sverige

bygger på slike prinsipper. Det gjelder både den obligatoriske premiepensjonen og for en god del tjenstepensjonsordninger. Selv om dette notatet i hovedsak omhandler tjenstepensjonene, vil vi her kort se på individuelle investeringsvalg knyttet til premiepensjonen i Sverige, siden en del av erfaringene med dette systemet er relativt godt dokumentert.

Pensjonssystemet i Sverige er skjematisk illustrert i figur 13. Det nye offentlige pensjonssystemet i Sverige består av to komponenter; inntektpensjon og premiepensjon. Den samlede pensjonsavgiften (betalt av både arbeidsgiver og arbeidstaker) utgjør 18,5 prosent av pensjongivende inntekt, hvorav 2,5 prosent innbetales til premiepensjonsordningen. Sistnevnte er en fondert ordning, der den enkelte har en individuell konto.⁷ Premieavgiften kan investeres i ett eller flere fond, maksimum fem, av den enkelte. Innskuddsprosenten i premiepensjonen tilsvarer omtrent minimumssatsen i de norske innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene og gir derfor grunnlag for relevante sammenligninger.

Figur 13 Det svenske pensjonssystemet



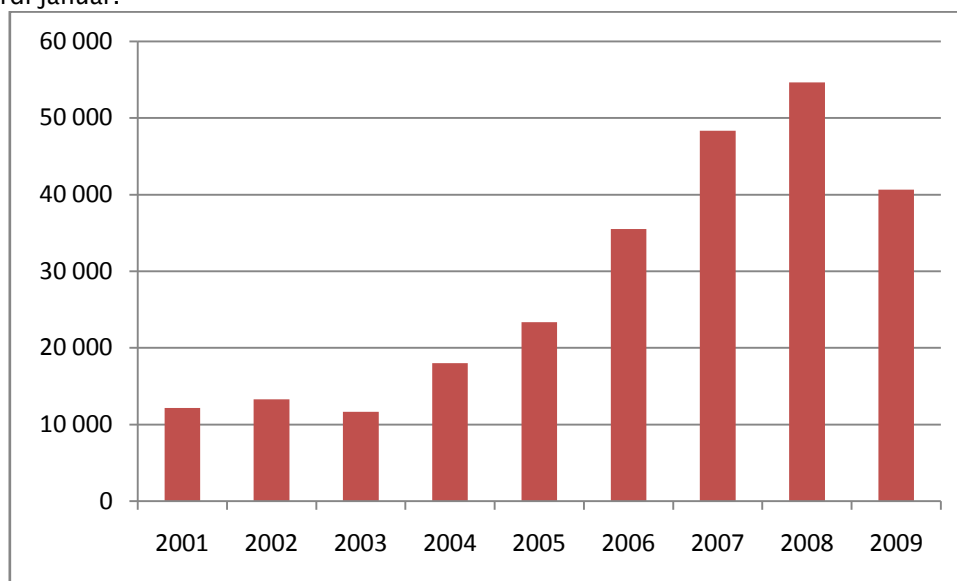
Kilde: PPM

Ved utgangen av 2008 var nær 6 millioner svensker omfattet av Premiepensions-systemet (PPM). Av disse var omtrent hver tiende pensjonist. Premiepensionsfondet forvaltet samlet omtrent 233 milliarder svenske kroner. I gjennomsnitt hadde hver av pensjonssparerne drøyt 42 000 svenske kroner på kontoene sine ved utgangen av 2008. Den enkeltes kontobeholdning øker når det gjøres nye pensjonsinnbetalinger hvert år. Beholdningen øker også ved positiv avkastning fra fondet og reduseres ved negativ avkastning. Figur 14 viser utviklingen i verdien på enkelte fondskontoer ved utgangen av årene fra 2000 til 2008. Vi ser at den gjennomsnittlige beholdningen økte fra 2000 til 2001 som et resultat av innbetalte premier og en positiv utvikling i markedene. Tilbakegangen som observeres i 2002 skyldes lav avkastning i markedene og satte den gjennom-

⁷ Premiepensjonsordningen administreres og forvaltes av Premiepensionsmyndigheten, PPM i Sverige. Alle som arbeider og betaler skatt til premiepensjonsordningen får tildelt en personlig konto av PPM.

snittlige beholdningen tilbake, på tross av jevnt tilskudd av kapital fra innskuddene. I perioden fra 2002 og fram til 2007 vokste den gjennomsnittlige kontobeholdningen for pensjonssparere betydelig, fra drøyt 10 000 svenske kroner til snaut 57 000. Denne økningen skyldes en kombinasjon av premieinnbetalinger og positiv avkastning i markedene. Vi ser også at finansuroen reduserte verdien av en gjennomsnittlig kontobeholdning fra 2008 til 2009.

Figur 14 Gjennomsnittlig kontobeholdning for pensjonssparere i perioden 2000 - 2009. Markedsverdi januar.

