



OSLO PENSJONSFORSIKRING

# Beste praksis porteføljeforvaltning og likviditetsrisiko

Forvaltning av langsiktige pensjonsforpliktelser

Finansnæringens hus, 18. oktober 2022

Lars Haram, Investeringsdirektør OPF

# Spennende år å diskutere beste praksis på...

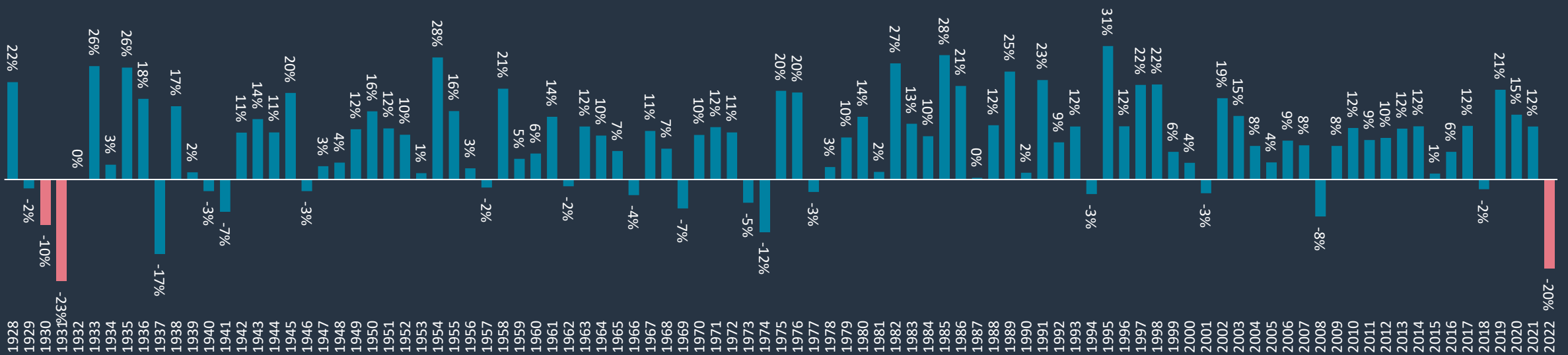


Her var det like ille

Her ble mor født

Her ble jeg født

Her er vi nå



\* 50 % S&P 500 og 50 % US 10Y Treasury (total nominell avkastning).

Kilde: Compund Advisors & Dimson, Marsh & Staunton



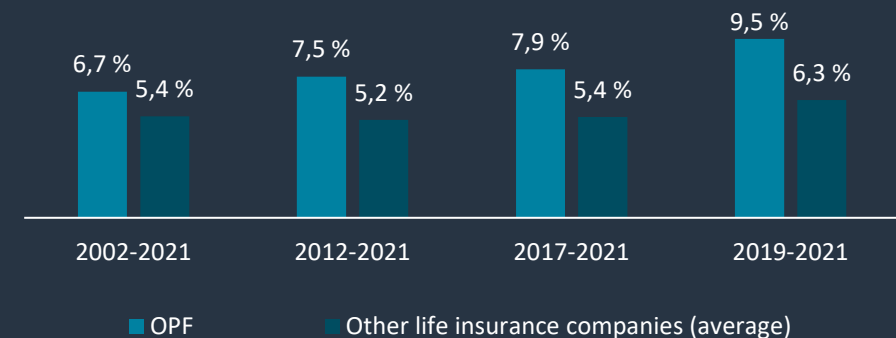
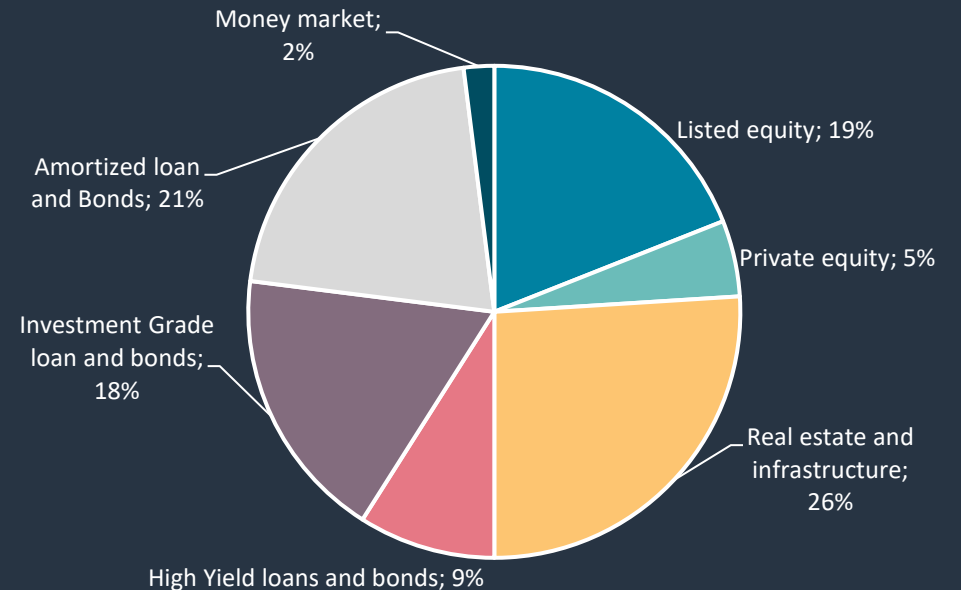
**Utgangspunktet er selvsagt avgjørende**



