



Söderberg
& Partners

LANDSTINGET DALARNA

Sammanfattning av strategianalys samt
föreslagna förändringar i finanspolicy och
kapitalförvaltning av pensionsmedel



Innehåll

1	Sammanfattning.....	3
2	Intjänad pensionsskuld	4
2.1	Kort om Pensionsskuld.....	4
2.2	Landstinget Dalarnas pensionsskuld.....	4
2.3	Pensionsskuld – underliggande kassaflöden.....	5
2.4	Pensionsskuld – ålders- och könsfördelning.....	6
2.5	Pensionsskuld – risker	6
3	Framtida pensionskostnader och likviditetsbelastningar	7
4	Nya redovisningsprinciper.....	10
4.1	Verkligt värde	10
4.2	Fullfondering	12
5	Tryggandealternativ för pensionsåtaganden	12
5.1	Återlån med kommunal borgen	12
5.2	Fondering i balansräkning	12
5.3	Pensionsstiftelse.....	12
5.4	Försäkring.....	13
6	Grundförutsättningar för Landstinget Dalarna	13
7	Mål med kapitalförvaltning för att klara framtida utmaningar	14
8	Utmaningar i valet av förvaltningsstrategi	17
9	Förvaltningsstrategi och riskbegränsning	17
10	Varför gör inte alla så här?	19
11	Vilka större förändringar krävs för att anpassa Landstingets finanspolicy/placeringsdirektiv till den föreslagna förvaltningsstrategin.....	20

1 Sammanfattning

Landstinget Dalarna har ett åtagande för nuvarande och tidigare anställdas pensioner som utgör en utmaning som idag inte är fullt ut hanterat. Kostnaderna för pensioner förväntas öka snabbare än landstingets intäkter. På 30 års sikt ökar kostnaderna med över 40% i reala termer (dvs i dagens penningvärde) vilket innebär att det sannolikt skulle krävas skattehöjningar för att hantera detta. Problemet skjuts då på kommande generationer. Samtidigt kommer den likviditetsmässiga belastningen för landstinget att öka kraftigt och riskera att på sikt tränga undan behov av likviditet för investeringar. På 30 års sikt mer än fördubblas likviditetsbelastningen i reala termer.

Söderberg & Partners föreslår att landstinget antar ett nytt mål för kapitalförvaltningen:

- Kapitalet ska på sikt täcka hela pensionsskulden (år 2040).

Idag täcker kapitalet endast 10% av pensionsskulden. För att klara målet krävs ytterligare avsättningar, ca 3 400 Mkr över en 10-årsperiod, samt ca 6% årlig avkastning (4% realt, justerat för inflation).

För att nå 6% avkastning med samma typ av förvaltningsstrategi som landstinget har idag krävs ca 75% aktier i portföljen, mot 50% idag. Det innebär samtidigt en väsentligt högre risk. Mot bakgrund av den mycket långa placeringshorisonten anser Söderberg & Partners att det är rimligt att acceptera högre risk i förvaltningen än idag. Däremot tycker vi att det är en alltför hög risk att ha 75% aktier utan en tydlig strategi för att begränsa risken i portföljen.

Söderberg & Partners bedömer att det mest effektiva sättet att hantera den här typen av utmaning är genom en dynamisk allokeringsstrategi med fokus på just förlustrisken. Vi adderar en begränsning för hur mycket portföljens totala värde tillåts falla som mest. Den praktiska konsekvensen av detta blir att andelen aktier och räntor i portföljen kommer styras av risken i förhållande till denna begränsning. I stället för i huvudsak styras av förvaltarens marknadsbedömning. Genom att säkerställa att kapitalet skyddas från stora värdefall kan även en högre riskjusterad avkastning uppnås. Riskbegränsningen innebär att den som förvaltar kapitalet kan hålla en hög andel aktier i normalläget (goda börsår), men tvingas minska andelen aktier om portföljens värde faller allt för mycket. Söderberg & Partners föreslår följande restriktion i landstingets förvaltning (och placeringsdirektiv):

- Andelen riskfyllda tillgångar ska löpande justeras så att portföljen som mest kan tappa 20% i värde i förhållande till det högsta värdet de senaste 24 månaderna (beräknat som värdet den sista dagen varje månad).

Detta motsvarar riskmässigt den förvaltningsstrategi som landstinget har idag.

Effekter av föreslaget mål och strategi:

- Landstinget säkerställer att det faktiskt finns tillgängliga likvida medel i framtiden för att klara av samtliga utbetalningar hänförliga till pensioner till tidigare anställda.
- Det ökade kapitalet i kombination 6% avkastning innebär att avkastningen i kronor till fullo täcker hela den (idag) ofinansierade ökningen av pensionskostnaderna. Det innebär att landstinget, allt annat lika, inte kommer att behöva höja skatten i framtiden för att klara av utmaningen med pensionsåtagandet.

Ovanstående målsättning skapar ekonomiska förutsättningar som ger handlingsfrihet och som inte belastar kommande generationer.

2 Intjänad pensionsskuld

2.1 Kort om Pensionsskuld

En pensionsskuld är värdet av de löften som landstinget har utlovat till sina nuvarande och tidigare anställda. Beloppet tas upp i redovisningen i balansräkning i ansvarsförbindelse som en skuld till dessa individer. Skuldens värde fastställs som ett diskonterat nuvärde av ett framtida kassaflöde som beräknas med aktuariella principer rörande dödlighet. Diskonteringsräntan sätts av RIPS-kommittén och baseras på marknadsläget. Dock är den så kallade RIPS-räntan trögrörlig då den grundas på ett rullande 5-årsmedel på längre räntepapper på marknaden

Då de flesta av dessa pensionslöftena är livsvariga har kassaflödena lång löptid (upp mot 60 år innan sista utbetalningen förväntas göras) och duration (kapitalviktad medellöptid) på 15-20 år. Detta gör att redovisningsposten är känslig för förändringar i underliggande antaganden (ränta, livslängd etc)

I den kommunala redovisningen nyttjas den så kallade blandmodellen. Pensionsskulden delas i denna princip upp i två delar: En pensionsskuld som intjänats före 1998 och en pensionsskuld som intjänats efteråt.

En pensionsskuld ändras principiellt med följande poster:

- Kostnad för nyintjänande
- Räntekostnad
- Värdesäkringskostnad
- Pensionsutbetalningar
- Förändring särskild löneskatt
- Övrigt

För pensionsskulden i balansräkningen är ”kostnad för nyintjänande” och ”Övrigt” verksamhetskostnader. ”Räntekostnad” och ”värdesäkringskostnad” är finansiella kostnader. Posten ”förändring särskild löneskatt” är antingen en ren verksamhetskostnad, eller delas upp utifrån de underliggande posterna på verksamhet och finans. Pensionsutbetalningar är att tolka som en amortering då denna kostnad har en motbokning i förändring av pensionsskuld.

Pensionsskulden i ansvarsförbindelsen påverkar enbart redovisningen genom pensionsutbetalningarna som belastar resultatet. Övriga förändringar tas ej upp.

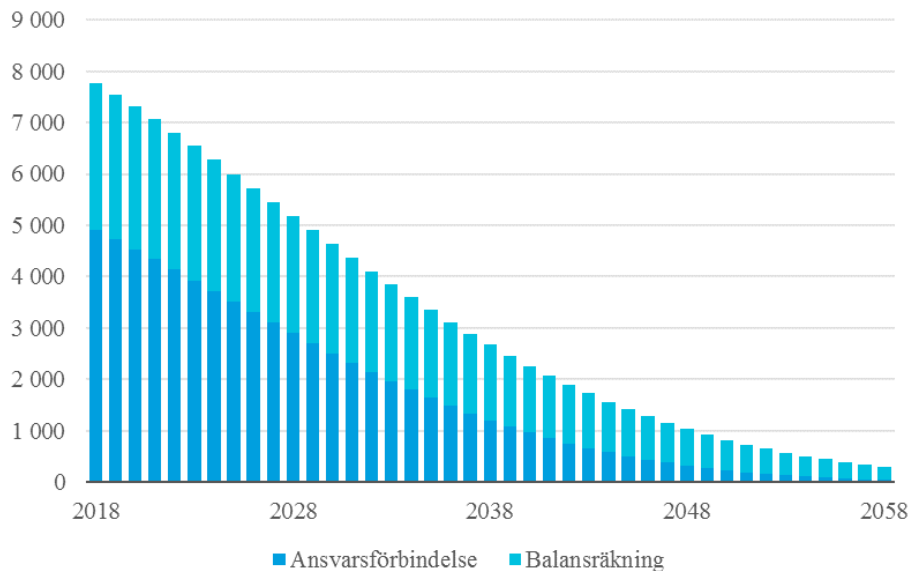
De båda pensionsskuldena skiljer sig dock inte riskmässigt åt i någon nämnvärd utsträckning. Skillnaden är redovisningsteknisk.

