

Pensionstillgångarna 198,9 miljarder euro vid utgången av september 2017

Under det tredje kvartalet var avkastningen på samtliga tillgångsslag positiv. Framför allt aktierna och de aktierelaterade placeringarna genererade en positiv avkastning och deras andel av de totala placeringstillgångarna steg till över 50 procent. Av de olika områdena utökade Finland och det övriga euroområdet sin andel av de totala placeringstillgångarna. Den senaste tidens uppgång i placeringstillgångarna har fått stöd av en tilltagande global ekonomisk tillväxt och dess positiva effekter på finansmarknaden, men också av centralbankernas, såsom Europeiska centralbankens (ECB), expansiva penningpolitik. Pensionsfondernas roll ökar i framtiden, när pensionstillgångarna och avkastningen på dem i allt större utsträckning används för att finansiera pensionerna.

Analytiker Peter Halonens analys omfattar följande kapitel:

- Pensionstillgångarna ökade under kvartalet med 2,3 miljarder
- Det finansiella läget och finansmarknaden
- Penningpolitikens positiva effekter för pensionsförsäkrarna via olika påverkanskanaler
- Penningpolitiken tar ny riktning, finns det skäl att oro sig?

1. Pensionstillgångarna ökade under kvartalet med 2,3 miljarder

- Pensionstillgångar totalt EUR 198,9 md
 - Pensionstillgångar inom den privata sektorn EUR 124,2 md
 - Pensionstillgångar inom den offentliga sektorn EUR 74,7 md
- Ökning under kvartalet EUR +2,3 md
- Aktier och aktierelaterade instrument av de totala placeringstillgångarna EUR 101,0 md, andel cirka 50,7 procent
- Mass- och konverteringslån EUR 81,7 md, andel 41,1 procent
- Fastighetsplaceringar EUR 16,2 md, andel 8,2 procent
- Placeringsavkastning från årets början, nominell avkastning 5,6 procent och real avkastning 5,3 procent

Det tredje kvartalet 2017 fortsatte i samma spår som årets första och andra kvartal: nettoplaceringstillgångarna fortsatte att öka och uppvisade under kvartalet en tillväxt på 2,3 miljarder euro. Ökningen av tillgångarna var en följd av den positiva avkastningen inom samtliga placeringsslag: ränte-, aktie- och fastighetsplaceringar samt övriga placeringar. Exempelvis aktiemarknaden utvecklades positivt, närmast till följd av de förbättrade förväntningarna vad gäller den globala ekonomiska tillväxten. Aktierna och de aktierelaterade placeringarnas andel av de totala placeringstillgångarna steg till över 50 procent medan andelarna för övriga placeringsslag krympte.

Nettoflödet var bäst inom aktierna (EUR +5,6 md). Inom ränteplaceringarna noterades den största minskningen i nettoflödet (EUR -1,7 md). Ett positivt nettoflöde innebär en situation där förvärven överstiger avyttringar och förfall. På motsvarande sätt är vid ett negativt nettoflöde avyttringarna och förfallen större än förvärven.

Andelen för Finland och det övriga euroområdet ökade i pensionsförsäkrarnas placeringsportföljer liksom under det andra kvartalet, medan andelen för placeringarna utanför euroområdet minskade. Nettoflödet av placeringarna i Finland ökade med knappt 2 miljarder euro. För det övriga euroområdet var nettoflödet cirka 0,5 miljarder euro medan beloppet för länderna utanför euroområdet var stort oförändrat. Sammanlagt var cirka 55,3 miljarder euro placerade i Finland, 35,7 miljarder euro i det övriga euroområdet och 107,9 miljarder euro utanför euroområdet.

Avkastningen för de sju största arbetspensionsförsäkrarna enligt placeringslag för årets tre första kvartal var följande:

- den nominella avkastningen på aktieplaceringar i genomsnitt 10,0 procent och den reala avkastningen 9,7 procent
- motsvarande avkastning på ränteplaceringar i genomsnitt 1,8 procent och 1,5 procent
- avkastningen på fastighetsplaceringarna i genomsnitt 3,1 procent och 2,8 procent.

