



Of mikið af hinu góða?

Nokkrir fletir á vexti íslenska
lífeyriskerfisins

Gylfi Magnússon



HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD



Sjóðsöfnun

Hefur marga kosti – en:

- Leysir ekki þann lýðfræðilega vanda að hlutfallslega fáir verða á vinnumarkaði.
- Gerir mikla kröfu til verðbréfamarkaða, getur jafnvel leitt til lágra vaxta og verðbólgu á eignamarkaði.
- Býr til verulega áhættu í viðskiptum milli kynslóða, jafnvel vegna innlendra eigna. (Sveiflur í fjármálakerfinu miklu meiri en í raunhagkerfinu).
- Erlendar fjárfestingar geta að auki búið til sveiflur í raungengi og þ.a.l. kaupmætti.
- Þá er ávöxtun mjög misgóð milli sjóða (og lýðfræðilegar breytur líka) sem leiðir til misgóðra réttinda sjóðfélaga.
- Lítið myntsvæði flækir málið.





Sjóðsöfnun: Aðrir veikleikar

- Að auki (en þessu ótengt) er miðað við of bjartsýnar lýðfræðilegar forsendur í tryggingafræðilegu mati, þ.e. núverandi lífs- og örorkulíkur, ekki væntar framtíðarlíkur. Þýðir m.a. að lífeyrir er nú of hár.
- Sjóðunum er ekki skipt eftir aldri, þótt áhættuþol sjóðsfélaga sé mjög mismunandi eftir aldri, þ.e. lítið hjá þeim elstu en mikið hjá þeim yngstu. Þeir yngstu geta staðið af sér sveiflur, þ.e. beðið eftir að þær jafnist út eða jafnvel aukið sparnað á móti þeim. Það geta þeir elstu ekki.
- Stefnir í að í einhverjum tilfellum aukist ráðstöfunartekjur fólks þegar það fer á eftirlaun (m.v. góða ávöxtun og fullt framlag í séreignarlífeyrissjóð).
- Yfirburðastaða lífeyrissjóða á íslenskum hlutabréfamarkaði áskorun fyrir samkeppni og stjórnun fyrirtækjanna sem þeir eiga að verulegu leyti (í raun þó ekki séríslenskt vandamál, í nágrannalöndunum eru stór sjóðastjórnunarfyrtæki í svipaðri stöðu).





Mikill vöxtur

- Innlendar eignir íslenskra lífeyrissjóða eru um þessar mundir metnar á um 2.930 milljarðar króna eða sem samsvarar um 114% af áætlaðri landsframleiðslu ársins.
- Þetta hlutfall er nú nær tvöfalt hærra en það var fyrir 20 árum, þrátt fyrir að um það leyti hafi sjóðirnir tekið af alvöru að fjárfesta í erlendum eignum, til viðbótar við þær innlendu.
- Erlendar eignir sjóðanna samsvara nú um 36% af vergri landsframleiðslu en voru rétt rúmt 1% fyrir 20 árum.
- Samanlagðar eignir sjóðanna samsvara því um 150% af vergri landsframleiðslu.





Enn meiri vöxtur framundan

- Sjóðirnir verða því sífelld umsvifameiri í hlutfalli við stærð hagkerfisins.
- Ef svo fer sem horfir ættu þeir að vera meira en tvöfalt stærri en nú, í hlutfalli við vergra landsframleiðslu, eftir 40 ár, með eignir sem samsvara þá meira en þrefaldri landsframleiðslu.
- Það er tvisvar sinnum hærra hlutfall en þekkist í nokkru landi núna. Raunar er íslenska kerfið með þeim allra stærstu í heimi nú þegar, sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.





Enn meiri vöxtur framundan

- Skoðum bara eina sviðsmynd til einföldunar (fleiri skoðaðar í skýrslu nefndar í fyrra):

Lífeyrissjóðir fjárfesta í erlendum eignum fyrir öll hrein iðgjöld meðan þau eru jákvæð.