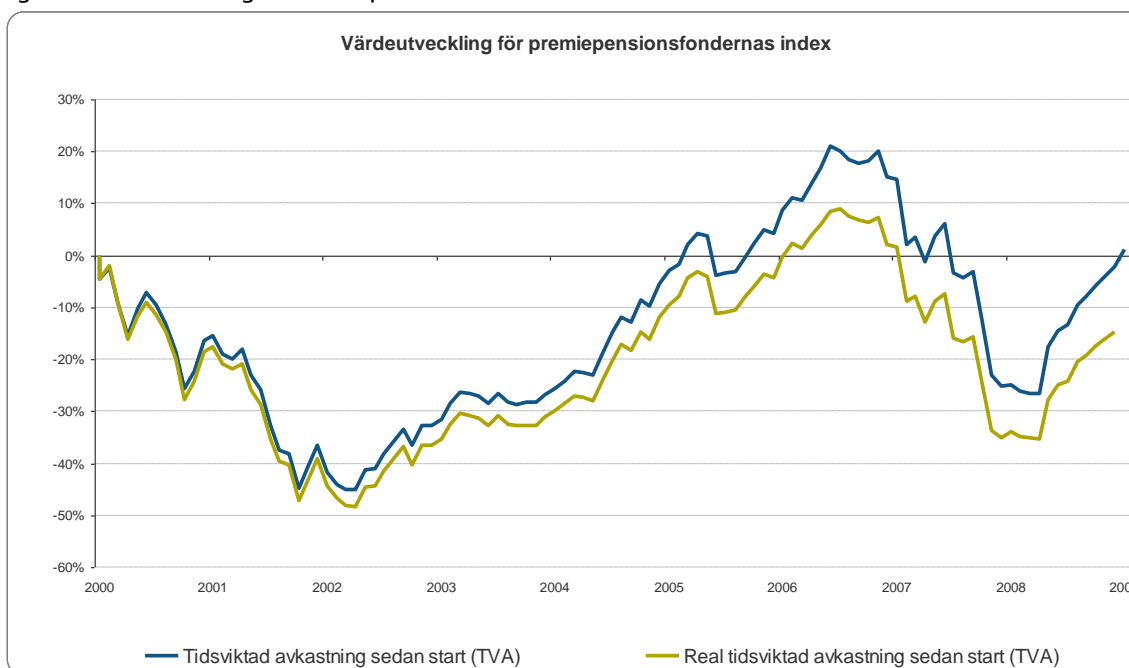


Kilde: Pensionsmyndigheten

Som vi så tidligere i dette kapitlet har altså et gjennomsnittlig medlem i den svenske ordningen dobbelt så mye kapital plassert i en fondert ordning med individuelt investeringsvalg som et medlem i Norge. Midlene har også vært eksponert i markedet i lengre perioder enn i Norge. Hva slags utvikling har de svenske fondssparerne hatt på sine midler, og hvordan ser dette ut i forhold til lønnsutviklingen?

Vi ser først på kursutviklingen i Premiesparfonden. Premiesparfonden er et aksjefond som forvaltes av Sjunde AP-fonden. De av pensjonssparerne i PPM-systemet som ikke foretar et aktivt valg, får midlene sine plassert i denne løsningen. Den kan altså på mange måter sammenlignes med porteføljealternativene med middels risiko i det norske innskuddsbaserte tjenstepensjonssystemet. Figur 15 viser kursutvikling i premiesparfonden siden opprettelse av fondet i 2001.

