

Pensjon – den neste bomben



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned og hittil i 2013

[Klikk her for å lese mer →](#)

Mens politikere, presse og markedet er grenseløst opptatt av eksperimentell rentepolitikk, er det lite fokus på det som er den neste bomben som vil treffe verdens finansmarkeder – pensjoner. Les også om da tyngdekraften på Kypros ble opphevet. [Klikk her for å lese mer →](#)

Markedsrapporten til Norcap tar opp aktuelle tema som preger den økonomiske utviklingen, og som Norcap mener vil påvirke investeringsklimaet. Her vil også Norcaps anbefalte aktivaallokering presenteres. Markedsrapporten sendes ut månedlig.

Den doble pensjonsbløffen

Delvis er dette en konsekvens av nullrentepolitikken som føres globalt, men først og fremst er det en konsekvens av den demografiske utviklingen man har hatt i de rike samfunnene de siste 40 årene. Når eldrebølgen virkelig er over oss er det ikke nok penger til alle, i hvert fall ikke så mye som lovet. Pensjoner er verdens største pyramidespill.

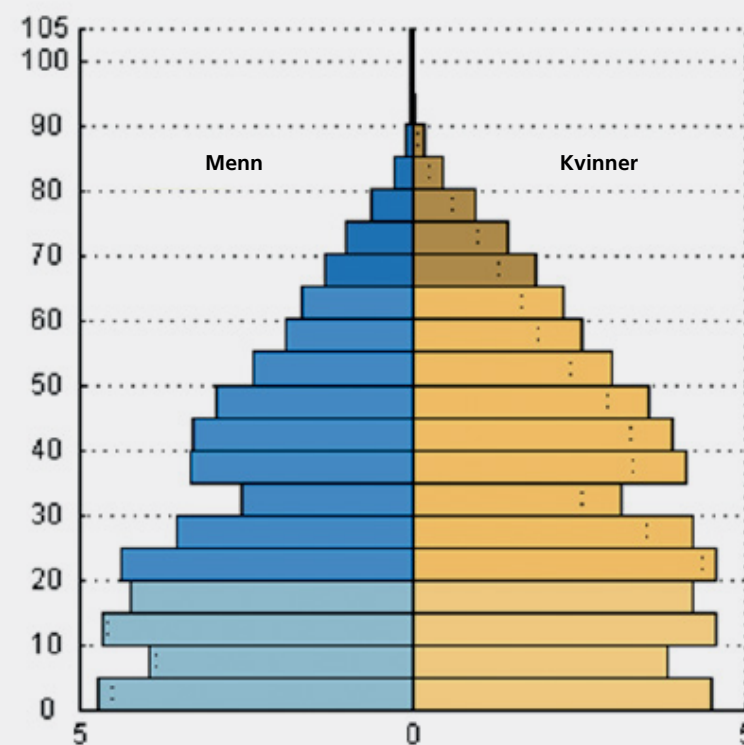
Illusjonen om velstand er både gjeldende for offentlige pensjoner, bedriftsfinansierte pensjoner og til og med private pensjonspareordninger.

Offentlige pensjoner

Offentlige pensjoner, etter en lignende modell som vår egen folketrygd, ble innført over det meste av Vest-Europa på 50- og 60-tallet. Den gang var det ikke forventet at de fleste ville leve mer enn noen få år etter pensjonsalderen, og følgelig var det ikke så dyrt å innvilge slike rettigheter. Samtidig var det meste av befolkningen i arbeidsfør alder, selv om mange unge hadde mistet livet under krigen.

Systemene ble etablert ut i fra en modell om at det ikke skulle gjøres avsetninger mens pensjonen faktisk opptjenes (slik det er i private ordninger), men at pensjonen betales av skatteinntektene det samme året de utbetales. Dermed er det andre enn de som faktisk mottar pensjonene som betaler for dem. Siden det på den tiden var mange arbeidende i forhold til eldre, ble det mange å dele skattebelastningen av pensjonene på, og dette var derfor ikke et stort problem.