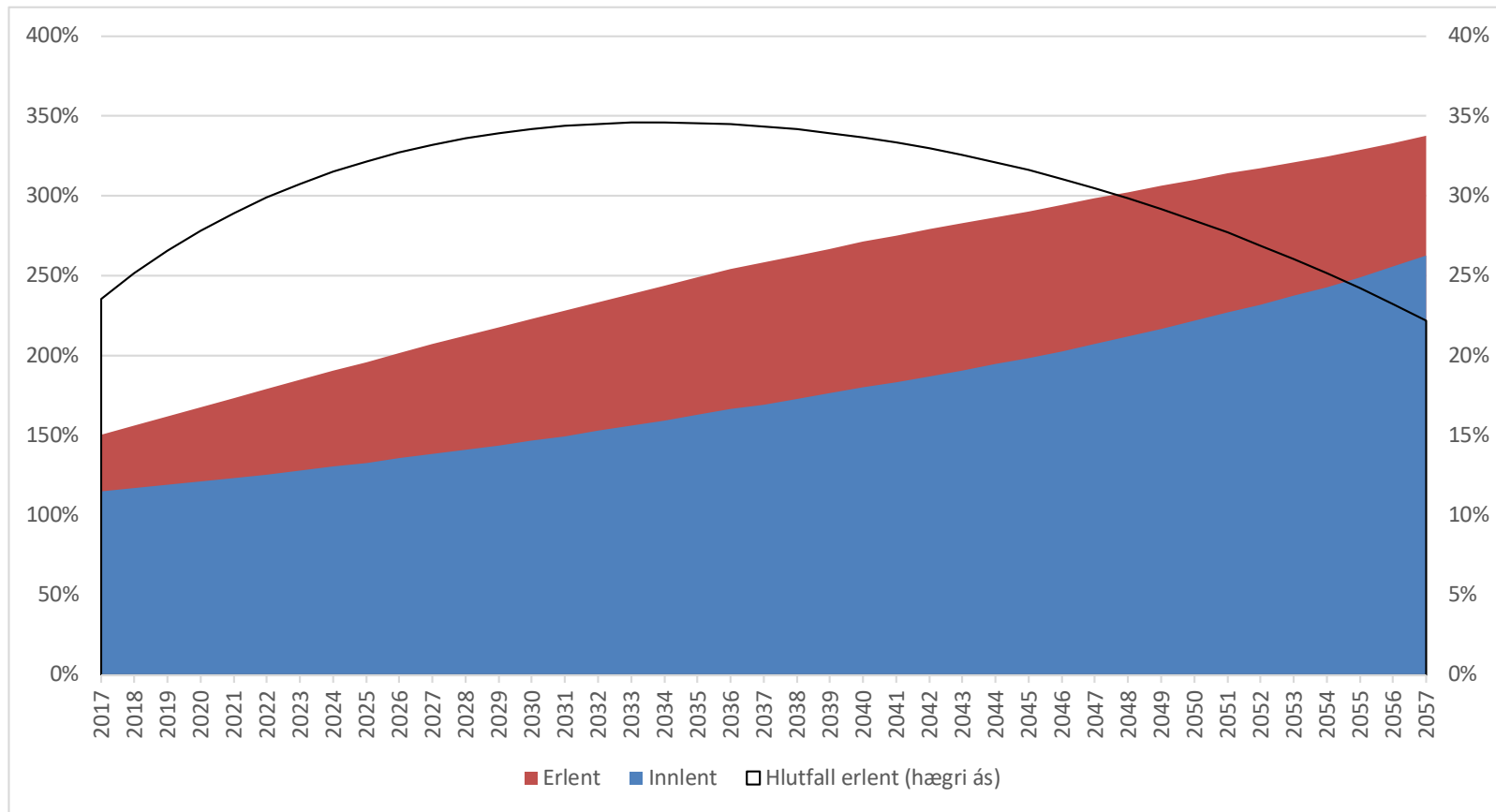
Eftir að hrein iðgjöld verða neikvæð færa þeir heim fé til að greiða lífeyri sem er umfram iðgjöld með sölu erlendra eigna eða arði af þeim.

Gert er ráð fyrir að 3,5% raunávöxtun náist.