Figur 15 Kursutvikling i Premiesparfondet

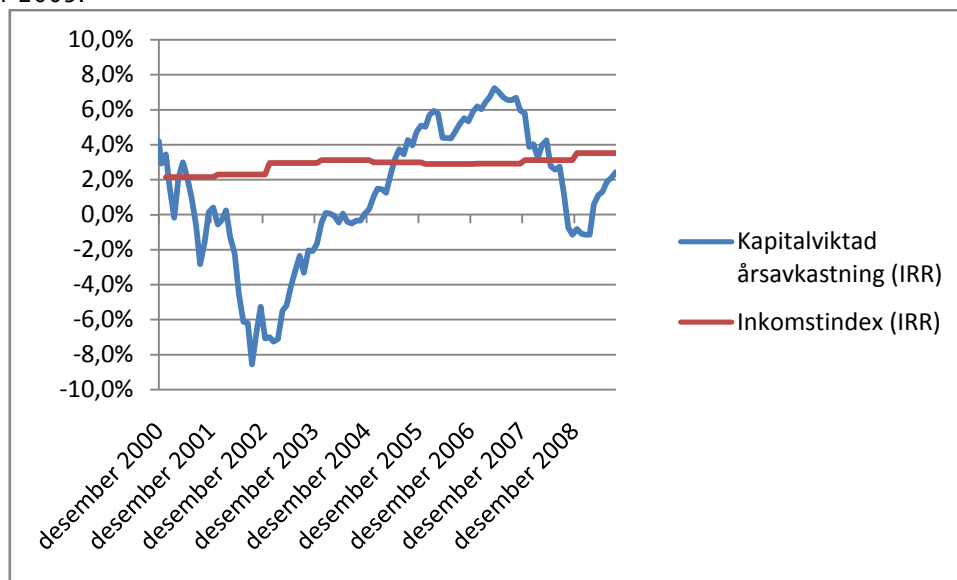


Kilde: Pensionsmyndigheten v/Sara Bergström

Av figuren ser vi også at det har vært relativt stor variasjon i kursutviklingen siden oppstart. Etter etablering av PPM-ordningen gikk den svenske økonomien inn i en vanskelig periode. Dette fikk følger for avkastning i aksjemarkedene, så også i premiesparfondet. Fra 2003 ser vi at kursutviklingen var jevnt positiv fram til finanskrisa slo til mot slutten av 2007. Fallet på børsene i Sverige og verden for øvrig medførte også kraftig fall i verdien på premiesparfondet. Ved utgangen av oktober 2009 var fondets verdi på 93,01 svenske kroner. Dette betyr at 100 investerte kroner ved opprettelsen av fondet i praksis hadde tapt seg i verdi. Den positive utgangen på året førte likevel til at fondet hadde en andelsverdi på 100,18 i midten av januar 2010.

I det følgende ser vi nærmere på hvordan avkastningen i fondet har vært sammenlignet med lønnsutviklingen generelt i Sverige. En slik sammenligning vil gi en indikasjon på hvorvidt Premiepensionssystemet over tid gir bedre forvaltning av midlene enn resten av pensjonssystemet i Sverige, som reguleres i henhold til gjennomsnittlig lønnsutvikling. Figur 23 viser kapitalvektet avkastning og den svenske inntektsindeksen. Kapitalvektet avkastning angir gjennomsnittlig årlig utvikling for en gjennomsnittlig arbeidstakers premiepensjonskonto. Den kapitalvektede avkastningen kan ikke direkte sammenlignes med markedsindekser eller indekser fra enkeltfond. Inntektsindeksen angir størrelsen på den faktoren som inntektspensjonene oppjusteres med hvert år.

Figur 16 Avkastning i premiepensionssystemet sammenlignet med inntektsindeksen fra 2001 – oktober 2009.



I observasjonsperioden ser vi av figuren at avkastningen i premiepensionssystemet har vært dårligere enn lønnsindeksen, og altså lavere enn lønnsveksten generelt. Dette betyr at midlene som er investert i fond i perioden i praksis har sunket i verdi, eller at kjøpekraften i de investerte midlene er redusert. Selv om svenskene har lengre erfaring med slik fondsbasert sparing og forvaltning av pensjonsmidlene, er også observasjonsperioden i Sverige relativt kort. Det er uklart hvordan avkastning og lønnsvekst vil stå i forhold til hverandre over lengre perioder enn de vi her har hatt muligheten til å undersøke.

For den enkeltes pensjon vil heller ikke avkastningen på de investerte midlene fra premiepensionen ennå være av helt avgjørende betydning, ettersom de vil utgjøre en relativt liten del av de totale pensjonsytelsene.

Oppsummering

Vi har i dette kapitlet sett at det fortsatt er relativt små midler plassert i fond fra de innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene. Siden fenomenet med individuelle pensjonskonti og individuelle investeringsvalg er relativt nytt i Norge, er observasjonsperioden ganske kort. Vi har likevel observert at det er store svingninger i markedene der midlene er plassert. Vi har også sett at det er forskjeller mellom leverandører med hensyn til avkastning i fond som er markedsført innenfor samme risikosegment. Dette henger blant annet sammen med ulik sammensetning og vektning av aksjeandel i porteføljene og investering i ulike markeder. Avkastningen på fondene følger stort sett lønnsutviklingen i samfunnet.

5. Hva kan arbeidstakerne velge – og hva velger de?

Arbeidsgivere i Norge står relativt fritt til å velge hva slags type løsning de ønsker å tilby sine ansatte innenfor lov om innskuddspensjon. Det mest utbredte alternativet er likevel en løsning der de ansatte gis mulighet til å velge mellom fond med ulike risikoprofiler, altså kollektive avtaler med individuelt investeringsvalg. De fleste leverandører tilbyr minst tre typer fond som en minsteløsning. Vi har foreløpig ikke nøyaktige tall på hvor stor andel bedrifter som har valgt en slik løsning, men informasjon vi har fått fra et utvalg leverandører, bekrefter at det er et svært lite mindretall som har gått inn for løsninger som går utover en slik minsteløsning. De samme leverandørene forteller også at mellom 70⁸ og 90⁹ prosent av arbeidstakerne har midlene sine plassert i en profil med middels risiko. Dette er den risikoprofilen som benyttes som utgangsprofil ved inngåelse av avtale mellom bedrift og leverandør. Det å ha midlene sine plassert i et fond og en risikoprofil med middels risiko, kan altså betraktes både som et valg og som et ikke-valg. Man kan velge å plassere midlene sine i et fond med middels risiko, eller man kan velge ikke å forholde seg til dette valget og ha midlene sine plassert i dette fondet som default.

