

Pensionsadministrationsavdelningen  
Håkan Tobiasson

## Bilaga 1 till Underlag för Standard för pensionsprognoser

### Utgångspunkter för avkastningsantagande

Det finns flera tungt vägande argument till varför aktier på lång sikt kan förväntas ge en högre avkastning än investering i obligationer. Aktier är mer riskfyllda och investerare kräver därför en högre förväntad avkastning för att investera i aktier jämfört med obligationer. Att aktier är mer riskfyllda än obligationer förklaras av att innehavaren av en aktie har rätt till sin del i ett företags resurser först efter det att företagets obligationsägare har fått sina krav tillgodosedda. Riskpremien för aktier uttrycks vanligen som en premie i förhållande till riskfri ränta vanligen representerad av räntan på statliga skuldinstrument med kort löptid. Av resonemanget ovan framgår att den förväntade avkastningen på en aktieplacering i ett specifikt bolag bör vara högre än den förväntade avkastningen från investering i företagsobligationer utgivna av samma bolag. Företagsobligationerna bör å sin sida normalt prissättas för att ge en högre avkastning än motsvarande statsobligationer eftersom investeraren i företagsobligationer är utsatt för en konkursrisk. Statsobligationerna bör vidare ge en ränteriskpremie i förhållande till statsskuldväxlar eftersom den högre ränterisken gör att värdet på långa obligationer varierar mer än värdet på statsskuldväxlar. Resonemanget ovan tydliggör varför det är rimligt att förväntas sig att aktier på lång sikt bör ge en högre avkastning än vad som kan förväntas vid investering i mindre riskfyllda instrument.

Som utgångspunkt för de långsiktiga avkastningsantaganden för olika typer av tillgångsslag som har den långsiktiga jämviktsränta som from 2012-01-01 ska användas för diskontering av långa försäkringsåtaganden enligt det s.k. Solvens II regelverket använts. Vidare har använts skattningar av riskpremier för olika tillgångsslag baserade på Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2010. Denna publikation är en uppdatering av de resultat som presenteras i boken "Triumph of the Optimists" (Princeton University Press, 2002). Boken är skriven av Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton och baseras på historisk data 100 år bakåt i tiden.

#### 1.1 Långsiktig jämviktsränta

Solvens II är den nya solvensreglering som bl.a. ska säkerställa att försäkringsbolag har tillräckliga finansiella resurser för att kunna hantera de risker som finns i företagets balansräkning. Eftersom många försäkringsbolag, i synnerhet livförsäkringsbolag har mycket långa åtaganden är en betydelsefull komponent i regelverket hur långa försäkringsåtaganden ska värderas och diskonteras. För de flesta räntemarknader finns likvida räntenoteringar att tillgå upp till 10-30 år framåt i tiden.

2012-10-17

För längre löptider saknas dock i många fall relevant marknadsdata att använda som grund för diskontering. En viktig komponent i det regelverk som införs är därför antagandet om en långsiktig jämviktsränta som ska ligga till grund för diskontering av långa försäkringsåtaganden. Denna långsiktiga jämviktsränta har fastställts till 4,2%.

De antaganden som används i pensionsprognoser bör baseras på mycket långsiktiga antaganden och inte ändras alltför ofta. Det finns även flera fördelar med att de antaganden som ligger till grund för ett livförsäkringsbolags finansiella rapportering har en tydlig koppling till de pensionsprognoser som företagets kunder förespeglas. Mot denna bakgrund förefaller den långsiktiga jämviktsränta som används i Solvens II sammanhang vara en rimlig utgångspunkt även i prognossammanhang. Det bör särskilt poängteras att den långsiktiga jämviktsräntan är framtagen med syfte att vara en "bästa skattning" och rymmer således inga uttalade eller implicita säkerhetsmarginaler.

Den långsiktiga jämviktsräntan enligt Solvens II kan sägas representera avkastningen från placeringar i obligationer med längre löptider än vad som finns att tillgå på finansmarknaden. Det är därför rimligt att anta en något högre löptidspremie i jämförelse med en lång obligationsportfölj. Den förväntade avkastningen från investering i en portfölj av långa obligationer kan därför långsiktigt förväntas uppgå till ca 4%.

## 1.2 Löptidspremie

Avkastningskurvan är normalt uppåt lutande vilket vanligen förklaras av att investerare i obligationer med längre löptider kräver en kompensation för den ökade ränterisk som detta innebär. Avkastningsskillnaden mellan en kort penningmarknadsplacering och avkastningen på långa obligationer varierar över tiden och mellan marknader. Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton har analyserat storleken på denna durationspremie baserat på historisk data och konstaterar att avkastningsskillnaden mellan en kort placering motsvarande en kort statsskuldsväxel och räntan på långa obligationer kan förväntas uppgå till ca 1%-enhet.

## 1.3 Riskpremie aktier

Den historiskt realiserade globala aktieriskpremien i relation till korta ränteinstrument uppgår till ca 4,4%. Denna premie har varierat mycket mellan olika perioder. Det finns flera skäl till varför den framtida aktieriskpremien kan förväntas vara lägre än den historiskt realiserade. Det finns både kvantitativa och kvalitativa argument för att den framtida förväntade riskpremien för globala aktier bör vara lägre än den historiskt realiserade. Vanliga argument för att den historiskt realiserade riskpremien är högre än vad som rimligtvis kan förväntas i framtiden är: överraskande hög ekonomisk tillväxt, utdelningstillväxt, effekter av ökad frihandel.