Europa 1950

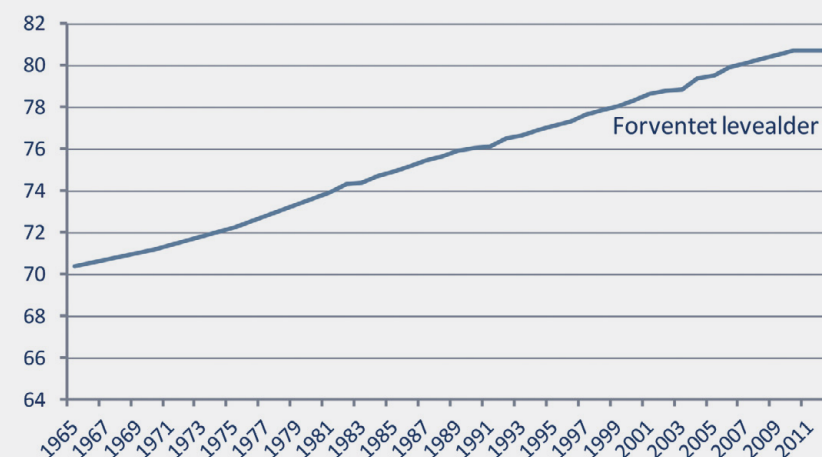


Etter hvert som tiårene gikk, skjedde det en enorm samfunnsmessig utvikling. Kvinner kom i større grad inn i arbeidslivet, og det ble født langt færre barn. Dette igjen førte til at man i Vesten tok ut en stor demografisk dividende i form av ekstra høy økonomisk vekst, siden det da var mange arbeidføre, få gamle og få barn. I takt med den økonomiske veksten steg lønnsnivået og derigjennom pensjonsforpliktelsene. I tillegg til dette har vi sett store fremskritt innen medisin og kosthold, noe som har ført til at forventet levealder i Vest-Europa har gått fra 70,4 i 1965 til 80,7 i dag. For hver og én av oss er dette hyggelig, men antatt en gjennomsnittlig pensjonsalder på 65 år betyr det en tredobling av pensjonskostnadene.

Ikke overraskende er de som var unge på 60- og 70-tallet nå på vei inn i pensjonstilværelsen, og ettersom dette er en generasjon som har fått relativt få barn, er det færre arbeidende å fordele pensjonskostnaden deres på.

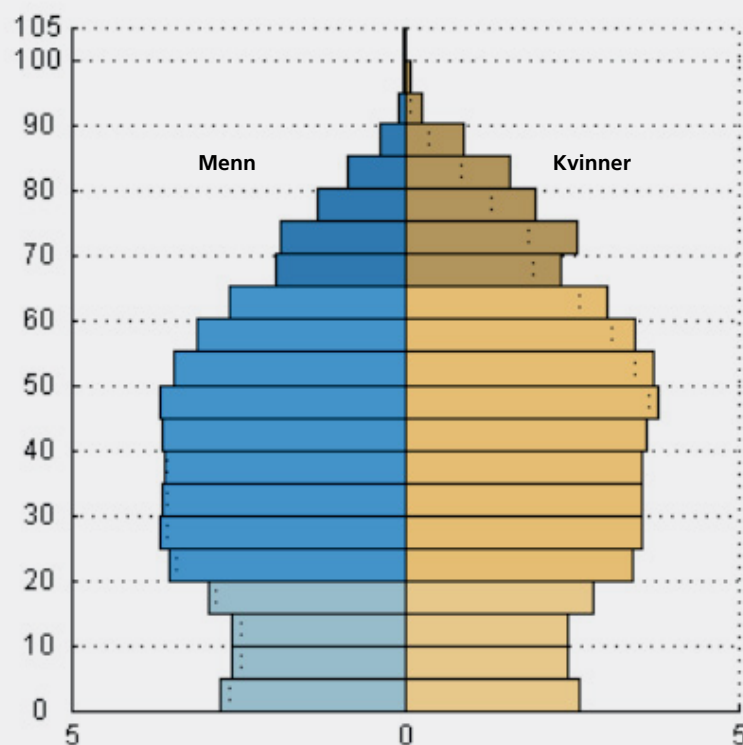
Denne kostnadsutfordringen kan kun løses på tre måter: høyere skatter, kutt i pensjonsytelser eller økt statsgjeld. Uansett om man velger én eller en kombinasjon av disse, vil dette være politisk vanskelig å gjennomføre.