2.2 Landstinget Dalarnas pensionsskuld

Landstinget Dalarna har per 2017-12-31 en pensionsskuld i balansräkningen om 2,9 Mdr och en pensionsskuld i ansvarsförbindelsen om 4,8 Mdr. De avtal som skuldförs är främst KAP-KL, PFA, PA-KL samt äldre bestämmelser.

Durationen (räntekänsligheten) på ansvarsförbindelsen är 13 år och balansräkningen 20 år. Det innebär att en förändring av diskonteringsräntan på 1 % ger en (omvänd) effekt på pensionsskulden på 13 % respektive 20 %.

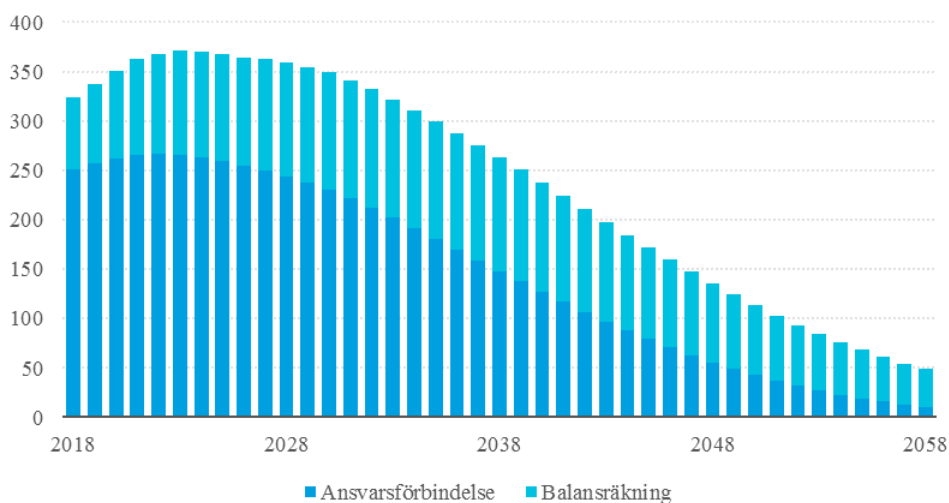
I Figur 1 visas Landstinget Dalarnas pensionsskuld utveckling. Pensionsskulden i balansräkningen kommer utöver detta även öka med framtida nyintjänandet



Figur 1. Utveckling intjänad pensionsskuld, inklusive särskild löneskatt, fasta priser

2.3 Pensionsskuld – underliggande kassaflöden

Pensionsskulden består av summan av diskonterade kassaflöden. Dessa kassaflöden prognostiseras utifrån aktuariella principer rörande dödlighet. I Figur 2 syns de till 2017-12-31 reala intjänade kassaflöden inklusive särskild löneskatt.



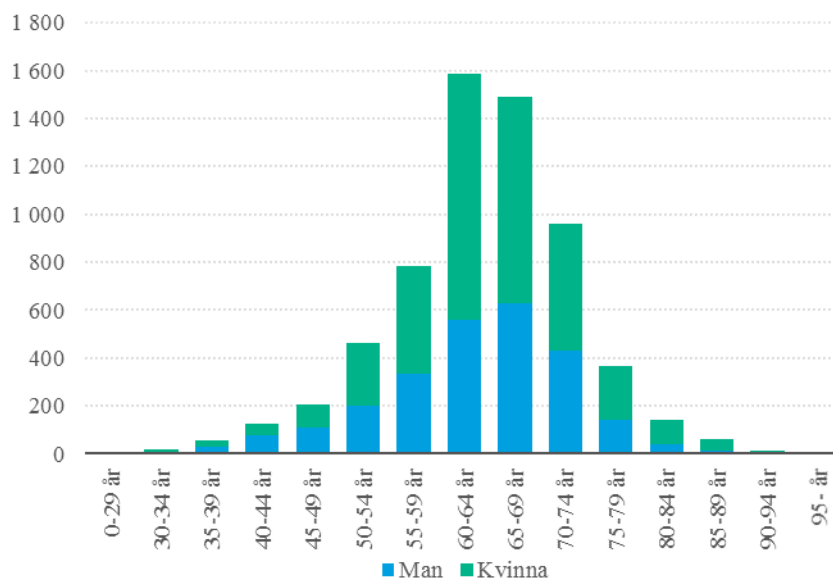
Figur 2. Intjänade pensionsutbetalningar, inklusive särskild löneskatt, fasta priser

Kassaflödena förväntas ha ökande trend fram till 2025 då de sedan avtar. Anledningen till ökningen är att fler individer förväntas påbörja sin pension än som förväntas avsluta sina utbetalningar (oftast genom dödsfall)

Den nu intjänade skulden består till största del av underliggande kassaflöden i ansvarsförbindelsen

2.4 Pensionsskuld – ålders- och könsfördelning

Pensionsskuldens samtliga underliggande förmåner är kopplade till individer. Pensionsskuldens utveckling och risk beror på hur de underliggande kassaflödena utvecklas, vilket i sin tur beror på underliggande individers egenskaper. Det man i beräkningar som dessa framför allt kategoriserar på är ålder och kön. I Figur 3 visas Landstinget Dalarnas Ålders- och könsfördelning.



Figur 3. Köns- och åldersfördelning av pensionsskulden (MSEK)

Andelen män i beståndet är 41,1% (kapitalviktat). Män förväntas att dö tidigare än kvinnor och således är också pensionsskulden lägre för dessa individer, allt annat lika

Medelåldern i beståndet uppgår till 65,2 år (kapitalviktat). I och med A-KAPKL kommer inte individer födda 1986 och senare att komma in i den förmånsbestämda lösningen och således förväntas medelåldern i pensionsskulden att öka med tiden

2.5 Pensionsskuld – risker

Ränterisk

Pensionsskulden diskonteras med RIPS-räntan. Om denna ändras kommer skulden att förändras

Ränterisk kvantifieras av pensionsskuldens duration som uppgår till 15,8 år (13,3 år får ansvarsförbindelse och 19,6 år för balansräkning)

Inflationsrisk

Det finns ett implicit inflationsintagande i RIPS-räntan, men utöver detta påverkar inte inflationen pensionsskuldsvärdet i balansräkningen. Risken ligger istället på årliga kostnaden för värdesäkring, vilket uppskattas kunna svänga +/- 2% av pensionsskulden mellan åren. Denna kostnad går över finansnettot

Dödlighetsrisk

Dödlighetsantagandet som används är Finansinspektionens trygghandgrunder, som bygger på dödlighetsundersökningen DUS06. Om dödlighetsantagandet uppdateras kommer det ge en diskret effekt på pensionsskulden i balansräkningen. Givet en förväntad ökad livslängd på 1 år kommer pensionsskulden öka 4,5%

Koncentrationsrisk

Även om antagandet i dödlighet är korrekt kan diskreta effekter uppstå av att de individer som har hög pensionsskuld ej följer den förväntade utvecklingen. De största riskerna uppgår till över 10 MSEK. Då Landstinget Dalarna har så pass stort bestånd bedöms dock inte denna slumpmässiga avvikelserisk ha en alltför stor påverkan

Övriga risker

Det finns också andra risker förknippade med pensionsskulden, men som är svåra att kvantifiera. Exempel på dessa är:

- avtalsrisk, det vill säga risken att underliggande pensionsavtal ändras
- skatterisk, det vill säga risken att skattesystemet ändras

3 Framtida pensionskostnader och likviditetsbelastningar

Landstingets största pensionskostnader går att dela upp i följande:

Utbetalningar från ansvarsförbindelsen

Då förändringar på pensionsskulden i ansvarsförbindelsen inte resultatförs belastas istället resultatet löpande av pensionsutbetalningarna hänförliga till denna post och uppgår för Landstinget Dalarna i nuläget till ca 250 MSEK per år

Kostnad för nyintjänande

I takt med att individer jobbar och får löneökningar intjänas mer och mer pensionsförmåner. Denna ökning i förmån ökar i sin tur pensionsskulden vilket redovisas som kostnaden nyintjänande. Den är framför allt hänförlig till FÅP-förmåner, det vill säga förmåner för individer med pensionsunderlag över 7,5 inkomstbasbelopp. FÅP-kollektivet omfattas av individer födda före 1986 vilket gör att denna kostnad minskar med en årskull varje år, och förväntas vara helt utfasat om 33 år. Prognostiserad är dock att denna post ökar de närmaste åren på grund av löneökningstakten.