Avkastningsutvecklingen på de placerade pensionsmedlen bör emellertid analyseras på lång sikt - förändringar under ett kvartal eller ens ett år har ingen större betydelse med tanke på pensionssystemets hållbarhet. Å andra sidan kan man på basis av den tidigare avkastningen inte heller förutspå framtida avkastning. På lång sikt ökar pensionstillgångarna i sista hand med den ekonomiska tillväxten och inflationen.

Valet av observationsintervall inverkar också på hur den realiserade avkastningen ser ut på medellång och lång sikt:

- 2012-2017Q3: nominell avkastning 7,3 procent och real avkastning 6,2 procent
- 2007-2017Q3: nominell avkastning 4,7 procent och real avkastning 3,1 procent
- 1997-2017Q3: nominell avkastning 6,0 procent och real avkastning 4,4 procent

På finansieringen av pensionerna inverkar vid sidan av placeringsintäkterna också skillnaden mellan den inkomst som erhålls genom pensionsavgifterna och pensionsutgifterna. Pensionsfonderna och deras avkastning kommer inom de närmaste åren planerligt att i allt större utsträckning användas för finansieringen av pensionerna, när pensionsutgifterna ökar ytterligare i takt med att befolkningen åldras. Då hjälper avkastningen på placeringarna att minska höjningstrycket på pensionsavgifterna.

Tumregeln är att en förändring med 0,5 procentenheter i medelavkastningen på lång sikt har en inverkan på en procentenhet på premieinkomsten. Om intäkterna minskar (ökar) med 0,5 procentenheter, uppstår ett höjningstryck (sänkningstryck) motsvarande en procentenhet på pensionsavgiften. Detta inverkar i sin tur på löntagarnas pensionsavgifter och de slutliga nettoinkomsterna.

Pensionsförsäkrarnas [solvens](#) har varit fortsatt stark. För de fem största arbetspensionsbolagen låg solvensnivån i slutet av september mellan 116,3 och 133,6 procent. Solvensställningen varierade i sin tur mellan 1,5 och 2,3. Solvensnivån och -ställningen har båda stärkts en aning jämfört med föregående kvartal. Tack vare dessa buffertar för kärvare tider klarar pensionsförsäkrarna också tillfälliga svackor på finansmarknaden.

2. Det finansiella läget och finansmarknaden

Pensionsförsäkrarnas goda avkastning bottnade i marknadsaktörernas optimism inför framtiden. Optimismen syntes exempelvis i värdeökningen på aktier. Den positiva stämningen har bland annat berott på att de viktigaste centralbankerna - med amerikanska centralbanken Fed och Europeiska centralbanken ECB i spetsen - hittills avancerat behärskat i åtgärderna för att strama åt penningpolitiken.

Siffrorna för realekonomin har också varit goda. Återhämtningen inom den ekonomiska tillväxten på bred bas, den positiva sysselsättningsstatistiken och företagens resultatförmåga globalt är bra exempel på detta. Den ekonomiska tillväxten i euroområdet har stärkts ytterligare under de senaste två åren.

Exempelvis har IMF i sin nyaste [prognos](#) förutspått följande tillväxtsiffror för olika områden:

- Den reala ekonomiska tillväxten för euroområdet innevarande år och nästa år 2,1 procent och 1,9 procent. Senast har tillväxten varit lika stark före eurokrisen i början av 2011.
- Motsvarande tillväxtsiffror för den globala ekonomin är enligt IMF:s prognos 3,6 procent och 2,7 procent och
- för Finland 2,8 procent och 2,3 procent.

Världsbanken är däremot en aning mer pessimistisk än IMF i sina egna [tillväxtprognoser](#). Den globala ekonomiska tillväxten härrör till största delen från Asien, främst Kina och Indien. I ett litet exportdrivet land med öppen ekonomi liksom Finland är sysselsättningsläget och därigenom den inkomst som erhålls genom pensionsavgifterna mycket beroende av draghjälpen från större samhällsekonomier.