Informasjon fra leverandørene tyder på at det er få medlemmer som foretar aktive valg av risikoprofil med hensyn til investering og forvaltning av midlene i tjenstepensjonsordningen sin. Heller ikke i perioden vi nå har lagt bak oss, en periode preget av sterk uro i finansmarkedene, har det vært særlig aktivitet med hensyn til fondsbytte eller endring av risikoprofil i de innskuddsbaserte tjenstepensjonsordningene med individuelle valg.

Det kan være flere grunner til dette. Én grunn kan være at de enkelte pensjonssparerne hører på investeringseksperternes råd om å ha is i magen og bevare en relativt høy risikoprofil også gjennom nedgangstider. Flere eksperter legger vekt på nettopp dette og den lange investeringshorisonten i sine råd til aksjesparere.

En annen grunn kan være at folk ikke helt har fått med seg muligheten til å foreta valg med hensyn til pensjonssparing sin. Dette siste kan i stor grad forklare hvorfor leverandørene i liten grad har fått reaksjoner fra sine kunder i perioden med stort verdifall og at det er forsvinnende få kunder som har valgt å redusere risikoen på sine investeringer som respons på finanskrisa.

En tredje forklaring kan være at det faktisk ikke betyr noe særlig ennå for den enkeltes framtidige pensjonsnivå. De aller fleste som i dag har en innskuddsbasert tjenstepensjon med individuelle investeringsvalg fikk dette som følge av innføringen av obligatorisk tjenstepensjon. De har altså hatt begrensede muligheter til å tjene opp særlige midler i spareordningen sin. De mulige tapene eller de mulige gevinstene ved å endre risikoprofil og fond vil av nettopp denne grunn fortsatt framstå som relativt begrenset.

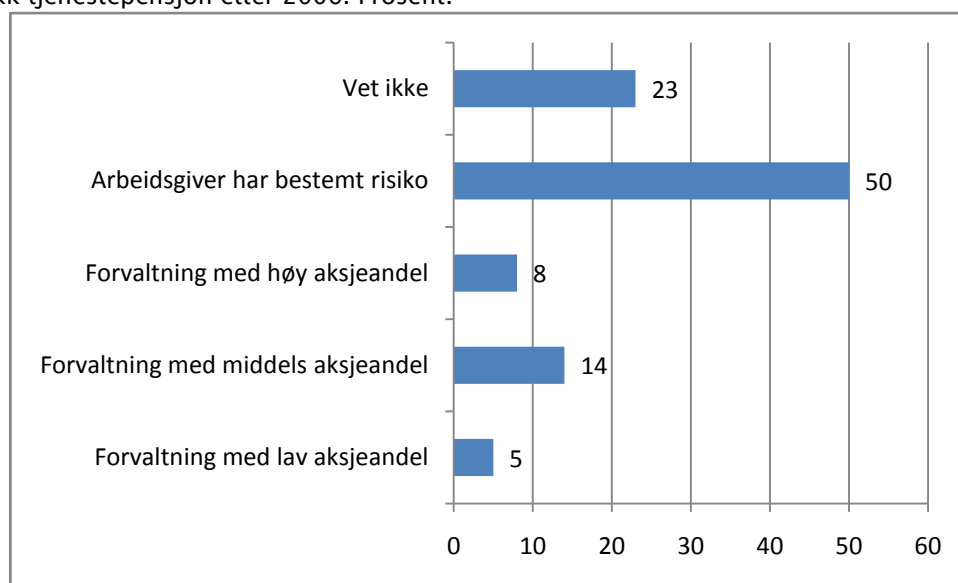
⁸ Danica, desember 2009

⁹ Storebrand, desember 2009

Systemet som helhet virker godt tilrettelagt for at individer selv skal kunne forholde seg aktivt til sin pensjon. Informasjonsarbeidet som gjøres fra leverandørene og utvikling av en rekke nettbaserte løsninger gjør det mulig å holde seg godt oppdatert på sin pensjon og verdiutviklingen på sin tjenstepensjonsopptjening¹⁰. Potensialet for spekulasjon er likevel begrenset for mange med hensyn til utgangstilbudet om valg mellom kun tre ulike hovedprofiler basert på risikoeksponering. I dette ligger det kanskje mindre mulighet for engasjement og aktivitet enn i eksempelvis det svenske systemet knyttet til premiepensjonen, der fondsutbudet er betydelig større.

Vi vet foreløpig lite om hvordan den enkelte pensjonssparer forholder seg til det at han eller hun har pensjonssparemidler eksponert for risiko i aksjemarkedet, hvilken informasjon de er gitt og hvor stor kunnskap de besitter om egen pensjon. Det vi vet er basert på pensjonsleverandørenes erfaringer og mindre undersøkelser. Storebrand gjennomførte for eksempel i 2008 en liten nettbasert undersøkelse mot tjenstepensjonskunder. Utvalget ble trukket fra Synovates store webpanel med husstander, og er landsrepresentativt for alderen 25–62 år. I denne undersøkelsen satt de igjen med 784 faktiske respondenter. I undersøkelsen ble det spurt om hvilken risikoprofil den enkelte hadde valgt og hvordan de ønsket midlene sine forvaltet.