Finansiell kostnad på pensionsskulden i balansräkningen

Denna kostnad består av två komponenter, där den första delen är diskonteringseffekten av att man rör sig 1 år framåt i tiden, vilket motsvarar ca 1% av pensionsskuldens värde, eller ca 30 MSEK årligen. Den andra delen är värdesäkringskostnaden vilket ungefär motsvarar inflationen gånger pensionsskulden i balansräkningen. De senaste åren har inflationen varit relativt låg men en uppskattning är +/-2% av pensionsskulden eller ca +/-60 MSEK årligen.

Avgiftsbestämd del i KAP-KL

Den avgiftsbestämda delen av pensionsavtalet KAP-KL uppgår till 4,5% av den totala lönesumman för landstinget. Detta fasas ut i samma takt som FÅP-kollektivet, det vill säga enbart individer födda före 1986 omfattas, även om utfallet för individer under 7,5 inkomstbasbelopp blir det samma i de båda systemen.

AKAP-KL

Individer födda 1986 eller senare omfattas av det helt avgiftsbestämda systemet, där man får 4,5% av lön under 7,5 inkomstbasbelopp och 30% av lön mellan 7,5-30 ibb. Kostnaden för denna är relativt liten i nuläget, men förväntas öka kraftigt i takt med att fler och fler årskullar inkluderas.

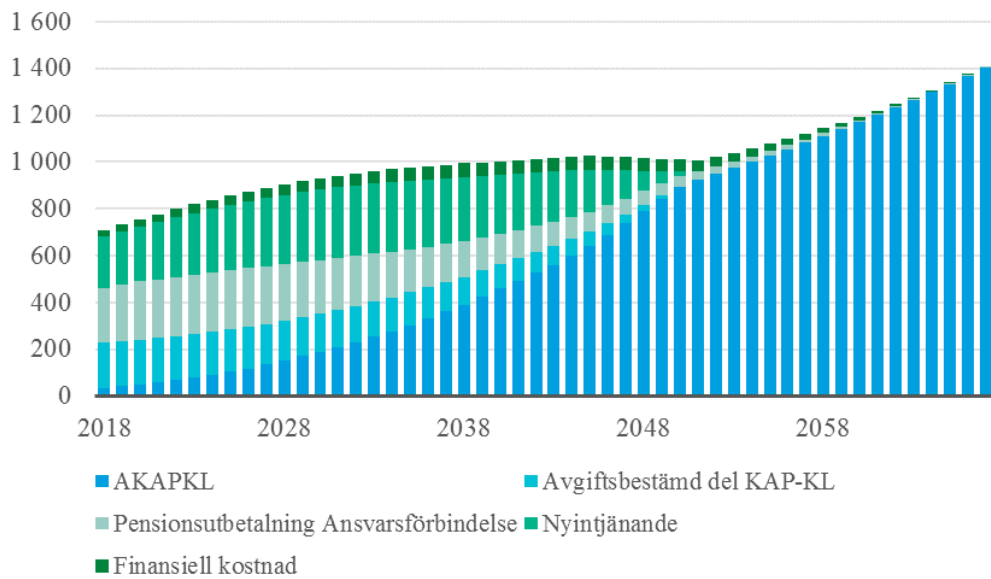
Särskild löneskatt

Särskild löneskatt utgår på samtliga poster ovan och uppgår till 24,26% av summan av dessa.

Övriga poster

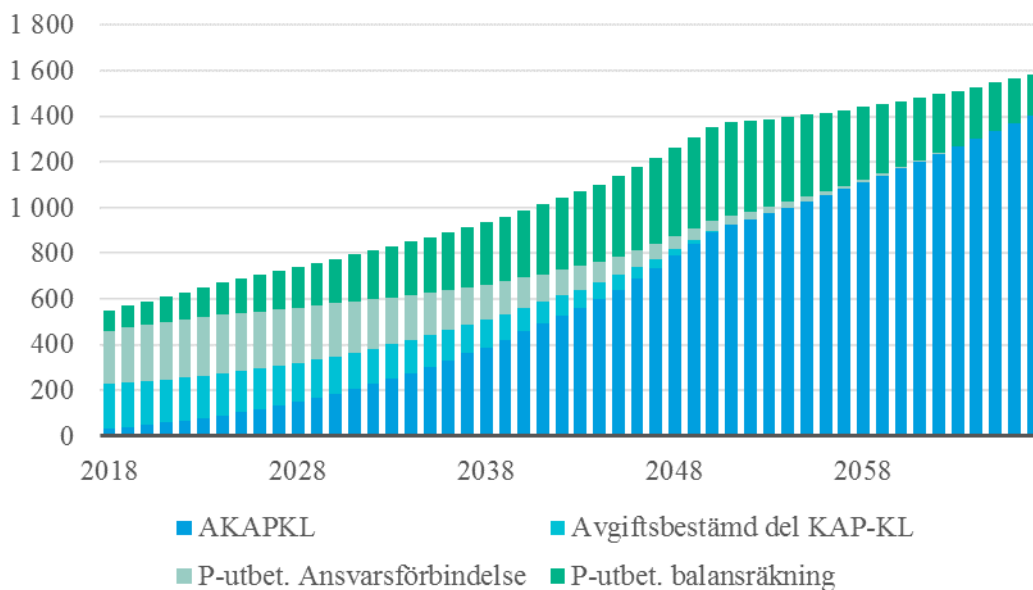
De ovan nämnda posterna är de absolut största, men det finns också andra såsom ”övrig förändring av pensionsskuld” individuella avtalspensioner, politikerpensioner etcetera som också belastar landstingets ekonomi.

I Figur 4 visas de förväntade framtida pensionskostnaderna för Landstinget Dalarna.



Figur 4. Real resultatpåverkan från framtida pensionskostnader, i fasta priser och MSEK

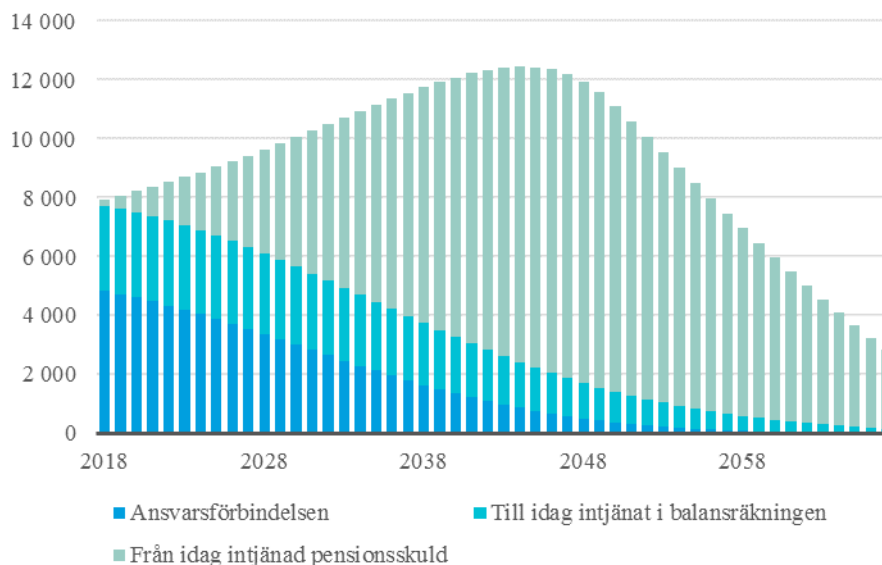
Likviditetsbelastningen blir något förskjutet i och med att nyintjänandet för pensionsskuld i balansräkningen ej betalas ut förrän längre fram i tiden. I Figur 5 visas likviditetseffekten från de olika pensionsposterna