# OPF – Et norsk livsforsikringselskap

- Etablert i 1902 og eid av Oslo Kommune
- 125 milliarder i forvaltningskapital
- Tilbyr offentlig ytelsepensjon til ansatte i Oslo Kommune og selskaper som Sporveien, Ruter og Universitetssykehuset
- En av Europas mest solide livsforsikringselskap med over 400 prosent i solvensmargin

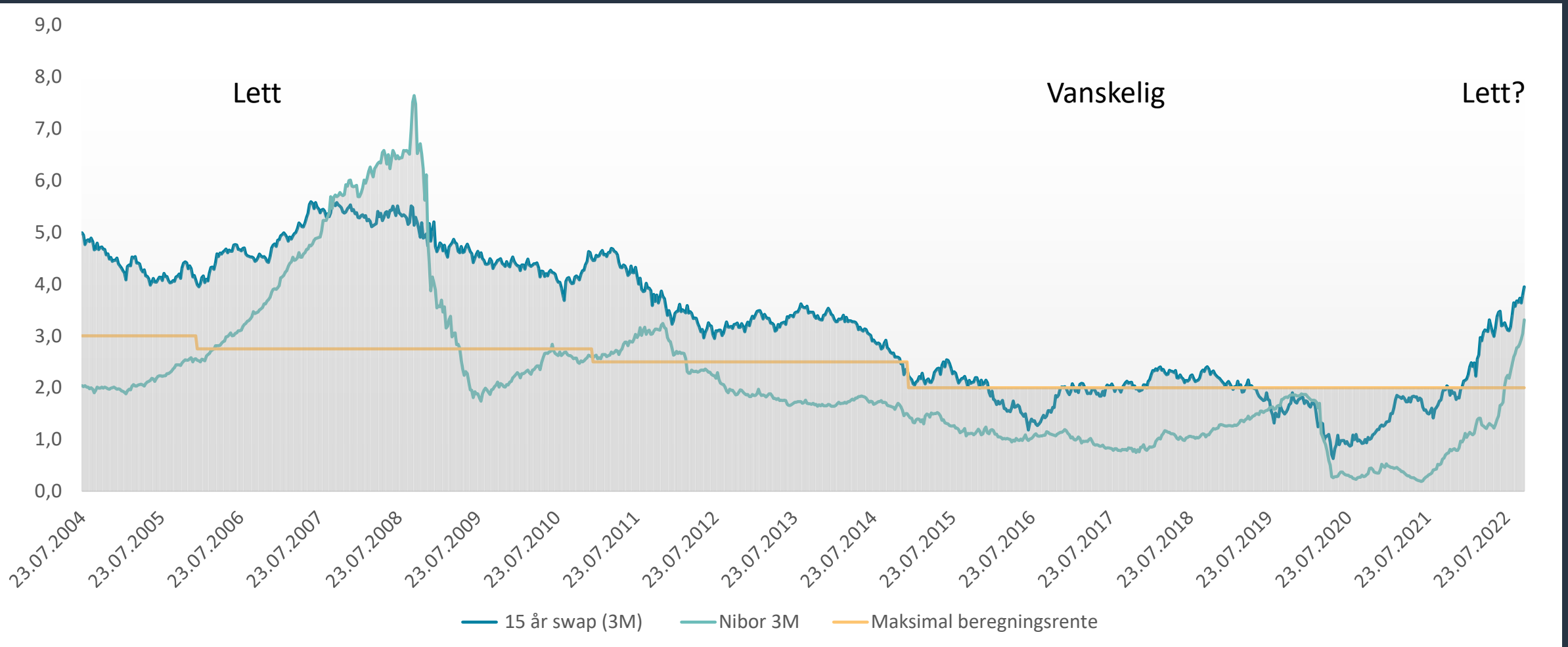