Figur 17 Hvilken risikoprofil en har valgt med hensyn til forvaltning av tjenstepensjon. Personer som fikk tjenstepensjon etter 2006. Prosent.



Kilde: Storebrand/Synovate

Halvparten av de spurte oppgir at arbeidsgiver har bestemt risikoprofil for dem. Dette betyr at den enkelte ikke har tatt inn over seg muligheten for å gjøre egne valg, og oppfatter dette som arbeidsgivers beslutning. Videre ser vi at 23 prosent ikke vet hvilken

¹⁰ Se for eksempel nettportalen www.minpensjon.no. Denne portalen er resultat av et samarbeid mellom offentlige og private aktører og skal samle informasjon om den enkeltes samlede pensjonsrettigheter fra folketrygden, offentlige og private tjenstepensjoner, AFP, obligatorisk tjenstepensjon samt ulike varianter av pensjonsavtaler.

risikoprofil som er valgt for deres innskudd. 8 prosent har valgt høy risiko, og 5 prosent har valgt lav risiko. Dette gjenspeiler inntrykket vi har fått fra leverandørene ellers.

På spørsmål om ønsket risikonivå i forbindelse med forvaltningen av midlene, viser den samme undersøkelsen at det er få som har noe særlig bevisst forhold til dette. De som svarer, ønsker i størst grad at midlene skal forvaltes med lav risiko.

Også på dette området har svenskene samlet og systematisert erfaringer i større grad enn i Norge. Vi ser i det følgende på noen av innsiktene forskning på PPM-systemets medlemmer har avdekket med hensyn til bruk av individuelle investeringsvalg i Sverige.

Bruk av individuelle investeringsvalg i Sverige

De svenske pensjonssparerne har altså mulighet til selv å administrere sine midler ved å velge egen portefølje. Dersom de ikke angir valg av fond, plasseres midlene i premiesparfonden. Dersom man velger egen portefølje, har man ikke mulighet til å gå tilbake til forvaltning av kapitalen i premiesparfonden. Snaut seks av ti pensjonssparere hadde midlene sine i egen portefølje ved utgangen av 2008. Vi ser dessuten av tabell 2 at det ikke er store forskjeller mellom menn og kvinner med hensyn til hvorvidt de har valgt å investere pensjonsmidlene i en egen portefølje.

Tabell 2 Pensjonssparere med egenvalgt portefølje eller premiesparfonden ved utgangen av 2008. Prosent.

	Alle	Kvinner	Menn
Egenvalgt portefølje	58,2	58,9	57,5
Premiesparfonden	41,8	41,1	42,5

Kilde: PPM

Andelen med selvvalgt portefølje har sunket siden innføringen av systemet i 2001, ettersom få av de nye pensjonssparerne velger denne muligheten. Det er en tendens til at personer med høyere utdanning og inntekt i større grad velger egen portefølje.

Også de svenske pensjonsmidlene ble rammet hardt av uroen i de globale finansmarkedene som fulgte av finanskrisa. Den kraftige nedgangen både i de svenske og i de internasjonale aksjemarkedene hadde en betydelig negativ påvirkning på verdiutviklingen på pensjonssparernes premiepensjonsmidler i 2008. Dette skyldes særlig at en relativt stor andel av midlene er plassert i aksjer. I 2008 var omtrent 81 prosent av midlene plassert i aksjer (PPM 2009). Risikonivået, og dermed faren for negativ avkastning, har økt som følge av uroen i finansmarkedene. I likhet med i Norge er det likevel relativt få av sparerne som i denne perioden reduserte risikonivået i porteføljene sine.

Det er stor variasjon i verdiutviklingen i denne perioden mellom de som har midlene sine i premiesparfondet og de som har egne porteføljer. Det er også større spredning innad i gruppen som har egne porteføljer. Variasjonene avhenger blant annet av i hvilken utstrekning sparerne har tatt del i opp- og nedturene i aksjemarkedet. Dette avhenger igjen av når sparerne kom med i premiepensjonssystemet.

I 2008 kunne den enkelte velge mellom nesten 800 nasjonale og internasjonale aksje- eller rentefond.¹¹ Pensjonssparerne har mulighet til å velge opp til fem fond når de setter sammen sin portefølje for premiepensjonssparing. Dette gjøres i hovedsak via PPMs fondstorg. Første gang det var mulig å gjøre investeringsvalg i premiepensjonsordningene var i 2000. I den første valgongangen gjorde omtrent to tredjedeler av lønsmottakerne et såkalt aktivt valg. Et aktivt valg betyr å velge fond.¹² I de senere valgongangene har andelen aktive velgere sunket dramatisk, i 2003 var det kun 8 prosent som valgte fond aktivt og i 2008 var det kun 1,6 prosent. Én av forklaringene på dette er at det i hovedsak er unge som utgjør gruppene av nye medlemmer til pensjonsordningene. Unge er generelt mindre opptatt av pensjon enn eldre. De siste årene har omtrent 98 prosent av nysparerne plassert sine midler i premiesparfondene. Etter hvert som pensjonssparerne blir eldre og dermed opparbeider mer midler på kontoene sine, velger flere å plassere i egne porteføljer (Premiepensionsmyndigheten 2009).