Figur 5. Reala framtida kassaflöden från pensionsposter för Landstinget Dalarna, i fasta priser och MSEK

Den stora likviditetsbelastningen idag kommer från pensionsutbetalningarna tillhörande pensionsskulden i balansräkningen samt från den avgiftsbestämda delen av KAP-KL. Framgent förväntas båda dessa minska och det är istället A-KAPKL och pensionsutbetalningar hänförliga till balansräkningen som är de absolut mest krävande posterna

I Figur 6 visas utvecklingen på landstinget Dalarnas pensionsskuld.



Figur 6. Utveckling av landstinget Dalarnas pensionsskuld, i löpande priser och MSEK

Idag är pensionsskulden i ansvarsförbindelsen den största av de olika pensionsskulderna men redan inom 5 år förväntas pensionsskulden i balansräkningen överstiga denna. Nyintjänad framtida pensionsskuld förväntas överstiga dagens intjänade pensionsskuld år 2033. Pensionsskulden förväntas nå en topp runt 2040-2045, då pensionsutbetalningarna börjar överstiga finansiell kostnad och nyintjänande.

Prognosen för pensionskostnader, likviditetsbelastning samt utveckling av pensionsskuld beräknas genom att utgå från ett bestånd av anställda. Prognoserna i rapporten beräknas ej utifrån Landstinget Dalarnas specifika arbetande bestånd. Istället har ett likartat landstings siffror använts som sedan skalats in mot Landstinget Dalarnas specifika situation. Givet en sådan utveckling på löner som SKL prognostiserar så är detta dock en sannolik utveckling på dessa poster, så tillsvida Landstinget har kvar samma struktur på sitt arbetande bestånd.

4 Nya redovisningsprinciper

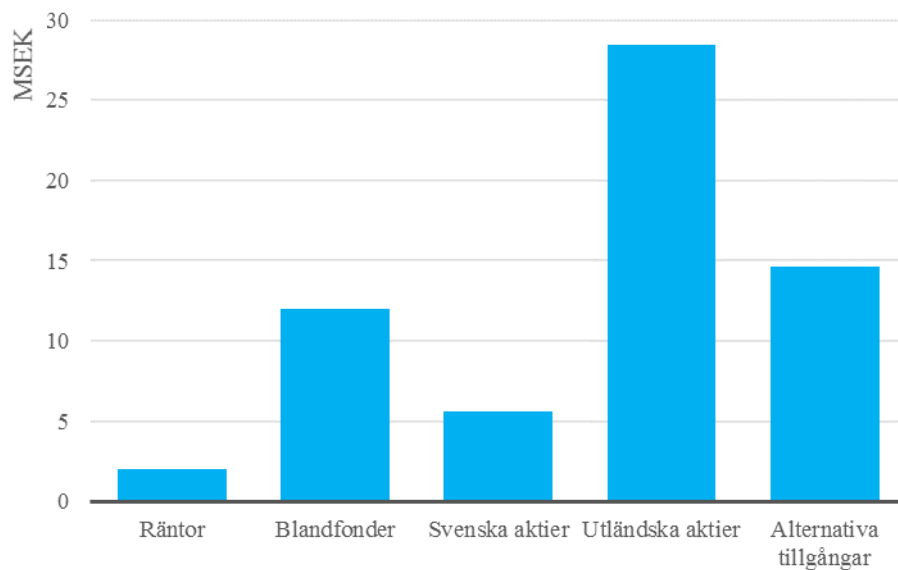
I maj 2018 beslutade riksdagen om den nya lagen rörande en ändamålsenlig kommunal redovisning och de två punkter som främst berör pensionsposter är följande:

4.1 Verkligt värde

Verkligt värde beslutades att införas, det vill säga att tillgångar som är till för att generera avkastning ska redovisas till marknadsvärde istället för till lägsta värdets princip. Förändringar på tillgångar som dessa ska löpande redovisas över det finansiella resultatet, men behöver ej återställas i balanskravet. Införandet av värdering enligt verkligt värde görs 2019-01-01 och eventuella ackumulerade orealiserade resultat ska redovisas direkt över eget kapital som en ändring av redovisningsprincip.

Per 2018-03-31 har Landstinget Dalarna ett marknadsvärde om ca 650 MSEK i pensionsportföljen och ett motsvarande bokfört belopp på 587 MSEK. Det innebär att givet att detta kvarhålls till 2019-01-01 fås en effekt över eget kapital om 63 MSEK, motsvarande 11% av de bokförda beloppen.

I Figur 7 visas det orealiserade resultatet per tillgångsslag



Figur 7. Orealiserat resultat per tillgångsslag (2018-03-31)

Att marknadsvärdera tillgångarna löpande gör resultatet mer volatilt. Det ger också en förväntad positiv resultateffekt jämfört med om tillgångsutvecklingen ej realiseras. Verkligt värde ger därför en mindre förutsägbarhet och kontroll på resultatet än nuvarande redovisningsprincip.

Trots att Landstinget Dalarna har en relativt liten andel placeringstillgångar av den totala balansomslutningen kan som synes i Figur 8 svängningarna få en stor effekt på resultatet i förhållande till skatteintäkt.

Placeringsstillgångar	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Marknadsvärde	650	671	697	726	759	795
Simulering avkastning	2018	2019	2020	2021	2022	
Förväntad avkastning	21	26	30	33	36	
5% bästa	137	151	164	169	186	
5% sämsta	-77	-77	-81	-77	-83	
Förväntad avkastning som andel av skatteintäkt	0,34%	0,42%	0,48%	0,53%	0,59%	
Medel absolutbelopp avvikelse	107	114	122	123	134	
Avvikelse som andel av skatteintäkt	1,73%	1,84%	1,98%	1,99%	2,17%	

Figur 8. Simulerad utveckling på placeringstillgångar

4.2 Fullfondering

Att redovisa pensionskulden intjänad före 1998 i balansräkningen istället för i ansvarsförbindelsen, eller enligt fullfonderingsmodellen, beslutades ej genomföras än. Motiveringen är att dess effekter på god ekonomisk hushållning ytterligare behöver utredas.

5 Tryggandealternativ för pensionsåtaganden

För kommuner och Landsting finns det främst fyra olika sätt att hantera sin pensionsskuld

5.1 Återlån med kommunal borgen

Landstinget lånar av sina nu och tidigare anställda. Lånet tas upp som en pensionsskuld i antingen balansräkningen eller ansvarsförbindelsen. Räntekostnaden för detta lån återlånas, vilket höjer pensionsskulden löpande. Detta görs med säkerheten i att landstinget är skattefinansierat och vid var tid har möjligheten att höja skatten för att täcka sina åtaganden.

5.2 Fondering i balansräkning

Genom att sätta av kapital i balansräkningen som via riktlinjer eller policys är knutna till pensioner kan landstinget finansiera exempelvis sina framtida pensionsutbetalningar. Kapitalet är i legal mening inte knutet till pensionskostnader såsom i fallet med pensionsstiftelse eller försäkring. Detta regleras istället i policydokumentet som styr syftet med kapitalet. Detta gör att kapitalet är mer flexibelt än i stiftelse- och försäkringsfallet och kan användas mer skräddarsytt för landstingets specifika situation. Å andra sidan gör att lösningen är mindre säker för pensionstagaren då kapitalet kan återtas av landstinget vid ett senare tillfälle och användas till andra delar av verksamheten.