Europa: Forventet levealder



Størrelsen på de latente forpliktelsene er enorme. En gruppe forskere ved Bank of International Settlements publiserte i 2010 en undersøkelse (<http://www.bis.org/publ/work300.htm>) om hvordan de aldersrelaterte kostnadene vil komme til å påvirke de statlige finansene. Resultatene de kom frem til er skremmende. Det viser seg at selv med en konsolideringspolitikk (tilsvarende en årlig forbedring av primærbalansen på 1% av BNP) vil man i de fleste land ikke greie å stabilisere gjelden uten å kutte i pensjonsytelsene. I tilfellene Japan, Storbritannia, Spania, Frankrike og USA er ikke en gang det nok.

Europa 2010



Dette betyr at det ikke finnes noen løsning der alle gjeldseierne, skattebetalerne og pensjonistene blir fornøyd. Mest sannsynlig må alle bære en del av regningen, men fordelingen mellom dem er svært usikker. Skattebetalerne og pensjonistene har stemmer, mens obligasjonsmarkedet kontrollerer pengesekken. Det som er sikkert er at alle parter nå lever i den tro av at de er rikere enn de egentlig er.

Tjenestepensjoner

Mens de offentlige pensjonene har vært basert på forutsetninger om en for optimistisk befolkningsvekst, er de private pensjonene på globalt nivå basert på forutsetninger om en for optimistisk avkastning i pensjonskassen.

Private pensjoner er bygget på prinsippet om avsetninger. Dette innebærer at dersom en person opparbeider seg en pensjonsrettighet frem i tid, blir det satt av penger til dette i dag. Beløpet som skal settes av er en funksjon av størrelsen på pensjonsutbetalingen(e), hvor langt frem i tid det er til utbetalingen starter og den forventede avkastningen. Den ukjente variabelen er selvsagt avkastningen. Siden denne er fremoverskuende, vet man ikke hva faktisk avkastning vil bli, og man må operere med en forventning. Jo høyere man setter dette magiske tallet desto lavere blir kostnaden for bedriften, i hvert fall i opptjeningsåret.

Fra første halvdel av 80-tallet og frem til slutten av forrige årtusen ga finansmarkedene en eventyrlig avkastning. Aksjemarkedet fosset frem, obligasjonskursene steg kraftig i takt med det fallende rentenivået og pensjonskassene/livsforsikringsselskapene fikk avkastning i både

pose og sekk. Den gode historiske avkastningen gjorde at mange pensjonskasser og deres aktuarer kunne, på bakgrunn av statistikken, legge til grunn en høyere avkastningssats enn tidligere. Dette medførte at pensjonskostnadene ble mindre, overskuddet høyere og bonusen til toppledelsen enda større. Det økte rapporterte resultatet ledet igjen til høyere aksjekurser. Og når dette var et universelt fenomen ville avkastningen stadig bli levert. Dette fenomenet fikk løpe amok i både offentlige og privateide pensjonskasser.

I USA har dette resultert i at offentlige pensjoner på delstats- og lokalt nivå er underfinansiert med ca. 3 billioner dollar (3000 milliarder) i henhold til National Association of State Retirement Administrators. Ifølge en rapport som er utgitt av S&P var pensjonskassene i selskapene i S&P 500-indeksen underfinansiert med totalt 580 milliarder dollar pr. 31.12.2011. Dette er ille nok i seg selv, men i følge undersøkelsen til S&P er den gjennomsnittlige forventede avkastningen 7,6 prosent per år. Deres som man skal oppnå en slik avkastning med dagens rentenivå uten å ta halsbrekkende risiko er man enten nødt til å ha perfekt fremsyn eller at avkastningen fra aksjemarkedet skal løfte alle båter. En typisk pensjonskasse vil være avhengig av at aksjemarkedet skal generere 13 prosent eller mer i året for å holde tritt med forpliktelsene, noe det så godt som garantert ikke kommer til å gjøre.

I Norge er situasjonen heldigvis litt bedre, mye takket være at det faktisk er mulig å få renter på sikre plasseringer og at ambisjonsnivået ikke ble satt like høyt i utgangspunktet. Men med lave renter, nye reguleringer som begrenser handlefriheten og stadig høyere levealder, vil det ikke være lett å drive livsforsikringsselskap.

Effekten

Disse problemene kommer til å poppe opp verden rundt som følge av eldrebølgen og nullrentepolitikk. Spørsmålet er hvem som skal dekke regningen av de altfor gode løftene som ble gitt da verden var god. Denne bomben må nok dekkes av en kombinasjon av aksjonærene i selskapet eller i forsikringsselskapet og pensjonistene selv.