Forskning fra Sverige viser at ulike grupper i ulik grad velger aktivt, og ulike grupper velger også ulikt med hensyn til plassering av midlene. Menn og kvinner velger noe ulikt med hensyn til risikoeksponering. Dette gjelder også personer med ulik plassering i inntektsfordelingen.

Tabell 3 Andeler menn og kvinner med porteføljen investert i ulike fond i Sverige. 2003

	Menn	Kvinner
Aksjefond	74	69
Blandingsfond	7	9
Rentefond	2	3
Generasjonsfond	17	19

Kilde: Säve-Söderberg (2005).

De aller fleste har valgt aksjefond. Det er en liten overvekt av menn som har valgt disse fondene. I analyser av sammenhengene mellom risikoindekser på fondene og inntektsdata finner Palme, Sunden og Söderlind at det særlig er høyinntekts- og lavinntektsgruppene som velger fond med høy risiko (Palme et al. 2005).

Det er variasjon i hvor aktive pensjonssparerne med egen portefølje er. Pensjonssparerne har i prinsippet mulighet til å kjøpe og selge fond så ofte de ønsker uten å påføres transaksjonskostnader. Likevel er det slik at blant de med egen portefølje har nær seks av ti aldri gjort fondsbytter. De aller fleste har altså valgt å beholde midlene i de opprinnelig valgte fondene. Av de som har gjennomført omstrukturering av sine midler, er det en overvekt av personer som kun har gjennomført ett fondsbytte. Det er en liten gruppe som er svært aktive. Det er særlig pensjonssparere med stor kontobeholdning som gjennomfører bytter.

Analyser gjennomført av PPM viser at aktive sparere ofte har en høyere verdiutvikling på sine kontoer enn andre. Etter starten på den internasjonale finansuroen har de

¹¹ 779 per 10.10.2009 (Kilde: www.ppm.se).

¹² Det kan argumenteres for at det å velge premiesparfonden også var et aktivt valg, jf. Cronqvist, H. and R. Thaler (2004).

mest aktive redusert sin risikoprofil og dermed hatt den beste verdiutviklingen på sin konto. En reduksjon i risiko har i stor grad bestått i en flytting av midler fra aksjefond til rentefond.

Oppsummering

Gjennom de foregående kapitlene har vi sett at valg av risikoprofil har konsekvenser for avkastning på investerte midler. Dette igjen vil kunne påvirke pensjonsnivået og dermed levestandarden for den enkelte arbeidstaker som pensjonist. De aller fleste har mulighet til å gjøre valg av risikoprofil, men de færreste benytter seg av denne muligheten. Dette kan skyldes flere ulike ting, blant annet manglende informasjon eller også manglende engasjement og insentiver til å foreta slike valg. Erfaringene fra Sverige viser at det heller ikke i et system med stor valgfrihet og større modenhet enn det norske, er mange som velger fond aktivt.

6. Diskusjon

Pensjonsfeltet er som vi har sett i dette notatet kjennetegnet av risiko. Risikoen arter seg ulikt for de ulike aktørene. Pensjonsordningene er innretninger som i ulik grad med ulik virkning fungerer som sikring mot denne risikoen. Fordeling av risiko mellom de involverte partene er også avhengig av ordningenes innretning.

Pensjon framstår for svært mange som et komplisert felt. De aller fleste har også et distansert forhold til egen pensjon og lite oversikt over denne. Finansmarkedene er nok også for de aller fleste et ukjent og ugjennomtrengelig område. De færreste opplever at de forstår finansmarkedene. Det å forutsette at den enkelte arbeidstaker skal foreta valg og innrette livet sitt med utgangspunkt i kunnskap om disse to feltene, pensjon og finans, framstår ikke som en åpenbar oppskrift på suksess. Likevel er det nettopp dette som i dag er virkeligheten for mellom drøyt 850 000 arbeidstakere i Norge. Dette kommer som resultat av innføringen av obligatorisk tjenstepensjon i 2006 og forvaltningen av innskudd fra innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger på individuelle konti med individuelle investeringsvalg.

For å kunne navigere i dette feltet er det viktig med kunnskap, ikke bare for arbeidsgivere, men også for arbeidstakerne. Dette blir særlig viktig med hensyn til det endrede risikobildet med en trend mot forskyvning av reguleringsrisikoen, pensjoneringsrisikoen og levealderisikoen over på den enkelte arbeidstaker. Det er særlig relevant for de som skal få ytelse som pensjonist som delvis er avhengig av valg i forbindelse med investering av egne midler.