5.3 Pensionsstiftelse

Landstinget har möjlighet att sätta av kapital i en pensionsstiftelse. Det innebär att landstinget sätter av kapital i en egen juridisk person med syfte att trygga pensionerna. Stiftelsen fungerar som en pant för landstingets åtagande och därför tillåts man att lyfta av pensionsskulden från redovisningen. Landstinget kan sedan hämta kapital från pensionsstiftelsen i form av gottgörelse så länge det finns enligt stadgarna berättigade pensionskostnader som motsvarar beloppet. I riskhänseende är det inte någon större skillnad på pensionsstiftelse och fondering i balansräkning. Den stora skillnaden ligger i redovisningen, administrationen samt att kapital i pensionsstiftelse belastas med avkastningsskatt.

Vid bildande av eller anslutande till pensionsstiftelse bör man också vara medveten om utmaningarna med att stänga ner en stiftelse. Dessa kan gås igenom djupare om så önskas, men behandlas inte vidare i denna rapport

5.4 Försäkring

Slutligen kan landstinget välja att försäkra hela eller delar av sin pensionsskuld. Det innebär att landstinget betalar en premie till ett försäkringsbolag för att de ska ta över åtagandet. Försäkringsbolaget förvaltar därefter kapitalet samt står risken för livslängd och kapitalets utveckling under garantinivån. Vid en positiv utveckling av försäkringskapitalet får landstinget ta del av överskottet när det tilldelas. Disponibelt överskott kan dock ej användas till annat än tjänstepensionskostnader i försäkringsbolaget

Landstinget Dalarna har idag fonderat kapital i balansräkningen, men mindre än 10% av det totala pensionsavtalet täcks genom denna, vilket gör att den huvudsakliga tryggandeformen som landstinget nyttjar är återlån med kommunal borgen.

6 Grundförutsättningar för Landstinget Dalarna

En stor ekonomisk utmaning för landstinget är kostnaden och likviditetsbehovet för pensioner till nuvarande och tidigare anställda. Landstinget har idag pensionslösningar som kan delas in i 3 kategorier:

- Förmånsbestämda pensioner i ansvarsförbindelsen
- Pensioner i KAP-KL
 - Förmånsbestämda pensioner i balansräkningen
 - Avgiftsbestämd pension på 4,5% av lön
- Avgiftsbestämda pensioner i AKAP-KL

De två första avser olika generationer där kostnader för pensioner enligt tidigare pensionsavtal inte fullt ut är hanterade och därmed innebär kostnader både idag och framöver. Samtidigt har landstinget kostnader för det pensionsåtagande som är hänförligt till delar av de individer som är anställda i landstinget idag (födda -86 och senare).

Utifrån långtidsprognoser baserade på SKL:s marknadsantaganden visas två konkreta ekonomiska utmaningar med pensionsåtagandet. Den första är att pensionskostnaderna de närmaste 30 åren förväntas fördubblas i reala termer. Att det blir så här är en effekt av de höga förväntade löneökningarna i SKL:s prognoser.

Den andra utmaningen ligger i att behovet av likviditet förväntas öka mycket kraftigt från början av 2040-talet. Under en 10-årsperiod accelererar utbetalningarna och den årliga likviditetsbelastningen hänförligt till landstingets pensionsåtagande från ca 1 000 Mkr per år till 1 350 Mkr per år.

Vi kan konstatera att detta är stora utmaningar för landstinget, men genom att börja agera långsiktigt redan idag ger den långa tidshorizonten landstinget möjlighet att hantera dem.

Lagstiftningen har sedan lång tid tillbaka gett kommuner och landsting möjligheten att slippa trygga de anställdas pensioner fullt ut i den stund de uppstår. I stället har det varit (och är) möjligt att förlita sig på skattekraften och att det därför kommer att kunna finnas pengar till detta i framtiden. Det innebär samtidigt att pensionskostnaden för dagens anställda har kunnat skjutas på framtiden, på framtida skattebetalare. Nästan alla kommuner och landsting har gjort detta, men i varierande omfattning.

I samhället i stort blir avgiftsbestämda pensionslösningar mer och mer vanligt, och AKAP-KL för individer födda 1986 och senare är ett typexempel på detta. Avgiftsbestämda lösningar har den fördelen att de finansieras samtidigt som de intjänas. I den privata sektorn är finansiering i form av försäkring eller pensionsstiftelse betydligt vanligare än i kommunal sektor, även för de förmånsbestämda lösningarna. Att säkerställa att det finns täckning för samtliga pensionsåtaganden är med andra ord det normala sättet att agera i samhället i stort, och den inriktning det senaste pensionsavtalet för kommunal sektor har.

Landstinget Dalarna har satt av medel till långsiktig kapitalförvaltning för att kunna möta landstingets framtida finansiella åtaganden, i första hand för pensionsändamål. Portföljens marknadsvärde uppgår i dagsläget till ca 800 Mkr. Samtidigt uppgår det totala pensionsåtagandet till ca 7 700 Mkr. Portföljen täcker därmed endast ca 10 % av pensionsåtagandet, vilket är långt ifrån tillräckligt.

7 Mål med kapitalförvaltning för att klara framtida utmaningar

För att nå en långsiktig hållbar lösning föreslår Söderberg & Partners att landstinget antar som mål för kapitalförvaltningen att den på sikt ska täcka hela pensionsåtagandet. Vi bedömer att det är realistiskt att uppnå detta mål till år 2040, dvs innan likviditetsbelastningen accelererar. För att uppnå detta mål krävs i huvudsak följande:

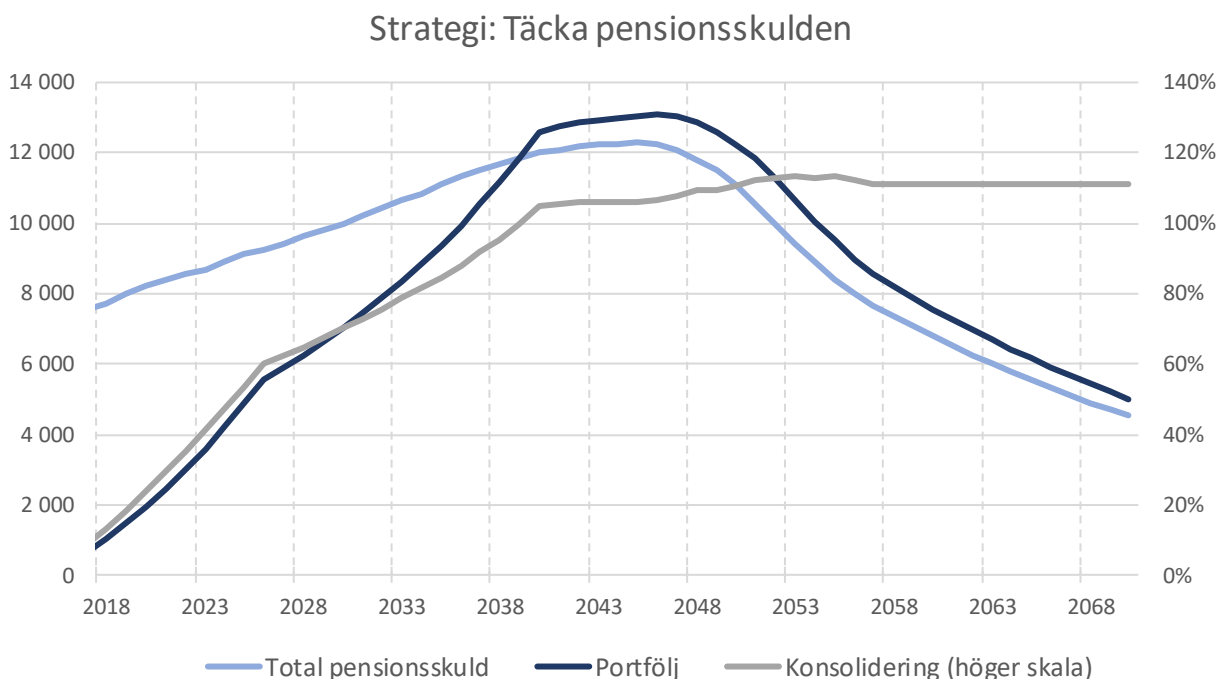
- 1) Landstinget behöver öka storleken på avsättningarna till pensionsmedelsförvaltningen väsentligt
- 2) Avkastningen på kapitalet behöver vara högre än idag

Att agera enligt förslaget ovan får två huvudsakliga konsekvenser för landstinget:

- Till att börja med säkerställer landstinget att det faktiskt finns tillgängliga likvida medel i framtiden för att klara av samtliga utbetalningar hänförliga till pensioner till tidigare anställda. Utan att det riskerar att tränga undan behov av likviditet för andra ändamål, som t.ex. större investeringar.
- Det ökade kapitalet i kombination med den relativt höga avkastningen om 6% innebär dessutom att avkastningen i kronor till fullo täcker hela den (idag) ofinansierade ökningen av pensionskostnaderna. Det innebär att landstinget allt annat lika inte kommer att behöva höja skatten i framtiden för att klara av denna utmaning.