Att de framtida förväntningar på aktiers överavkastning i relation till korta räntebärande placeringar har fallit under det senaste decenniet är ytterligare en

2012-10-17

förklaring till varför den historiskt uppmätta riskpremien kan förväntas vara lägre än den framtida förväntade. Att sjunkande framtida förväntningar leder till en kortsiktig ökning i den realiserade avkastningen/riskpremien kan något förenklat jämföras med vad som händer med en lång räntebärande placering då räntorna faller. Den framtida förväntade avkastning sjunker samtidigt som lägre diskonteringsräntor leder till en positiv priseteffekt på kort sikt. Det finns även flera mer tekniskt orienterade argument till varför den historiskt realiserade riskpremien är högre än vad som kan förväntas i framtiden.

Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton argumenterar för att det är rimligt att långsiktigt förvänta sig en riskpremie för globala aktier på i storleksordningen 3-3,5% över en kort räntebärande placering.

#### 1.4 Svenska aktier

Givet den relativt stora andelen svenska aktier i svenska pensionssparares tillgångsportföljer kan man överväga att göra särskilda estimat av den förväntade riskpremien för detta tillgångsslag. Svenska aktier har under senare år haft en avkastning som är väsentligt högre än vad en global aktieinvestering gett. Det är dock inte rimligt att förvänta sig att ersättningen per riskenhets långsiktigt skulle vara högre vid en svensk aktieplacering än vid motsvarande globala investering. Som argument för att avkastningsförväntningarna bör vara högre vid en svensk aktieplacering anförs ibland att den svenska börsen har en högre marknadskänslighet mätt som beta. Det finns dock svag grund för att göra andra avkastningsantaganden för tillgångslaget svenska aktier än för globala aktier. Den långsiktigt realiserade aktieriskpremien för svenska aktier uppgår till 4,2% att jämför med 4,4% för globala aktier.

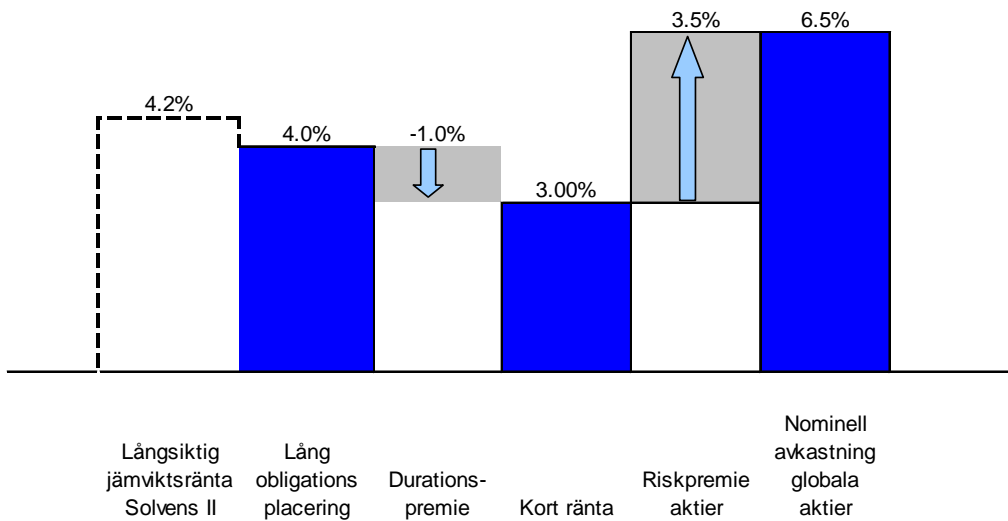
#### 1.5 Övriga tillgångar

Avkastningen för övriga tillgångar, till exempel så kallade alternativa placeringar eller fastighetsinvesteringar, antas fördelas lika mellan långränta och aktier. Anledningen är att förekomsten av övriga tillgångar främst påverkar förhållandet mellan risk och förväntad avkastning. De är möjliga att hantera på detta förenklade sätt då antagandet inte syftar till att visa riskjusterad avkastning.

#### 1.6 Sammanfattning avkastningsantaganden tillgångsslag

Uppbyggnaden av de långsiktiga avkastningsantagandena illustreras schematiskt av nedan. I figuren sammanfattas de nominella avkastningsantaganden som föreslås för respektive tillgångsslag (före avgifter).

2012-10-17



### 1.7 Tillgångsfördelning pensionskapital

Antagandena för kapitalallokering, fördelning mellan premiepension och tjänstepension samt avgifter nedan utgår från de nya produkter och som finns inom tjänstepensionen idag. Detta trots att stor del av kapitalet idag inte ligger placerade enligt dessa. Det beror på att vi velat utgå från hur de premier som kommer in placeras, då det är dessa som kommer att utgöra hur pensionsmedlen är placerade i framtiden. Generellt innebär det en högre andel aktier och en lägre avgiftsnivå jämfört med hur det totala kapitalet är placerat idag. Samtliga antaganden för tjänstepension utgår från kollektivavtalade tjänstepensioner då de utgör den absoluta merparten av tjänstepensionskapitalet.

Antagen fördelning fondförsäkring tjp	30%
Antagen fördelning traditionell försäkring tjp	70%
Antagen kapitalallokering tjänstepension aktier	70%
Antagen kapitalallokering tjänstepension ränta	30%
Antagen kapitalallokering premiepension aktier	90%
Antagen kapitalallokering premiepension ränta	10%
Antagen fördelning tjänstepension	70%
Antagen fördelning premiepension	30%

2012-10-17

Genom att vikta samman antagandena ovan fås en total kapitalallokering om cirka 75 procent aktier respektive 25 procent ränta.