Allokering (Q2 2022) og historikk





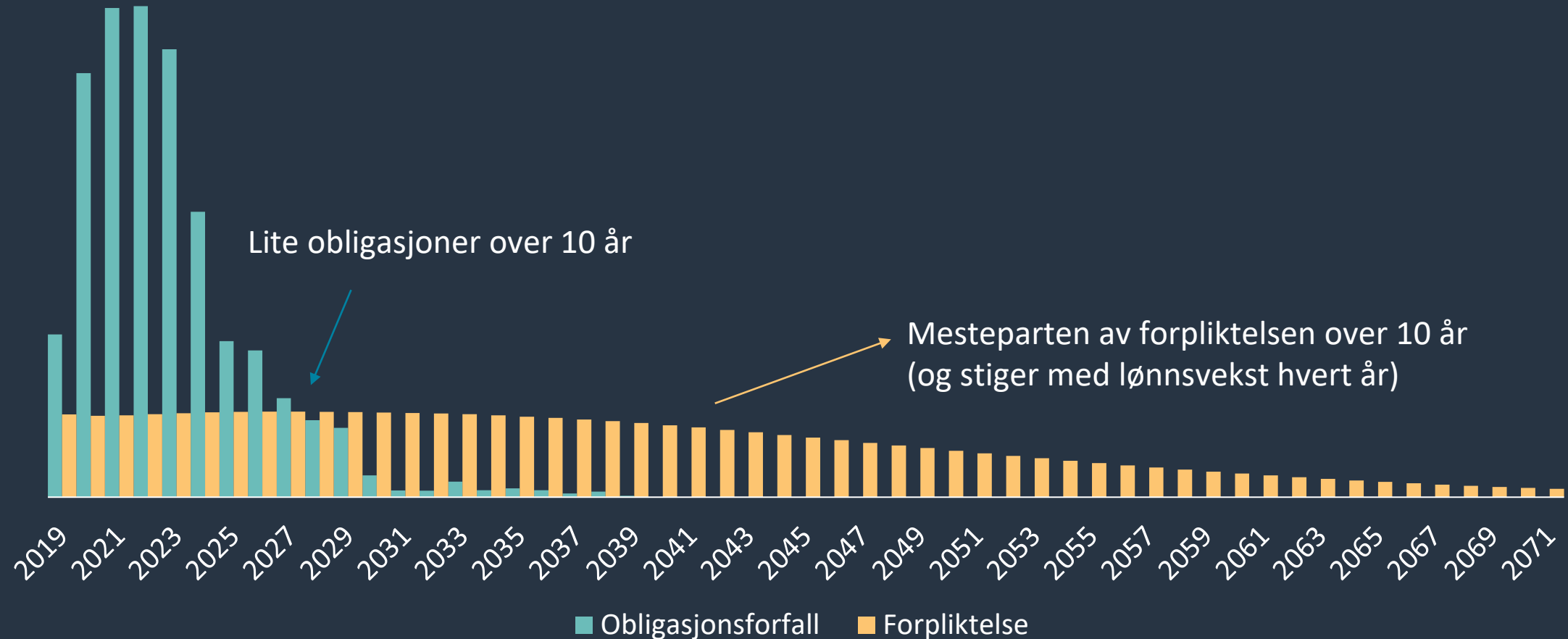
# Ytelsespensjon 101:

Vi garanterer at avkastningen er over den gule linja hvert år





# Nå som rentene er over linja, da er vel problemet over ?



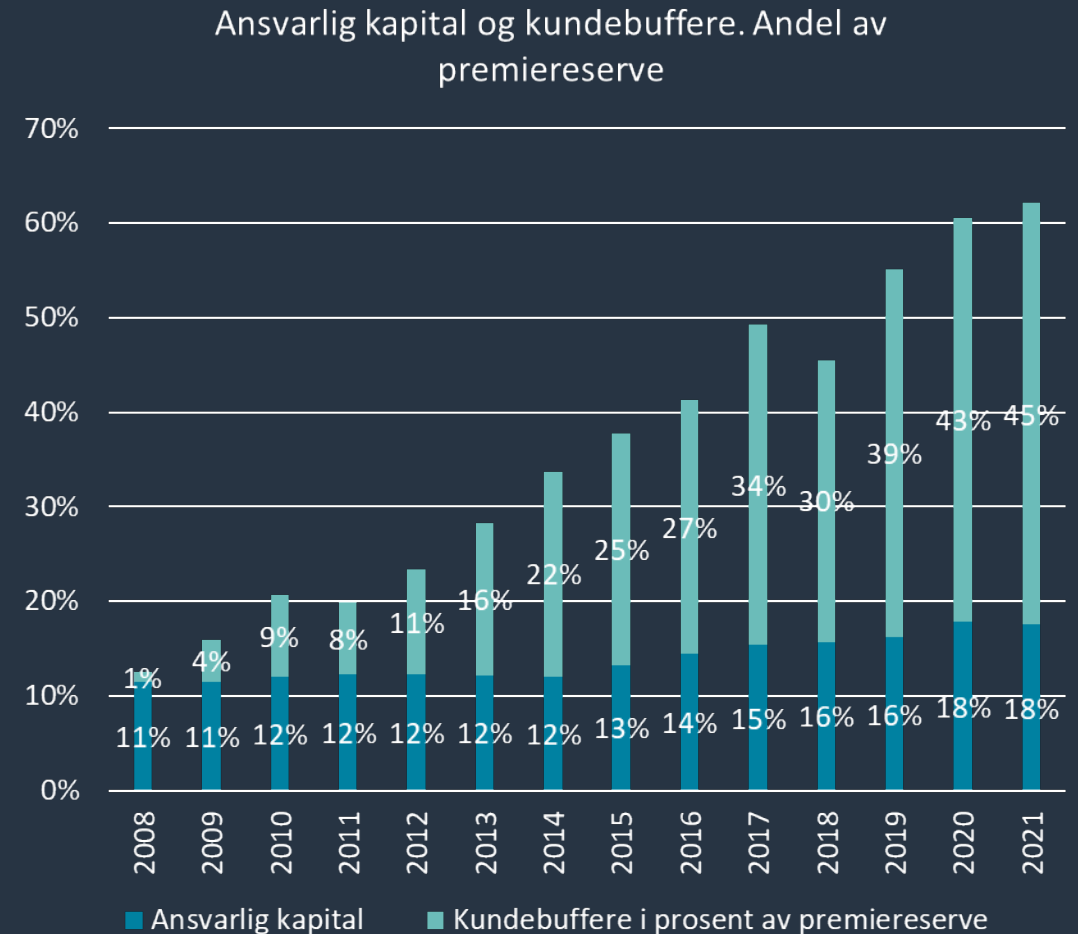
Kilde: Stamdata og beregnet eksempel av OPF. Høyde på søylene er basert på %-vis forfall per år.