Ovanstående målsättning skapar ekonomiska förutsättningar som ger handlingsfrihet och som inte belastar kommande generationer.

Figur 9. Utveckling av tillgångar i kapitalförvaltningen i relation till pensionsåtagandet med de föreslagna målen.



Med konsolidering i grafen ovan menas relationen mellan tillgångar och skulder (konsolidering = tillgångar / skulder). 100% konsolidering innebär alltså att tillgångarna i kapitalförvaltningen täcker hela pensionsskulden.

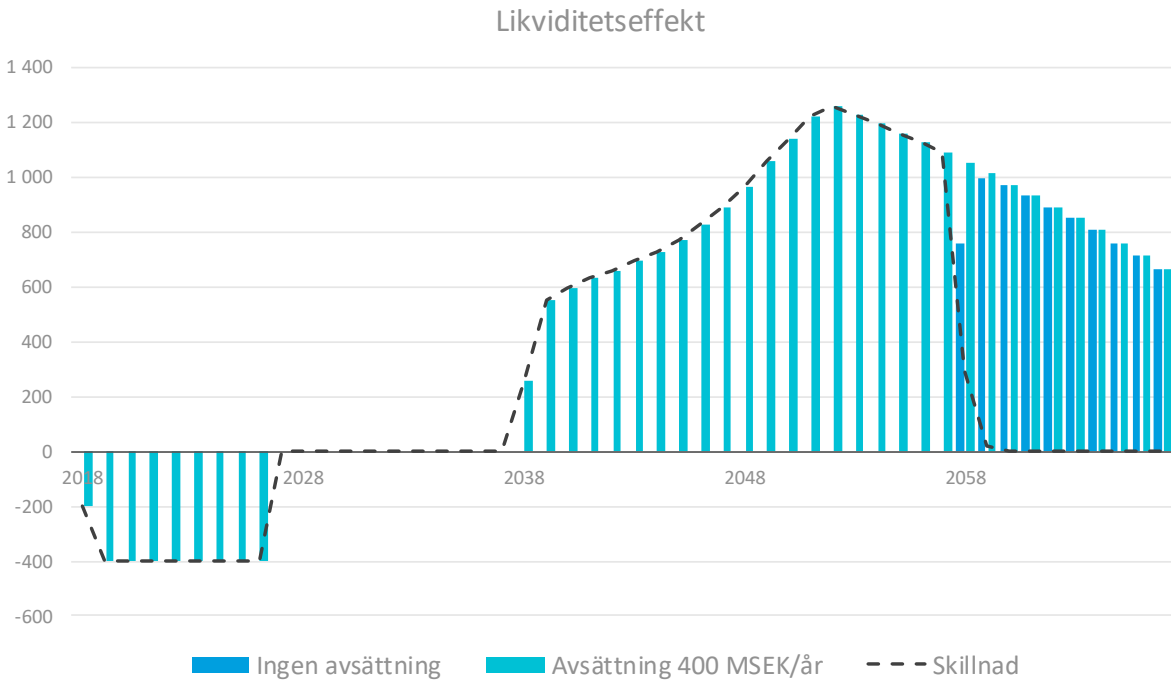
I ett läge där kapitalet i förvaltningen har ökat så pass mycket i värde att det överstiger den nivå som krävs för att täcka hela pensionsskulden kan ”överskottet” (överskott = tillgångar i kapitalförvaltningen - värde på pensionsskulden) användas för att göra uttag och täcka den likvidmässiga påfrestningen av pensionsåtagandet (se figur 10 nedan). Hela tiden behålls tillräckligt med kapital i förvaltningen för att helt täcka återstående pensionsskuld. Befintlig portfölj (ca 800 miljoner kronor) och föreslagna nyavsättningar om 3,4 miljarder gör tillsammans att landstinget skapar möjligheten att göra uttag på över 25 miljarder kronor under perioden 2040 till 2070. Möjligheten att göra avsättningar de närmaste åren ger alltså väldigt stor effekt på lång sikt. Under en 25-årsperiod från år 2040 kan landstinget ta ut ca 800 Mkr per år i genomsnitt.

Så pass stora avsättningar i kombination med en hög avkastning i procent gör att avkastningen i kronor, dvs bidraget till landstingets resultat, ökar kraftigt. Över så pass långa tidsperioder blir ränta-på-ränta-effekten avsevärd. Redan i slutet av år 2020 skulle kapitalet i förvaltningen ha ökat till ca 2 mdr och den förväntade avkastningen skulle detta år vara ca 100 Mkr. År 2025 skulle kapitalets storlek ha närmast sig 5 mdr och avkastningen förväntas vara ca 270 Mkr. Efter år 2040 förväntas kapitalet uppgå till över 12 mdr samtidigt som förväntad avkastning är drygt 750 Mkr/år.

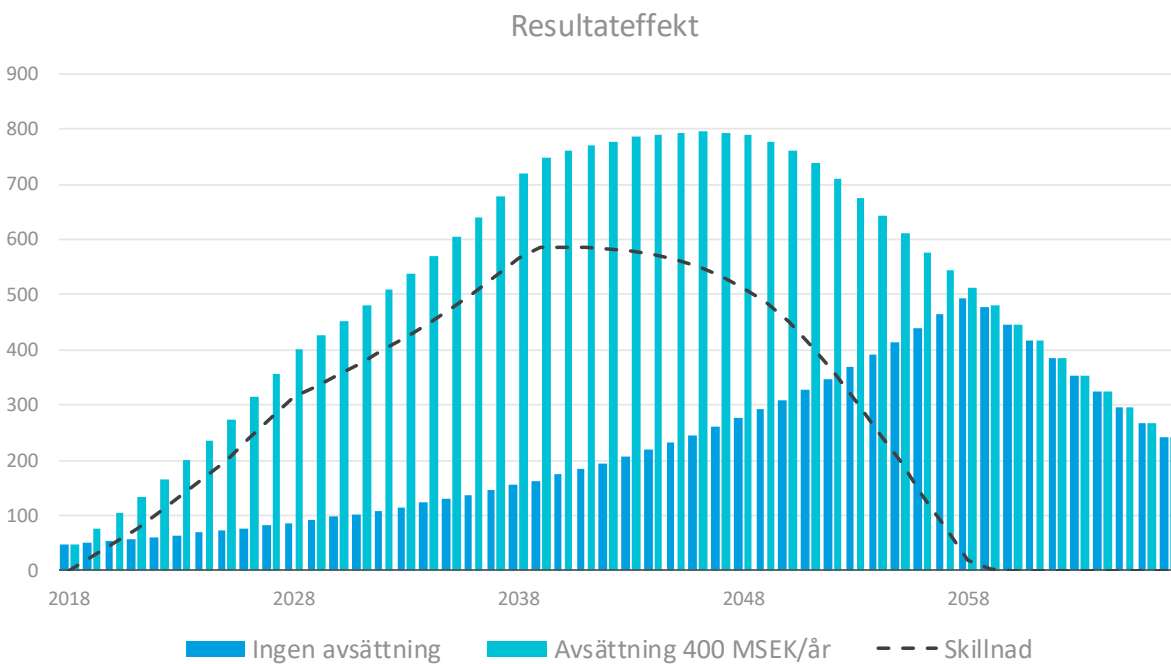
Givet att landstinget följer denna plan ökar även handlingsfriheten i framtiden avsevärt. Landstingets förutsättningar kommer högst troligt att förändras på 20-25 års sikt och det är svårt att nu ha någon uppfattning

om vilka utmaningar som kommer att vara störst då. Med en uppbyggd kapitalförvaltning på över 10 mdr kommer landstinget ha mycket bättre förutsättningar att dessa okända utmaningar.