Selv om de offentlige og kollektive pensjonsordningene greier å leve opp til forventningene, vil de fleste føle behov for å spe på med private, oppsparte midler. Men i en verden der de førstnevnte er nødt til å redusere sine utbetalinger vil behovet for privat sparing bli enda større.

Dersom en fraksjon av de menneskene på denne kloden som har et reelt behov for slik sparing faktisk sparer i nødvendig utstrekning, havner vi i det såkalte spareparadokset: Siden det forbrukes mindre, krymper økonomisk vekst, det blir mindre inntekt til alle og avkastningen i alle andre instrumenter enn de med fast inntekt faller. Dermed blir det enda mindre rom for å bruke penger og så videre.

Pensjonsbomben er egentlig en del av den totale kredittnedbyggingen som foregår globalt, bortsett fra at det er gjeld som stort sett ikke er bokført. Nok et overheng etter en tidsepoke hvor alt for mye ble lovet til alt for mange, og som nå kommer tilbake i en finansiell «dagen derpå».

Reglene som er til for å endres

En av grunnpilarene i en rettsstat er at myndighetene ikke kan endre loven etter eget forgodtbefinnende eller press fra ulike interessegrupper. Dette prinsippet ble nylig kastet ut av vinduet på Kypros. Et universelt prinsipp innen bankvirksomhet er at tapsrekkefølgen er først aksjonærene, deretter underordnede obligasjonseiere, så senior-obligasjonseiere og til slutt innskyterne.

Da EU-toppene inntok middelhavsøyen ble denne rekkefølgen ignorert. I stedet ble det bestemt at man skulle hoppe bukk over de seniorkreditorene og i stedet la innskyterne blø. Først var intensjonen at selv statsgaranterte innskudd skulle ta et tap, men etter forståelige protester ble tapene konsentrert om de store innskuddene. Motivasjonen for dette var åpenbar; slå politisk mynt på at «russiske mafiosi» ikke skulle slippe gratis unna og fordi de seniorkreditorene var nettopp de samme aktørene som EU-toppene (Troikaen) representerer.

De første anslagene for hvor store tap de større innskytere måtte bære var 15-20 prosent. Det viste seg imidlertid at de virkelige tapene ender opp et sted i området 60-80 prosent. Årsaken er at de såkalte mafiosiene er selskaper som driver med skatteplanlegging. Dette er gjerne «smarte penger», og det viser seg at de hadde forlatt øya i god tid før bankene stengte dørene den 15. mars. Noen så et eller annet skrevet på veggen.



I ettertid har det kommet forsikringer om at behandlingen av innskytere på Kypros var et engangstilfelle, men det var etter at det ble uttalt at dette var en mal for fremtidige redningspakker. EU-toppene forsøker å unngå panikk, men sagt er sagt og gjort er gjort.

Det eneste en rasjonell person med bankinnskudd nå vil gjøre er å flytte innskuddene til en bank som ikke ligger i Sør-Europa, og ikke ligger i et land der staten er mye mindre enn banksektoren. Dette vil medføre et stille bank-run i svake land, der, i likhet med Kypros, de smarte pengene vil være ute av døren lenge før Hvermansen skjønner hva som er i emning.

Eurokrise-turneen ruller videre og neste stopp ser ut til å bli Slovenia. I likhet med Kypros er heller ikke dette en økonomisk gigant, og bankvesenet er kun 130% av BNP mot 700% for Kypros. Andre land som ligger rett i skinnegangen for det ukontrollerte eurotoget er Luxemburg. Det lille, store hertugdømmet har kun 517 000 innbyggere, men er et banksentrum. 5% av landets befolkning jobber i en av de 143 bankene med eiendeler på ca. 800 milliarder euro – som referanse er Luxemburgs BNP på 44 mrd. Med andre ord er sikkerhet for alle innskytere et umulig regnestykke. Statsgarantien er i realiteten verdt like mye som papiret den er skrevet på.

Enhver multinasjonal bedrift eller skatteflyktning med et snev av egeninteresse burde overføre pengene til en trygg havn snarest (dette inkluderer ikke lilleputtstater inneklemt på den franske riviera). Det kan vise seg at det å betale skatt vil være en billig forsikring, særlig i dagens lavrenteverden. Vær blant de smarte pengene, ikke blant sauene som står i kø utenfor banklokalet.