# OPFs utgangspunkt:

## Vi må minimere motsetningene mellom målene over tid

- **Prising:** Rentegarantipremien prises markedsconsistent
  - Benytter Solvens 2 til prising
  - Gir lav renterisiko i forpliktelsen
- **Buffer:** Vi har bygget svært mye buffer for å unngå motsetning mellom årlig garanti og lang forpliktelse
- **Realavkastning:** Vi må prøve å få langsiktig realavkastning i porteføljen for å unngå utvanning fra lønnsvekst



# Ulike forvaltningsmodeller passer ulike utgangspunkt og mål



Forvaltningsmodell bør tilpasset utgangspunktet for forvaltningen og har enorm innvirkning på hvordan vi investerer. Listen under viser tre alternativer vi har diskutert for OPF:



## Forpliktelsesdrevet modell

«Minimer risiko mot forpliktelse»



## Referanseindeks modell

«Minimer kostnad gitt indeks»



## Alternativ kost modell

«Maksimer avkastning gitt risikonivå»



OPF





# Investeringsprosess

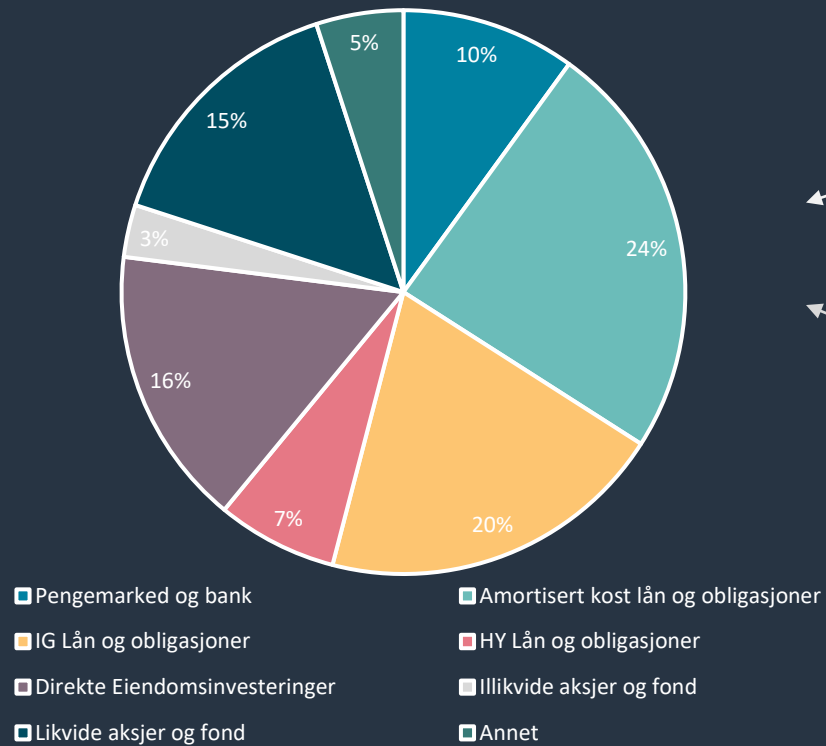


# Vår prosess for å finne den beste porteføljesammensetningen og de beste investeringene

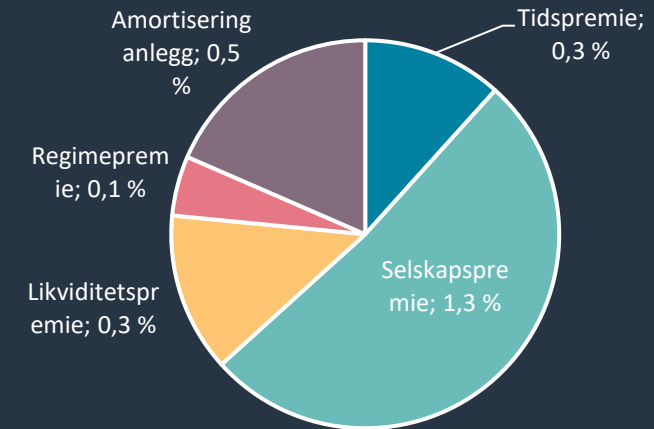