Figur 10. Avsättningar och möjlighet till framtida uttag från förvaltningen givet den föreslagna strategin.



Figur 11. Jämförelse av resultateffekter givet den föreslagna strategin.



8 Utmaningar i valet av förvaltningsstrategi

Landstingets kapitalförvaltning har under lång tid genererat en god avkastning. Den befintliga strategin innebär att landstinget i normalläget har 50% av kapitalet placerat i aktier, 30% av kapitlet i räntor och 20% i alternativa tillgångar. Det har framför allt berott på en lång period av relativt god börsutveckling, men en bidragande orsak till den goda avkastningen har också varit en lång period av fallande räntor och under sådana förutsättningar ger räntebärande placeringar en relativt hög avkastning. Nu har räntorna fallit till nivåer som får betraktas som extremt låga ur ett historiskt perspektiv. Som en konsekvens av detta kommer avkastningen på räntebärande placeringar bli väsentligt lägre framåt än vad de varit tidigare. Den del av portföljen som placeras i räntebärande värdepapper förväntas avkasta som högst 1% per år under överskådlig tid framöver. Det finns alltså inte längre några ”säkra placeringar” som ger någon egentlig avkastning att tala om.

Givet rådande marknadsförutsättningar bedömer Söderberg & Partners att det är rimligt med en förväntad avkastning om ca 4,5% per år med dagens portfölj/strategi. Det är lägre än den avkastning landstinget haft historiskt, och även lägre än vad som krävs för att uppnå det långsiktiga mål som vi föreslår. Även med de nyavsättningar som föreslås skulle portföljens värde bara uppgå till ca 80% av pensionsskulden år 2040 när behovet av likviditet skjuter fart. Kapitalet räcker då inte till att möta dessa utbetalningar. Därutöver blir förväntad avkastningen i kronor betydligt lägre. År 2040 skulle förväntad avkastning vara ca 420 Mkr, i stället för ca 730 Mkr med 6% avkastning. Avkastningen skulle då inte alls räcka för att täcka de ökande pensionskostnaderna. Allt annat lika kommer det då att krävas skattehöjningar.

För att portföljen ska ge 6% förväntad årlig avkastning kommer landstinget att behöva placera en större del av kapitalet i aktier. Enligt Söderberg & Partners analys kommer det att krävas ca 75% aktier i normalläget. Om landstinget skulle behålla dagens typ av förvaltningsstrategi innebär det samtidigt en väsentligt högre risk. Något förenklat så kan dagens portfölj falla med som mest ca 20% i värde vid en ny rejäl börsnedgång (som IT-kraschen eller finanskrisen). Med 75% aktiefonder skulle portföljen kunna falla med ca 30% i värde givet nuvarande strategi.

Till att börja med kan vi konstatera att dagens portfölj/strategi redan har en relativt hög nedsidesrisk. Vår bedömning är att det är tveksamt om det är rimligt att öka risken ytterligare. Utmaningen i valet av förvaltningsstrategi ligger alltså i att hitta en strategi som ger tillräckligt hög avkastning (minst 6% per år) samtidigt som risken för stora värdefall inte blir allt för hög.

9 Förvaltningsstrategi och riskbegränsning

Det går att mäta finansiell risk på många sätt. Ett vanligt sätt är att mäta hur mycket marknadsvärdet varierar över tid, det uttrycks ofta som volatilitet/standardavvikelse i procent. Ett problem med detta sätt att mäta risk är att det i första hand fångar upp kortsiktiga svängningar i värde och inte vad som händer i portföljen vid en allvarlig finansiell kris. I långsiktig kapitalförvaltning tycker vi att det är mer relevant att definiera finansiell risk som hur mycket värdet på en portfölj som mest kan falla (i procent eller kronor) vid en finansiell kris/börskrasch. Det ger ett tydligt mått som är enkelt att relatera till. Detta sätt att mäta risk har varit utgångspunkten när vi testat olika strategier för Landstingets kapitalförvaltning.

Söderberg & Partners bedömer att det mest effektiva sättet att hantera den här typen av utmaning är genom en dynamisk allokeringsstrategi med fokus på just förlustrisken. Vi adderar en begränsning för hur mycket portföljens totala värde tillåts falla som mest. Den praktiska konsekvensen av detta blir att andelen aktier och räntor i portföljen kommer styras av risken i förhållande till denna begränsning. I stället för i huvudsak styras av förvaltarens marknadsbedömning. Genom att säkerställa att kapitalet skyddas från stora värdefall kan även en högre riskjusterad avkastning uppnås. Riskbegränsningen innebär att den som förvaltar kapitalet kan hålla en hög andel aktier i normalläget (goda börsår), men tvingas minska andelen aktier om portföljens värde faller allt för mycket. Söderberg & Partners föreslår följande restriktion i landstingets förvaltning (och finanspolicy):

- Andelen riskfyllda tillgångar ska löpande justeras så att portföljen som mest kan tappa 20% i värde i förhållande till portföljens högsta värde de senaste 24 månaderna (beräknat som värdet den sista dagen varje månad).

Den praktiska översättningen av denna restriktion är att det kan ses som en skyddsnivå som inte får understigas. Denna skyddsnivå är 20% av portföljens högsta värde. Låt oss ta en portfölj med 1 000 Mkr i initialt kapital som exempel. Om detta är det högsta värde portföljen har haft så blir skyddsnivån 80% av detta värde, dvs 800 Mkr. Restriktionen innebär att värdet på portföljen inte tillåts falla under detta värde. Skillnaden mellan portföljens aktuella värde och skyddsnivån utgör en riskbuffert som kan utnyttjas till att placera i aktier och generera avkastning.

I ovanstående exempel är riskbufferten 200 Mkr (20% av portföljens marknadsvärde). Baserat på risken i aktiemarknaden skulle det innebära att ca 75-80% av portföljens kapital kan placeras i aktier (i ert fall aktiefonder). Om portföljens marknadsvärde till nästa månad stiger med 25 Mkr, dvs till 1 025 Mkr, så höjs skyddsnivån till 80% av detta värde (820 Mkr). Eftersom portföljen ska skydda från att falla under denna nivå har stora delar stora delar av månadens värdeuppgång ”låsts in”. Detta görs successivt så länge portföljens värde stiger och ackumulerat blir denna värdesäkring väldigt stor sett över några år. Så länge portföljens värde fortsätter att stiga kan även aktieandelen om 75-80% behållas.

Om portföljens marknadsvärde i stället skulle falla 25 Mkr (till 975 Mkr) minskar riskbufferten till 175 Mkr. Detta eftersom skyddsnivån ligger kvar på 800 Mkr (80% av det högsta värdet, 1 000 Mkr). Eftersom portföljens värde närmat sig skyddsnivån kan andelen aktier i portföljen inte längre vara lika hög om det ska gå att vara säker på att värdet inte faller under skyddsnivån, snarare runt 66% aktier. Skulle portföljens marknadsvärde falla ytterligare 25 Mkr nästa månad minskar riskbufferten till 150 Mkr. Det skulle innebära att aktieandelen måste sänkas ytterligare för att säkerställa att värdet inte faller under skyddsnivån, till ca 56%. Skulle börserna fortsätta falla även nästa månad påverkar det portföljen mindre eftersom aktieandelen nu är betydligt lägre än den var initialt. Värdefallet bromsas upp. Låt oss säga att portföljens marknadsvärde nu faller 15 Mkr. Bufferten minskar till 135 Mkr, vilket leder till att andelen aktier återigen minskas, nu till ca 51%. På detta sätt minskas aktieandelen successivt i inledningen av ett större börsfall. Konsekvensen av att agera på detta sätt är att ju längre ett börsfall pågår desto mindre påverkar det portföljen. Som en grov tumregel kan man säga att efter ca 6 månaders fall har aktieandelen i portföljen minskats så mycket att fortsatta börsfall knappt påverkar portföljens värde längre. Eftersom större börsfall/krascher normalt pågår 1,5-2 år så undviker vi därför en stor del av börsfallen genom att agera på detta strukturerade sätt med riskhantering mot en skyddsnivå.