Liksom de positiva tillväxtsiffrorna har också arbetslöshetsprocenten för euroområdet utvecklats gynnsamt, när den sjunkit trendartat under de cirka fyra senaste åren för att i slutet av september i år stanna på 8,9 procent. Inflationen har däremot legat något under Europeiska centralbankens inflationsmål på medellång sikt, cirka 2 procent. Den årliga inflationen var i slutet av oktober 1,4 procent. Å andra sidan låg kärninflationen, i vilken prisförändringen på livsmedel och energi inte beaktas, vid samma tidpunkt under 1 procent.

Också i euroområdet och Finland har konsumenternas och företagens förtroende gentemot ekonomin stärkts betydligt under de senaste åren. Förtroendet gentemot det ekonomiska läget var senaste gång så här högt inom euroområdet före finanskrisen år 2007. Också IFO-indexet som mäter placerarnas förtroende gentemot ekonomin har stigit till höga siffror. Den positiva stämningen inom ekonomin har avspeglats gynnsamt också i företagens resultat och därigenom på aktiemarknaden. Allt detta har också haft återverkningar på pensionsförsäkrarnas placeringsintäkter framför allt när det gäller aktier.

Under det tredje kvartalet förekom naturligtvis tidvis också marknadsturbulens. Detta berodde framför allt på de geopolitiska riskerna på Koreahalvön. En annan faktor som satte finansmarknaden i gungning var marknadsaktörernas rädsla för att centralbankerna ska strama åt sin penningpolitik snabbare än väntat. Denna rädsla skingrades emellertid under kvartalet. Även den rätt kraftiga försvagningen av dollarn gentemot euron gav placerarna gråa hår under det tredje kvartalet.

För de politiska riskerna står fortfarande osäkerheten beträffande brexitförhandlingarnas utfall samt möjligheterna för Trump och hans administration att driva igenom betydande lagändringar, såsom skattereformen. Det politiska läget i Italien och det kommande parlamentsvalet nästa år ger också upphov till spekulationer i Europa. Risker på lång sikt är fortfarande den höga skuldsättningen inom världsekonomin. Pensionsförsäkrarna följer aktivt utvecklingen i ovan nämnda risker.

3. Penningpolitikens positiva effekter för pensionsförsäkrarna via olika påverkanskanaler

Europeiska centralbanken tillkännagav i början av 2015 ett omfattande program för köp av värdepapper. De månatliga köpen uppgick enligt avtalet till 60 miljarder euro. Senare har köpvolymen justerats åt olika håll och enligt de senaste uppgifterna krymper köpen till 30 miljarder euro från början av år 2018. ECB har således inlett en stegvis åtstramning av penningpolitiken.

Penningpolitiken är emellertid fortfarande mycket stimulerande. Sammanlagt har euroområdets centralbanker genom köpprogrammet köpt upp skuldpaper från euroområdet till sina balansräkningar för över 2 000 miljarder euro, mest statsobligationer. Också andra penningpolitiska verktyg har redan länge utnyttjats, såsom styr- och inlåningsräntan, riktade långfristiga refinansieringstransaktioner (TLTRO) och centralbankens förutseende kommunikation. Syftet med alla dessa åtgärder har varit att hjälpa ECB i dess inflationsmål, men också att stimulera ekonomin i euroområdet.

Efter finans- och eurokrisen har de ekonomiska siffrorna i euroområdet långsamt återhämtat sig till nuvarande siffror. Ekonomin i euroområdet håller först nu på att ta fart, till skillnad från Förenta staterna, där ekonomin och sysselsättningen redan en längre tid har utvecklats mycket positivt. ECB:s officiella mål är att uppnå en inflation som på lång sikt ligger nära eller något under 2 procent. Avsikten är att sätta fart på inflationen med hjälp av penningpolitiska medel. När ekonomin och sysselsättningen förbättras samtidigt som lönerna stiger, ökar konsumtionsefterfrågan, vilket också borde syns i högre priser, dvs. i en stigande inflation.