# Bruk av konsistente forutsetninger: Vi bruker en kalibrert faktormodell

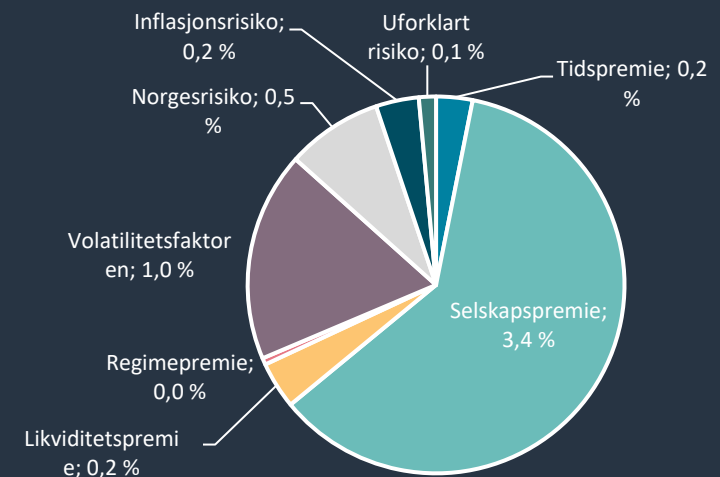
Allokering per aktivaklasse



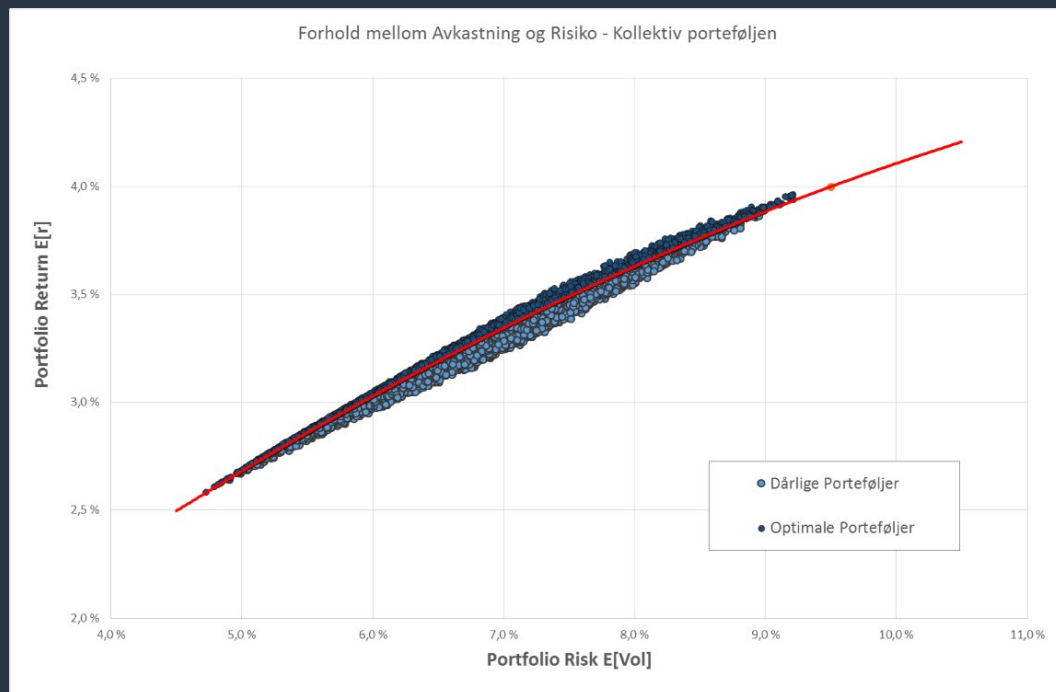
Bidrag til avkastning fra ulike premier og faktorer



Bidrag til volatilitet fra ulike premier og faktorer



# Kombinasjon av kvantitativ og kvalitativ vurdering



Krav	Spørsmål
Kvalitet i forvaltning /Forsvarlighet	Har vi kompetanse?
ESG	Kan vi redusere uønsket risiko ?
Risikostyrbarhet	Kan vi justere posisjonen?
Kostnad av reallokering	Hva er marginalkosten av endring?
Likviditet	Får vi tilstrekkelig betalt for likviditet?
Markeds-begrensninger	Er det markedsbegrensninger ?
Regnskap og skatt	Kan vi verdivurdere, og taper vi skatt?
Overvåkning	Kan vi rapportere og følge opp?



# Likviditetsstyring

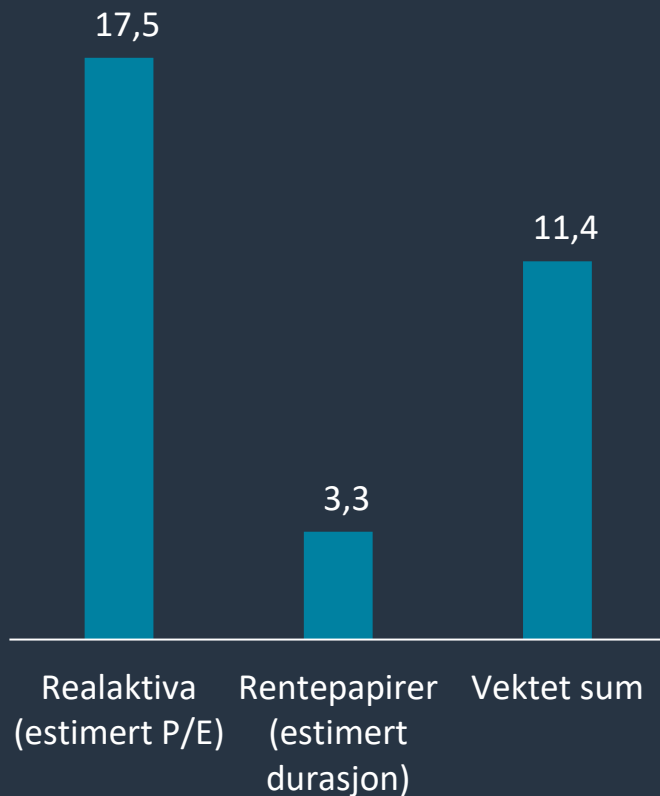
*«The illusion that we understand the past fosters overconfidence in our ability to predict the future»*

- Daniel Kahneman

# Kostnaden av å ikke kunne tilpasse raskt kan være stor



Potensielt tap ved 1-prosent  
økning i realrenter i 2022



- Vi har en tendens til å ekstrapolere dagens nyhetsbilde
- Og, vi har en tendens til å finne kausalitet i korrelasjon