Anbefalt lesning:

Roger Bootle: A Glass Half Full

www.telegraph.co.uk/finance/comment/rogerbootle/9963787/A-glass-half-full.html

Prichard Ambrose-Evans: Cyprus has finally killed the myth that EMU is benign

www.telegraph.co.uk/finance/comment/ambroseevans_pritchard/9957999/Cyprus-has-finally-killed-myth-that-EMU-is-benign.html

The Economist: The Cyprus bail-out Unfair, short-sighted and self-defeating

www.economist.com/blogs/schumpeter/2013/03/cyprus-bail-out

Amerikansk pro-inflasjons propaganda-film fra 1933

<http://www.popmodal.com/video/2066/Vintage-pro-inflation-propaganda>

The Economist: Down and out in Paris

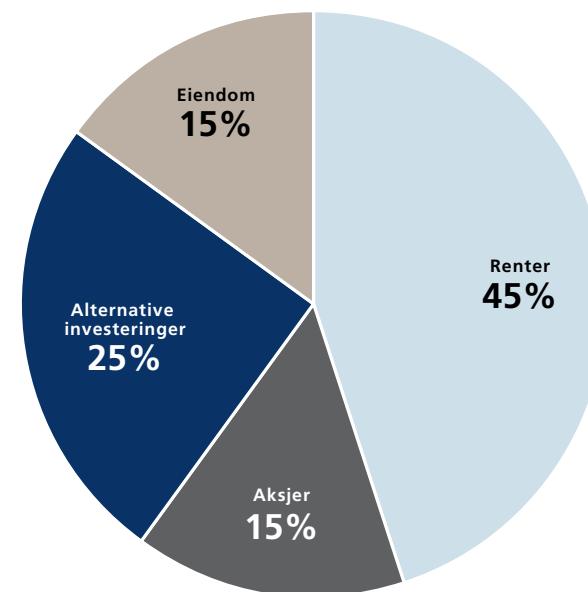
www.economist.com/news/leaders/21575758-fran%C3%A7ois-hollande-can-still-resuscitate-his-presidency-but-he-must-tell-french-truth-down

Norcaps investeringsråd

Aksjer

Investorlegenden Warren Buffets kjente uttalelse «be greedy when others are fearful and fearful when others are greedy» er like aktuell i dag som noen gang tidligere. Aksjemarkedet, særlig i store og «sikre» selskaper med likvide aksjer har utvist en svært positiv avkastning siden i fjor høst. Dette har selvsagt ledet til uttalelser om at verdens ulike kriser er løst. Realitetene på den økonomiske slagmarken gir imidlertid et helt annet bilde av situasjonen. Veksten er lav i den industrialiserte verden, arbeidsløsheten er fortsatt høy og fomlingen på Kypros har bekreftet at eurokrisen langt fra er over. Noen lyspunkter kan man imidlertid finne i dataene, men noen «grønne skudd» gjør ikke nødvendigvis noen vår.

Faktum er i hvert fall at det fremdeles er et overveiende positivt sentiment i markedet, selv om oppgangen har stagnert noe den siste tiden. Når sentimentet er positivt er alltid de åpenbare gevinstene tatt ut, og følgelig er ikke tiden inne for å være grådig i risikofatet. Prisingen er ikke åpenbart billig, dermed tar man en vesentlig prisrisiko (risikoen for at man må selge billigere enn man kjøpte) ved å investere i aksjemarkedet. Vår oppfatning er at man er mer tjent med å avvente til frykten regjerer grunnen.



Renter

Universet av renteplasseringer er enormt og vidt. At rentene på plasseringer som oppfattes å ha ingen eller svært lav risiko er unaturlig lave grunnet ulike sentralbankers styring av markedet, er blitt en del av den nye hverdagen.

Men på selskapssiden er tilbudet av lånekapital begrenset. Bankenes utlånspraksis har blitt langt mer binær, der kun de beste låntagerne får lån. Resten, som tidligere kunne få lån til litt dårligere betingelser, faller utenfor.

For de bedriftene som kan låne i obligasjonsmarkedet er renten levelig på grunn av at styringsrenten er såpass lav, men kredittpåslaget er fortsatt høyt. I det norske markedet for selskapsobligasjoner er det et stort utvalg av obligasjoner med flytende rente, slik at vi som investorer kan isolere kredittmarginen, noe som vi mener er svært fornuftig slik verden er nå.