Köpprogrammet har inverkat nedsättande på statsobligationernas och till vissa delar också företagsobligationernas räntenivåer. Till följd av detta har stater och företag fått förmånligare lån på räntemarknaden. Sänkningen av centralbankens styrränta har i sin tur bidragit till att sänka penningmarknadsräntorna, såsom den i bostadslånen allmänna euriborräntan. På detta sätt har också hushållen fått billigare lån. I och med den allmänna nedgången i räntorna har upptagningen av lån blivit allt mer lönsamt för olika ekonomiska aktörer, exempelvis med tanke på företagets investeringar, vilket bidragit till att stimulera den ekonomiska utvecklingen. Den expansiva penningpolitiken har också inverkat på nedgången i eurons värde i förhållande till övriga valutor, vilket i sin tur satt fart på exporten från euroområdet till andra länder.

Exporten har klart tagit fart också i Finland. Detta har haft positiva effekter för hela samhällsekonomin och sysselsättningen. Utvecklingen av ekonomin och sysselsättningen i Finland har en mycket

väsentlig betydelse för hur mycket tillgångar som flödar till pensionssystemet i form av pensionsavgifter. Detta har i sin tur en direkt inverkan på pensionssystemets hållbarhet. I Finland var arbetslöshetsprocenten i slutet av september 8,7 och den har under de senaste cirka två åren sjunkit med 1 procentenhet.

För placerarna har nedgången i räntenivån syns i en uppgång av ränteplaceringarnas värde. Detta har i sin tur resulterat i bättre placeringsintäkter. Om ränteplaceringens ränta, dvs. placerarens avkastningskrav, sjunker stiger värdepapperets värde. Detta har återspeglats i en rätt god avkastning på pensionsförsäkrarnas ränteplaceringar. Å andra sidan har den låga räntenivån medfört egna utmaningar för pensionsförsäkrarnas placeringsverksamhet. Problemet är att det med sjunkande räntor i framtiden blir allt svårare att komma upp till en sådan avkastning som vi vant oss vid på ränteplaceringar. Om man också i fortsättningen vill erhålla en rimlig avkastning på ränteplaceringarna innebär det att placeringskapitalet måste styras till dels mer riskfyllda ränteplaceringar och/eller andra placeringslag.

För detta fenomen används benämningen jakt på avkastning (på engelska search for yield). Det har fått en del marknadsaktörer att överväga meningsfullheten i värderingsnivåerna för olika tillgångsklasser, såsom aktier, i förhållande till företagets resultat. Å andra sidan lönar det sig att jämföra de nuvarande nivåerna med avkastningen på riskfria statsobligationer samt den gynnsamma ekonomiska utvecklingen och den låga inflationen. Placerarnas avkastning-riskförhållande verkar ha blivit svagare jämfört med tidigare år. Den låga räntenivån har återspeglats i pensionsförsäkrarnas placeringsverksamhet på så sätt att alternativa placeringsklasser, såsom hedgefonder, kapitalfonder och fastighetsplaceringar har ökat i popularitet.

Till en del fick detta stöd under årets tredje kvartal, när hedgefondernas nettoflöde var nästan 2 miljarder euro positivt. Dessa placeringslag som också benämns absolutavkastande fonder köptes klart mer än vad som såldes. Nettoflödet för noterade aktier var också positivt med cirka 3 miljarder euro. Däremot var nettoflödet för mass- och konverteringslån samt penningmarknadsplaceringar negativt. Pensionsförsäkrarna ökade således i genomsnitt vikten för mer riskfyllda tillgångsklasser i sina placeringsportföljer men minskade å andra sidan sin ränterisk inom ränteplaceringar. Detta har under innevarande år också återspeglats i en nedgång i den genomsnittliga [durationen](#), dvs. ränterisken.

När penningpolitiken ytterligare stramas åt blir trycket på en uppgång i räntenivån tydligare. Det kräver visserligen också att inflationen blir starkare. Ju större inflation desto större nominell avkastning eller ränta vill placeraren ha på sin ränteplacering för att den reala avkastningen efter inflationen ska vara positiv. När räntorna stiger och åter genererar en hyfsad avkastning flödar pengar dels från aktier till ränteplaceringar. Räntorna borde emellertid stiga i tillräcklig mån för att avkastningen på framför allt de utvecklade ländernas statsobligationer ska vara tillräckligt lockande i förhållande till aktier.

Som helhet har penningpolitiken på många olika sätt haft gynnsamma effekter för pensionsförsäkrarna, tack vare den positiva utvecklingen på såväl finansmarknaden som inom den reala ekonomin.