→ Vi baserer risikostyring på utfallsrom, ikke enkelte scenario

→ Vi er opptatt av at likviditetspremien

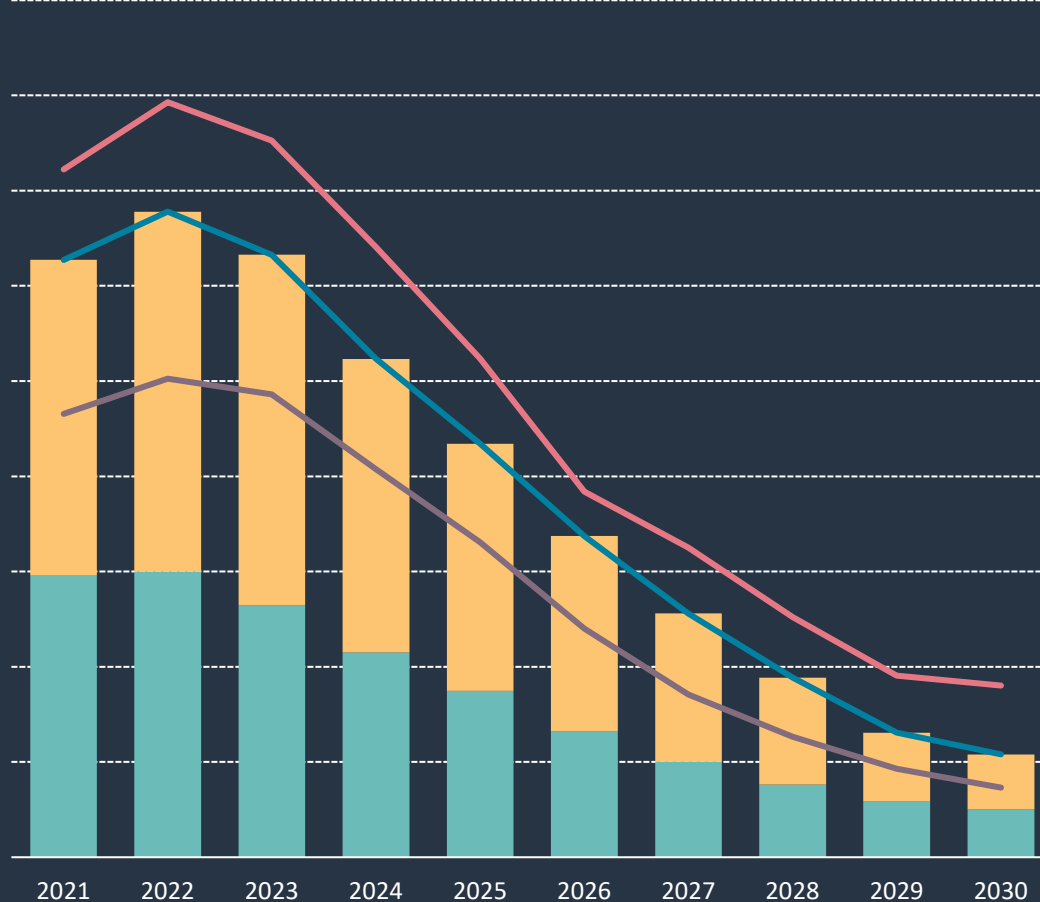
→ Vi unngår mekaniske rebalanseringsstrategier (ie CPPI)

*Fra analyse i Investeringsstrategien i 2021*

# Langsiktig likviditetsplanlegging



Eksempel: Langsiktig forfallsprofil i lukkede fond

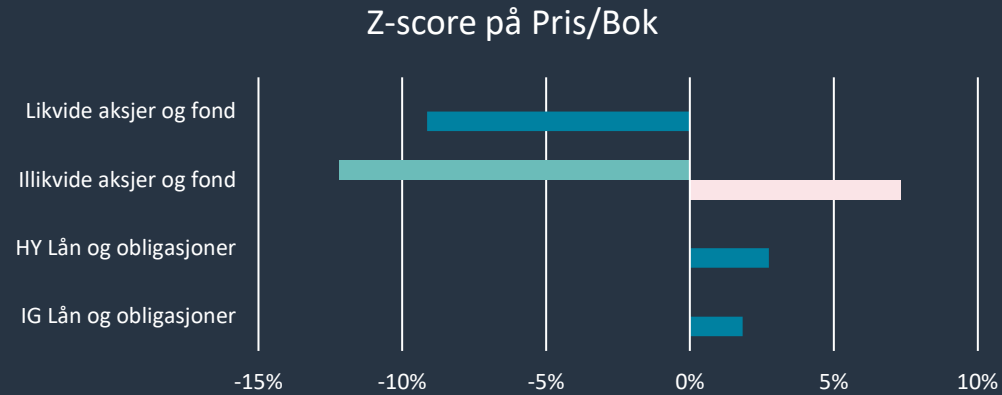


- Vi har om lag 20 milliarder i årlige kontantstrømmer
- Vi planlegger likviditeten opptil 10 år frem på grunn av forfall i anlegg og illikvide fond
- Vi gjør aktuarielle beregninger rundt vekst i forpliktelse og innskudd fra kunder