Det konstrueres ulike navigeringsinstrumenter og informasjonskanaler og strategier for å gi den enkelte et godt grunnlag for å håndtere denne risikoen. Den første risikoen og det første valget den enkelte blir stilt overfor, knyttes til hvordan en ønsker at pensjonsmidlene skal forvaltes. Hvilket valg den enkelte gjør, vil avhenge av risikovillighet og den informasjon og de råd den enkelte har tilgang til. Dette er et valg den enkelte vil stå overfor gjentatte ganger underveis i pensjonssparingen. Hun vil kunne velge å endre risikoprofil eller også å la innretningen regulere profilen med hensyn til en nedtrappingsplan. I hvor stor grad den enkelte vil engasjere seg i disse valgene, er avhengig av insentiver til å foreta slike valg, valgmuligheter og informasjon gitt underveis. Erfaringene fra Sverige har vist at jo større ens sparekonto er – altså jo mer som står på spill – jo mer engasjert vil den enkelte sparere være.

Dårlig kunnskap om egen pensjon og konsekvenser av ulike valg vil kunne føre til dårlige beslutninger. NAV avdekket sommeren 2009 at selv om de aller fleste nordmenn over 45 år oppgir å være relativt interessert i pensjon, så har nær halvparten dårlig kjennskap til regler og rettigheter knyttet til alderspensjon. Det finnes en rekke ulike informasjonstjenester. Disse er i første rekke nettbaserte. Kunnskap forutsetter altså i hovedsak en aktiv tilnærming og en viss kompetanse. Internettportalene driftes blant annet av norske livsforsikringselskaper, men også Arbeids- og velferdsetaten driver en slik løs-

ning. Samlet gir disse informasjonskildene utfyllende og oppdatert informasjon om opp-tjening og forventede framtidige ytelser. Målet er at de i løpet av kort tid skal omfatte oppdatert informasjon om pensjonsgivende inntekt og pensjonspoeng, informasjon fra livsforsikringsselskaper, større pensjonskasser, banker og fondsforvaltningsselskaper, kommunale pensjonsinnretninger og statens pensjonskasse.

Vi har i dette notatet sett spesielt på innskuddsordningene og individuelle investeringsmuligheter i Norge, og om arbeidstakerne som omfattes av innskuddspensjon og har mulighet til selv å velge hvordan kapitalen skal plasseres, faktisk foretar aktive valg. Det vanlige er at bedriften som etablerer en ordning for sine ansatte inngår en avtale med en pensjonsleverandør, for det første om hvordan kapitalen skal forvaltes: som alminnelig forvaltning der leverandøren forvalter midlene, som kollektiv investering der bedrifter plasserer midlene på vegne av sine ansatte, eller som individuelt investeringsvalg. De fleste bedriftene gir sine ansatte mulighetene til å velge individuelt mellom tre standardprofiler med ulik risikoeksponering (aksjeandeler), men avtaler med leverandøren ved etablering hvilken inngangsportefølje som de ansatte skal omfattes av. Erfaringene så langt tyder på at det er svært få som foretar aktive valg og endrer risikosammensetningen i sin portefølje.

Store finansielle rystelser som den pågående finanskrisa er et godt eksempel på hva dette kan bety for personer med innskuddspensjoner og som er fullt risikoeksponert, særlig de med lang sparetid og kort tid igjen til pensjonsalder. For andre (unge personer) kan slike "sjokk" faktisk ha en positiv virkning på lengre sikt. De individuelle virkningene kan med andre ord få svært ulikt utfall.

De svenske pensjonsfondene ble hardere rammet av finanskrisa i form av tap i faktiske midler. Beregninger fra Pensionsmyndigheten i Sverige viser at dersom et tilsvarende fall i markedene skulle inntreffe i 2025, ville en gjennomsnittlig kontobeholdning på 200 000 SEK reduseres med omtrent 74 000 kroner. For pensjonistene med midler plassert i fond ville en slik situasjon få alvorlige konsekvenser for de månedlige utbetalingene, og dermed ha en direkte innvirkning på levestandard. For å sikre mot slik risiko, gjøres det endringer i det svenske systemet, blant annet i retning av ordningene som finnes i Norge. Et eksempel på dette er omdanning av ikke-valgsfondene til generasjonsfond med automatisk nedtrapping av risiko i fondene.

En av grunnene til at folk ikke i særlig grad foretar aktive valg med hensyn til plassering av pensjonssparemidler, kan skyldes liten innsikt i finansmarkedene og det som kan framstå som komplekse systemer. I Norge framstår likevel valgsituasjonen som relativt oversiktlig, ved at den enkelte arbeidstaker i de aller fleste tilfeller får valget mellom ulike risikoprofiler. Disse risikoprofilene er ment å reflektere folks ønsker om risikoutsatthet. Det kan diskuteres hvorvidt den enkelte har forutsetninger og innsikt nok til å gjøre rasjonelle valg med utgangspunkt i slike relativt forenklete profiler. Det kan altså stilles spørsmål ved om den vanlige pensjonssparer er i stand til å vekte muligheter for tap mot mulighet for økt avkastning på en hensiktsmessig måte. Slike argumenter er en av grunnene til at de svenske pensjonsmyndighetene har begynt å bevege seg bort fra det opprinnelige systemet med stor valgfrihet og er i ferd med å utvikle standardporteføljer med tre ulike risikoprofiler i premiepensjonssystemet, som ligner på det norske. Den framtidige svenske pensjonssparer vil bli gitt muligheten til en forenklet valgsituasjon som

ligner på den de norske pensjonssparerne står overfor, med valg mellom en konservativ, en balansert og en offensiv risikoprofil.