Finlands Bank visade i sina egna [beräkningar](#) för cirka ett år sedan hur man med hjälp av penningpolitiken har lyckats undvika en klart svagare ekonomisk utveckling såväl i euroområdet som i Finland.

Utöver penningpolitiken har de strukturella reformerna på t.ex. arbetsmarknaden och satsningarna på att öka produktiviteten varit viktiga åtgärder för att stimulera ekonomin.

4. Penningpolitiken tar ny riktning, finns det skäl att oroa sig?

På ett bredare plan har också andra betydande centralbanker, såsom amerikanska centralbanken Fed, Kinas folkbank PBoC och centralbanken i Storbritannien BoE indikerat en stegvis åtstramning av penningpolitiken.

Fed har redan höjt sin styrränta några gånger och offentliggjort planer på att minska sin balansräkning. Kinas folkbank har i sin tur bl.a. skärpt bankernas utlåningsvillkor samtidigt som ECB har meddelat att banken avser minska den månatliga volymen av köpprogrammet för skuldebrev. Stimulansen kan t.ex. enligt ledningen för ECB trappas ner, eftersom deflationsrädslan har minskat samtidigt som den ekonomiska utvecklingen på bred front varit positiv - också i olika världsdelar. Trots den stegvisa åtstramningen av penningpolitiken stöder ECB fortfarande de ekonomiska verksamhetsförsättningsåtgärderna med exceptionellt kraftiga metoder.

En stor fråga är emellertid hur behärskat det går att ta sig ur en sådan exceptionellt stimulerande penningpolitik? Stimulanskranarna kan inte stängas för hastigt, eftersom det kunde ha oväntade negativa effekter på realekonomin, men också på placeringsmarknaden. Den expansiva penningpolitiken har för sin del backat upp uppgången i priserna på olika tillgångar. Man kan således fråga sig vad som händer med tillgångspriserna, såsom ränteplaceringar och aktier, om stimulansen körs ned i för rask takt? Sannolikt är emellertid att centralbankerna avancerar försiktigt i åtstramningen av penningpolitiken. På detta sätt skulle nedtrappningen av stimulansen ha så små negativa effekter som möjligt på den ekonomiska tillväxten, sysselsättningsutvecklingen och finansmarknaden och därigenom också på pensionsförsäkrarnas placeringsintäkter samt på utvecklingen av inkomsten från pensionsavgifterna.

Penningpolitiken kan emellertid redan stramas åt stegvis trots ovan nämnda rädsloscenarier. En stegvis åtstramning av penningpolitiken får stöd utöver av de goda ekonomiska siffrorna också av en annan aspekt. När nästa ekonomiska kris står vid dörren är det nämligen viktigt att det finns rum för stimulansåtgärder. Om de penningpolitiska kranarna då är vidöppna och hela arsenalen i full användning, skulle det vara ännu svårare att ta sig ur en ny kris utan möjlighet till stimulans.

I Förenta staterna har stimulanskranarna stramats åt mer jämfört med ECB och således är Fed i ett bättre läge i händelse av en ny kris. I Förenta staterna har ekonomin till stor del redan nått konjunkturtoppen, medan man i Europa inte har gjort det, varför inriktningen av penningpolitiken avviker mellan de olika sidorna av Atlanten.

ECB har i hög grad baserat sin penningpolitiska inriktning på inflationen, men säkert också dels i förhållande till den ekonomiska tillväxten. Det bästa för realekonomin liksom för finansmarknaden skulle vara att man lyckas hålla inflationen inom ECB:s mål samtidigt som den ekonomiska tillväxten är positiv.

På väg mot en normaliserad penningpolitik kommer vi säkert att stöta på större och mindre motgångar. Pensionsförsäkrarna har emellertid en mycket stark solvens, varför de väl klarar tillfälliga marknadsfluktuationer. Pensionstillgångarna är också mycket brett diversifierade på olika tillgångslag och kontinenter. Också i denna situation passar frasen ”på ett inkomstbringande och betryggande sätt” utmärkt som rättesnöre för pensionsförsäkrarnas placeringsverksamhet.