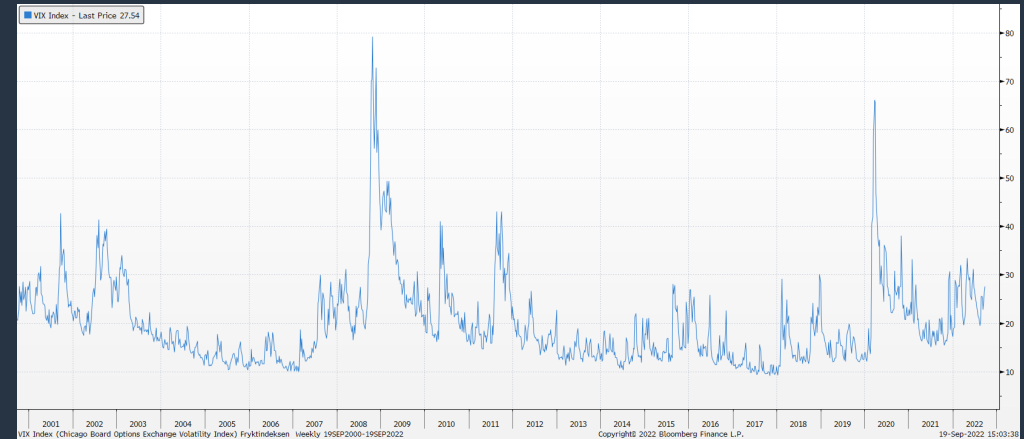


# Opportunity Cost - Likviditet som investering

## Relativ prising og fundamental analyse



## Markedsprising av likviditet



## Kapasitet for reallokering

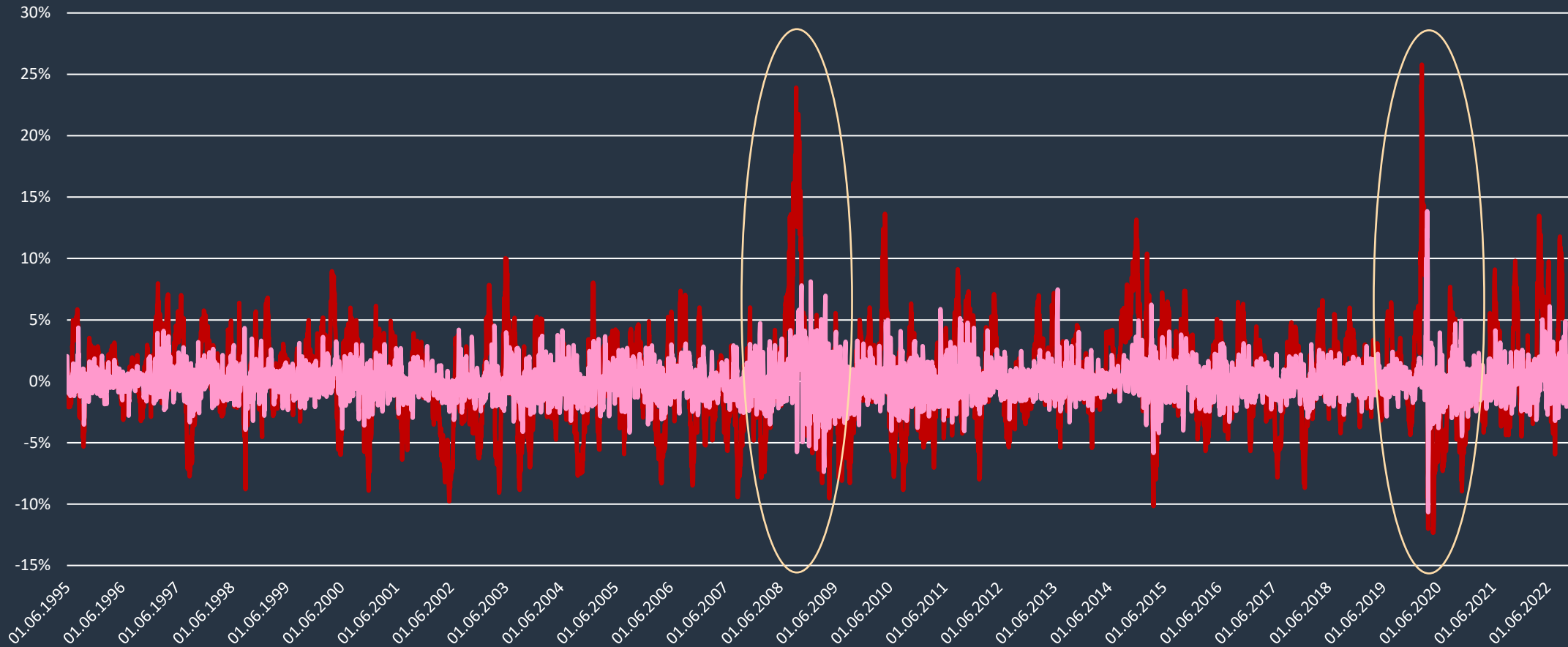
## Rammekontroll & sikkerhetsstillelse



# Valutasikring er største kilde til likviditetsbehov (og Norge er et annerledesland)



USDNOK: 5 & 30-dagers rullerende endring i kursen

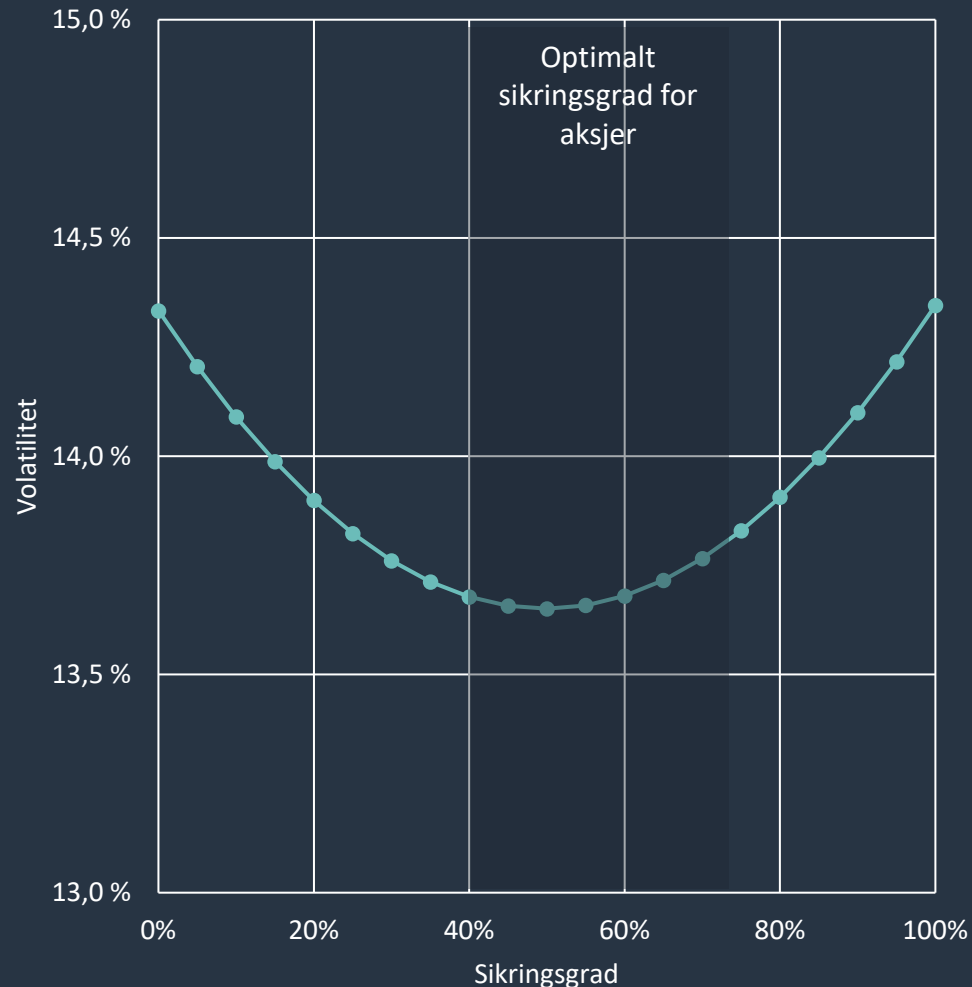




# Likviditetskrav fra sikringsaktivitet

## - Maksimere sharpe i valutasikring bedrer likviditeten

Volatilitet og sikringsgrad for globale aksjer fra 1996 til nå.



### Bakgrunn

Valutasikringsgraden påvirker ikke forventet avkastning, men det påvirker risiko. Valg av sikringsgrad bør balansere behovet for valutasikring opp mot ulike risikoer som oppstår ved sikring.

### Rasjonale for å endre

De tre viktigste grunnene til at vi har redusert sikringsgraden er:

1. Det reduserer potensielle likviditetseffekter ved markedsfall
2. Med høy andel globale aksjer vil det gi bedre risikojustert avkastning
3. Valutasikring av illikvide aksjer og fond er lite treffsikkert og potensielt misvisende

### Gradvis nedtrapping

Grunnet svak krone (evt sterk dollar) så vil vi avvente

# Risikohåndtering i operasjonalisering av likviditetsrisiko



Formål	Kun bruk av derivater som effektiviserer forvaltning eller reduserer risiko	Vi har ikke nakne short-posisjoner Vi kan for eksempel benytte EURUSD opsjoner for å bedre valutasikringseffekten av selskaper med bred omsetning i flere valuta.