Den föreslagna strategin säkerställer att portföljens värde som mest kan falla 20%. Genom att aktivt bevaka risken är det alltså möjligt att i normalläget ha 75-80% aktier i portföljen. Det kan jämföras med en statisk förvaltning (en sitta-still-i-båten-strategi) där det endast är möjligt att ha ca 50% aktier för att inte riskera att portföljen faller mer än 20% vid en allvarlig finansiell kris. Aktiemarknaderna rör sig i huvudsak i stora cykler, som till stora delar samvarierar med konjunkturcykeln. Generellt sett innebär en sådan cykel att aktiemarknaden (i huvudsak) stiger under 4-8 år, för att sedan falla kraftigt under 1,5-2 år. Detta mönster har upprepats under minst de senaste 100 åren och vi har inte sett några tecken på att detta håller på att förändras, det har snarare förstärkts de senaste decennierna. Den föreslagna strategin innebär att landstinget kan hålla en hög andel aktier i portföljen under de 4-8 år som aktiemarknaden stiger, och därmed generera en hög avkastning. Samtidigt som aktieandelen kommer att vara låg under huvuddelen av de 1,5-2 åren då aktiemarknaderna faller kraftigt.

Under förutsättning att aktiemarknaderna fortsätter att i huvudsak röra sig i cykler kommer den föreslagna strategin ge en högre avkastning över tid jämfört med en ”statisk” strategi med samma risk. Enligt Söderberg & Partners beräkningar är det rimligt att förvänta sig drygt 6% årlig avkastning med denna strategi, dvs i nivå med vad som krävs för att uppnå de föreslagna målen för kapitalförvaltningen. Nedsidesrisken är precis densamma som med dagens förvaltning och betydligt lägre än vad risken skulle vara med en statisk strategi som har 6% förväntad avkastning (nedsidesrisk på 30%).

Mot bakgrund av den långa placeringshorisonten bedömer Söderberg & Partners att den föreslagna strategin innebär en rimlig avvägning mellan förväntad avkastning och risk. Samt att detta är det bästa sättet att uppnå de övergripande målen med kapitalförvaltningen.

10 Varför gör inte alla så här?

Om det nu är så mycket bättre att agera på det sätt som vi föreslår, varför gör i så fall inte alla det? I huvudsak handlar det om att det är ett lite mer komplext och resurskrävande sätt att jobba med förvaltningen.

Traditionellt sker kapitalförvaltning för ”mindre aktörer” (upp till några miljarder kronor under förvaltning) enligt några grundläggande principer.

- I någon form av placeringsreglemente (t.ex. en finanspolicy) bestäms inom vilka huvudsakliga ramar förvaltningen ska bedrivas. Hur mycket aktier och räntor det som mest och minst får vara, m.m.
- Sedan ges en förvaltare (en person, tjänsteman eller en extern förvaltare) i uppdrag att utföra förvaltningen inom dessa ramar.
- Det sker på ett av två olika sett.
 1. Antingen håller sig förvaltaren i huvudsak till ”normalportföljen” i placeringsreglementet. Det är vanligast om förvaltaren är en tjänsteman.
 2. Eller så agerar förvaltaren utifrån sin bedömning om hur denne tror att aktie- och räntemarknaden ska utvecklas och förändrar andelen aktier och räntor inom ramen för placeringsreglementet. Detta är vanligast om uppdraget ges till en extern förvaltare, t.ex. en bank.

Ovanstående upplägg är relativt enkelt att utföra men utfallet kan variera kraftigt beroende förvaltarens skicklighet jämfört med övriga förvaltare i marknaden. Och beroende på tur och tajming.

Eftersom de ”mindre förvaltarna” är betydligt fler till antalet är det lätt att tro att detta sätt att förvalta kapital är normen. De flesta större kapitalförvaltare arbetar däremot med strategier som i grunden liknar den strategi som Söderberg & Partners föreslår för landstinget. Fördelningen mellan aktier (riskfyllda tillgångar) och räntor (säkra tillgångar) förändras löpande i syfte att säkerställa att risken inte blir för hög att förvaltningens mål inte uppnås. Ett typexempel på detta är försäkringsbolagen. De har ett åtagande mot sina försäkringstagare som de behöver garantera. För detta syfte har de satt av kapital (inbetalda försäkringspremier) som förvaltas av försäkringsbolaget. Kapitalet förvaltas på ett sätt som säkerställer att åtagandet mot kunderna kan infrias. Det innebär att andelen aktier minskas om portföljens värde faller och riskbufferten minskar. Av det totala kapitalet som förvaltas i Sverige så hanteras mer än hälften på liknande sätt. Men oftast på ett mer komplicerat sätt än vad den föreslagna strategin för landstinget innebär.

Att förvalta kapital på det föreslagna sättet är lite mer resurskrävande än ”traditionell” förvaltning (som det förvaltningsupplägg landstinget har idag). Men samtliga stora förvaltare/banker har kapacitet att bedriva förvaltningen på detta sätt. Söderberg & Partners har ett stort antal förvaltningsuppdrag som bedrivs enligt liknande strategier. Vi har även sedan många år uppdrag som rådgivare för många kommuner, landsting och andra institutioner där förvaltningen bedrivs med en riskbegränsning som utgår från hur mycket en portföljs värde maximalt tillåts falla.

Tanken med strategin är att i ett normalläge ha så mycket aktier som möjligt för att maximera avkastningen, men att vara beredda att minska aktieandelen kraftigt vid behov för att skydda kapitalet. Att arbeta på det här sättet ställer högre krav på riskuppföljning i kapitalförvaltningen, i synnerhet i kombination med ett högt avkastningsmål. En förvaltare kan därmed inte på ett ansvarslost sätt öka risken (andelen aktier) utan behöver ta hänsyn till att skydda upparbetat kapital, och måste samtidigt arbeta aktivt för att uppnå det höga avkastningsmålet. En avvägning mellan risk och avkastning måste göras, och en löpande och aktiv riskuppföljning behöver ske för att säkerställa att löftet om maximal nedsida hålls.

11 Vilka större förändringar krävs för att anpassa Landstingets finanspolicy/placeringsdirektiv till den föreslagna förvaltningsstrategin

Den största förändringen som ett byte av strategi skulle innebära är förändringar i placeringsriktlinjerna. De huvudsakliga förändringarna i policyn är:

1. Formulera målet för kapitalförvaltningen till att den på sikt ska täcka hela pensionsåtagandet. Därutöver ska avkastningen användas för att möta ökade kostnader för pensioner och på sikt ska kapitalet även användas för att likviditetsmässigt täcka utbetalningar hänförliga till pensioner.
2. Införande av en riskbegränsning som innebär att portföljens värde tillåts falla maximalt 20% från dess högsta värde de senaste 24 månaderna. Detta är en viktig förutsättning för att ni ska kunna ha en väsentligt högre andel aktier i normalläget, och erhålla en högre avkastning.
3. Den nya strategin kräver bredare intervall för hur stor del av portföljen som får placeras i respektive tillgångsslag. Den högsta tillåtna andelen aktier skulle behöva ökas från 60% till 80%.

Utöver den högre normalandelen och maximala andelen aktier föreslår vi även att kapitalet normalt sett inte placeras i alternativa tillgångsslag. Söderberg & Partners bedömer att det effektivaste sättet att uppnå en hög totalavkastning är att maximera andelen aktier givet den övergripande riskbegränsningen. Resterande kapital bör placeras med låg risk (= räntor) och med hög likviditet. Att placera i t.ex. hedgefonder eller mer riskfyllda räntefonder innebär en ökad risk som därmed tar en del av det totala riskutrymmet i anspråk och därmed minskar andelen som kan placeras i aktier.