Sviðsmynd 1



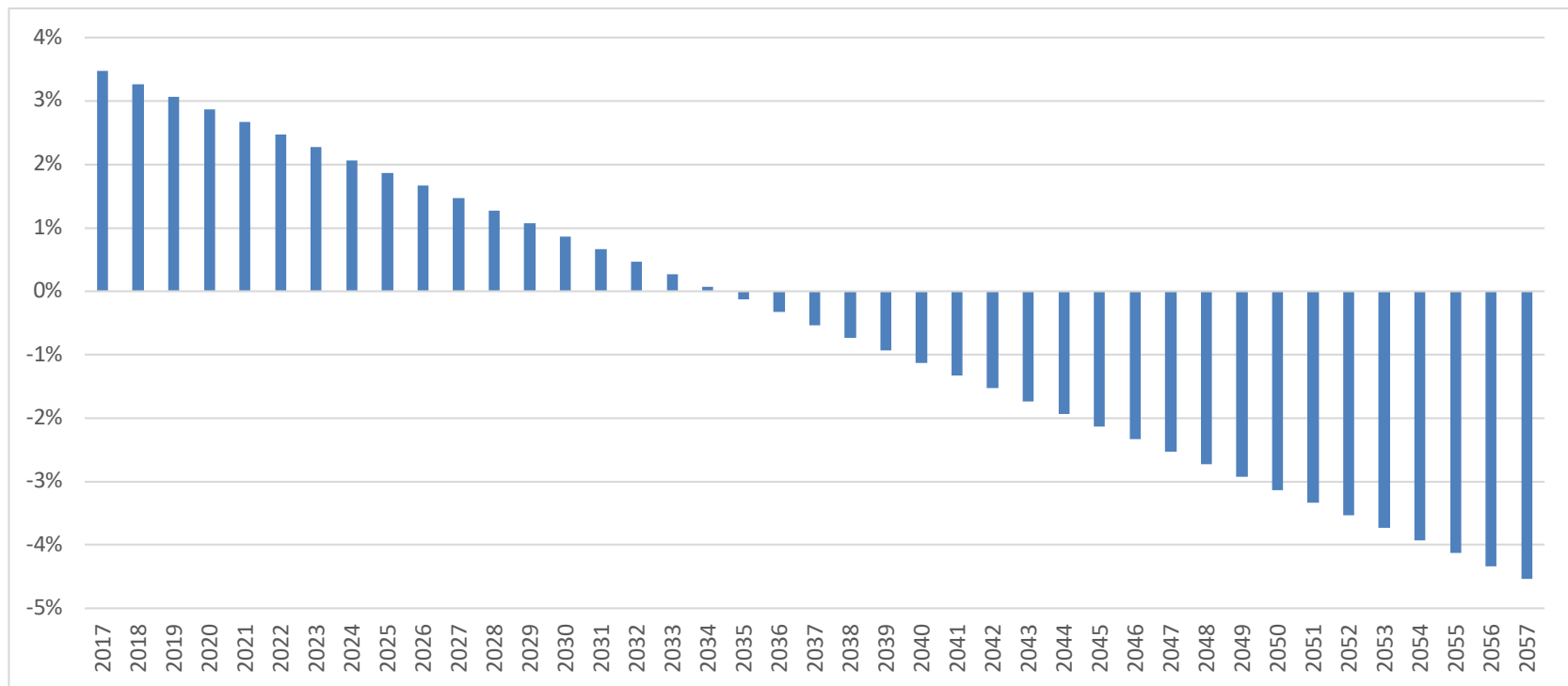
Þótt öll hrein iðgjöld fari í kaup á erlendum eignum vaxa innlendar eignir um 3,7 prósentustig á ári sem hlutfall af VLF



HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD



Sviðsmynd 1: Gjaldeyriskaup (% af VLF)