Format	Børsnoterte derivater hvis mulig	For valuta og norske rentederivater er det fortsatt mye OTC (inntil 2023). For aksjederivater brukes kun børsnoterte.
Forfall	Flere forfallstidspunkt	Vi unngår store forfall i derivater nært på hverandre for å redusere risikoen for å måtte selge mye verdipapirer på en gang for å dekke tap
Motparter	Kvalifiserte motparter med CSA avtale	Vi har fremforhandlet CSA avtaler med tydelig beskrivelse av papirer som kan stilles som siukkerhet. Vi har også fullmakt til å inngå repo-avtaler med forhåndsbestemte haircuts.
Basisrisiko	Overvåke og minimere basisrisiko løpende	Unngå proxy-hedge der det er mulig Følge opp brutto-eksponering, gamma og andre nøkkeltall
Stresstester	Stresstester med fete haler	Normal statistisk analyse fungerer dårlig for å beskrive fordeling i halene. Vi antar derfor at fordeling og korrelasjoner bryter sammen i ekstreme tilfeller. Vi stresstester under antagelse av at derivatposisjoner løper til forfall under stress (Hjertestans-klausul)
Eksponering	Sikrer ikke alle valutapar, kun de største	NOK er en liten valuta som svekker seg i stressede marked. Det er samme egenskaper som mange fremvoksende økonomier. Disse sikrer vi typisk ikke
Gap risiko	Beredskapsplan for uventet bevegelse	Vi har egen beredskapsplan for likviditet dersom vi nærmer oss full rammeutnyttelse.