Det sentrale i denne gjennomgangen har vært risikoen knyttet til den nye organiseringen av tjenstepensjonsområdet og forvaltningen av midlene fra innskuddsbaserte ordninger. Ved en sterk kobling mellom finansmarkeder og pensjonsytelser, er arbeidstakere i stor grad blitt utsatt for det vi her har kalt reguleringsrisiko – eller pensjonsytelsesrisiko. Dette er, kort oppsummert, risiko for at de investerte midlene fra tjenstepensjonsordningen ikke skal holde tritt med pris- og lønnsutviklingen i samfunnet for øvrig. Våre analyser viser at fondene som i dag forvalter pensjonsmidlene, ser ut til å være i stand til å levere avkastning på linje med både konsumprisindeksen og den gjennomsnittlige lønnsutviklingen. I hvor stor grad den samlede pensjonskapitalen for den enkelte vil følge individuell lønnsutvikling, og hvordan den vil stå i forhold til sluttlønn for den enkelte, er et annet spørsmål som krever en annen tilnærming og videre forskning.

Referanser

- Agnew, J., P. Balduzzi og A. E. Sundén (2003), "Portfolio Choice, Trading and Returns in a Large 401(k) Plan." *American Economic Review*, vol. 93, no. 1.
- Beck, U. (1992), *Risk society : towards a new modernity*. London: Sage.
- Bjørge, O. og E. Oroug (2007), *Obligatorisk tjenestepensjon og modernisert folketrygd. Aldri så galt at det ikke er godt for noen? Utredning i fordypnings-/ spesialområdene: Finansiell økonomi og Økonomisk styring*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Cronqvist, H. og R. Thaler (2004), "Design choices in privatized social-security systems: Learning from the Swedish experience." *American Economic Review*, 94, 424–428.
- FNH statistikk, livsforsikring og pensjon:
<http://www.fnh.no/no/Hoved/Statistikk/Livsforsikring/>
- Foretakspensjonsloven: LOV-2000-03-24-16, *Lov om foretakspensjon*. Finansdepartementet
- Giddens, A. (1990), *Consequences of Modernity*. Cambridge: Polity Press.
- Hyggen, C. og G. Veland (2008), *Tjenestepensjon, utdanning og lønn*. Oslo: Fafo-rapport 2008:46.
- Innskuddspensjonsloven: LOV-2000-11-24-81, *Lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold*. Finansdepartementet.
- Koesveld, E. v. (2007), "Turning boomers into boomerangs. Policies and Preferences with regard to the employment of older workers in the Netherlands". I: *International Forum on pension reform: Exploring the link to labour and financial Market reforms*. Ministry of Finance, the Netherlands, Bled, Slovenia.
- OECD (2009), *Pensions at a glance: Retirement-Income systems in OECD countries*, OECD.
- OTP-loven: LOV-2005-12-21-124, *Lov om obligatorisk tjenestepensjon*. Finansdepartementet
- Orange rapport (2009), *Pensjonssystemets årsredovising 2008*.
- Lunaas, S. (2008), "Børskrakk og innskuddspensjon – hvem bærer risiko?" , *Mercer Informer*, Vol. December
- NOU 2009:13, *Brede pensjonsordninger*. Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 27. juni 2008. Finansdepartementet

- Palme, M., A.E. Sundén og P. Söderlind (2007), "Investment Choice in the Swedish Premium Pension Plan" *Journal of the European Economic Association Papers and Proceedings*, Vol. 5, pp. 636–646, 2007.
- PPM (2009), *Pensionspararna och pensionärerna 2008*. Premiepensionsmyndigheten, Fond och Finansavdelningen. Rapport 1:2009.
- PPM (2008), *Pensionspararna och pensionärerna 2007*. Premiepensionsmyndigheten, Fond och Finansavdelningen. Rapport 1:2008.
- Säve-Söderbergh, J. (2003), "Pension Wealth: Gender, Risk and Portfolio Choices". I: *Essays on Gender Differences in Economic Decision-Making*. Dissertation Series no. 59, Stockholm: Swedish Institute for Social Research, Stockholm University.
- Veland, G. (2008), *Det kommer an på. Drøfting av begrunnelser for og virkninger av å endre en offentlig tjenstepensjonsordning til en innskuddsordning*. Oslo: Fafo-notat 2008:16.
- Veland, G. (2008), *Tjenstepensjonsordningene i Norge. En undersøkelse av status og utviklings-trekk i privat sektor*. Oslo: Fafo-rapport 2008:23
- Veland, G. og J.M. Hippe (2008), *Når tjenstepensjon er obligatorisk – hva så? Omdanningen av det norske markedet for aktive tjenstepensjonsordninger, fripoliser og pensjonskapitalbevis*. Oslo: Fafo-rapport 2008:05.
- Verdipapirfondloven: LOV-1981-06-12-52, *Lov om verdipapirfond*. Finansdepartementet.