Den siste tids gode sentiment kombinert med at mye penger har kommet inn i det såkalte high-yield segmentet, har drevet kredittmarginen noe ned. Dette gjelder særlig i det segmentet som de fleste fondsforvalterne helst vil være i, som er den minst risikable high-yielden (BB). Det er også lite som tyder på at misligholdsraten vil øke med det første. Dermed fremstår det som en god strategi å gå noe ned i kredittkvalitet samtidig som løpetiden (kredittdurasjonen) reduseres. Alternativt kan det gjøres gjennom en strategi å øke kredittrisikoen på en del av pengene og trekke en del på tørt land, en slags barbell-strategi. Dermed immuniseres man mer mot en negativ prisbevegelse samtidig som den løpende avkastningen kan opprettholdes.

Vi opprettholder vår overvekt i renter med fokus på kreditt, samtidig som vi er svært restriktive til lange løpetider både for kreditter og renter.

Eiendom

Eiendomsmarkedet er beheftet med tre store problemer fremover. Det første er bankmarkedet, hvor utmålingen har falt og marginene stadig øker. Den lavere utmålingen medfører en kraftig prosentuell økning i behovet for egenkapital. Dette, kombinert med høyere finansieringskostnader gjennom både et høyere generelt rentenivå og vedvarende

høye utlånsmarginer, medfører at yieldkravet bør settes opp -hvilket påvirker eiendomsprisene negativt. I tillegg vil en eventuell utjevning av skattebehandlingen av eiendom i forhold til andre investeringer (formuesskatt) påvirke etterspørselen etter plasseringer i næringseiendom negativt.

Argumentene som blir fremholdt for å forbli i eiendom (gjærne fra bransjehold) er ofte fullstendig irrelevante. Det vanligste er, som tidligere nevnt, negative verdier på fastrente-avtaler. Det er sant at disse går mot null, men det er fordi de blir nedbetalt, i form av en høyere løpende rentebetaling. De forsvinner ikke. En negativ verdi av swapene er lite forskjellig fra om gjelden hadde vært tilsvarende høyere. Faktisk er det lønnsomhetsmessig det samme (gitt at man ikke har et bestemt syn på rentemarkedet) å betale underkursen med en gang og få lavere løpende utgifter.

Et annet begrep som brukes mye, både i eiendom og andre steder med begrenset likviditet, er at det er «kjøpers marked». Et kjøpers – eller selgers marked tilsier ikke noe annet enn at den motsatte siden er i fornektelse rundt hva som er markedsprisen. Videre tilsier ikke det at det er kjøpers marked i dag, at prisen vil være høyere når det er selgers marked senere. Et veldig godt eksempel på dette er boligmarkedet hvor det har vært selgers marked i et tiår. Skulle boligmarkedet stagnere nå, vil det bli kjøpers marked, men prisene vil fortsatt være høyere enn det opprinnelige selgers marked.

Utvikling sist måned og 2013

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	5,6 %	15,6 %
FTSE ALL World	3,4 %	11,2 %
Oslo børs (OSEBX)	-0,4 %	6,1 %
FTSE Emerging	-1,3 %	3,0 %
Norsk statsrente (3m)	0,1 %	0,4 %

Viktig informasjon / disclaimer

De fleste grafene i denne presentasjonen er utarbeidet i Bloomberg og baserer seg på kilder som anses som pålitelige. NORCAP garanterer ikke at informasjonen er presis eller fullstendig.

Uttalelsene i presentasjonen reflekterer NORCAPs oppfatning på utarbeidelsestidspunktet, og NORCAP forbeholder seg retten til å når som helst endre syn uten varsel.

Denne presentasjonen skal på ingen måte forstås som en ubetinget anbefaling om kjøp eller salg av finansielle produkter. Eventuelle investeringer må ses i sammenheng med kundens finansielle situasjon og kunnskap og erfaring innen finansielle instrumenter. Enhver investering vil typisk være beheftet med risiko, og verdien av denne vil kunne falle så vel som stige.

NORCAP påtar seg intet ansvar for tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av denne analysen. NORCAP, selskapets ansatte samt ansattes og selskapets nærstående kan ha eierinteresser i nevnte aktivaklasser, produkter eller underliggende selskaper.