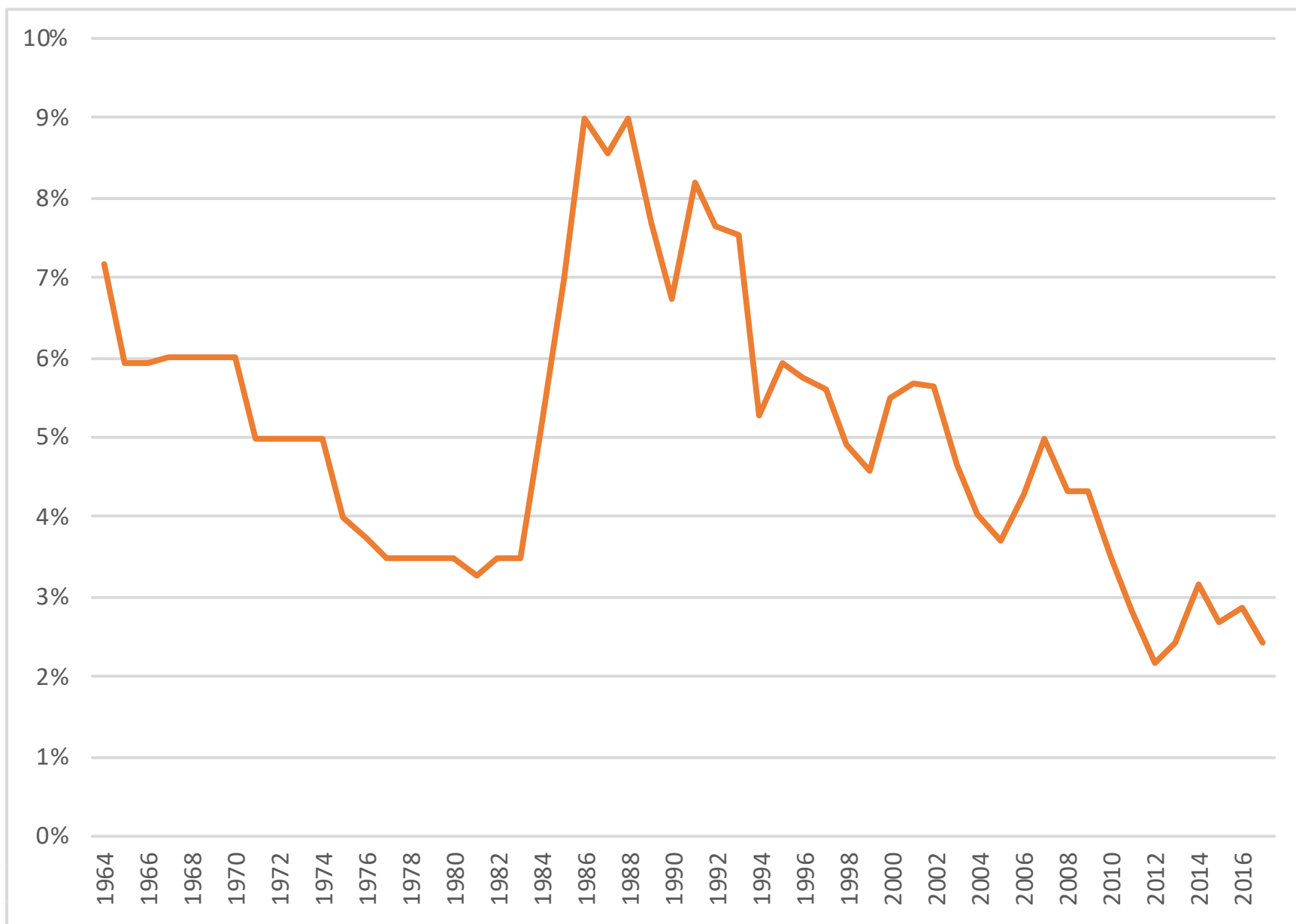
Verðbréfamarkaðinum ofviða?

- Skuldsetning heimila hefur farið lækkandi (og mikilli skuldsetningu þeirra fylgja almennt ýmsir vankantar)
- Minnkandi lánsfjárbörf opinbera geirans.
- Skuldsetning fyrirtækjageira getur enn vaxið – og jafnframt hlutabréfamarkaður. Þó vitaskuld ekki takmarkalaust.
- Mikið framboð á sparifé (og spurn eftir verðbréfum) lækkar að öðru jöfnu vexti og hækkar eignaverð. Ávöxtun hlutabréfa og langra skuldabréfa góð til skamms tíma gerist þetta (verð hækkar) en verri eftir það.
- Launþegar greiða lægri vexti á t.d. húsnæðislánum en fá í staðinn minna fyrir lífeyrisiðgjöldin sín (iðgjöldin þurfa að hækka eða lífeyrir að lækka eða lífeyrisaldur að hækka). Ráðstöfunartekjur innlendra aðila sem heildar breytast ekki þótt vextir sem greiddir eru innanlands breytist.
- Fræðilega þó ekkert þak á stærð verðbréfamarkaðar (hagkerfið er t.d. um 75 þús. milljarða virði).





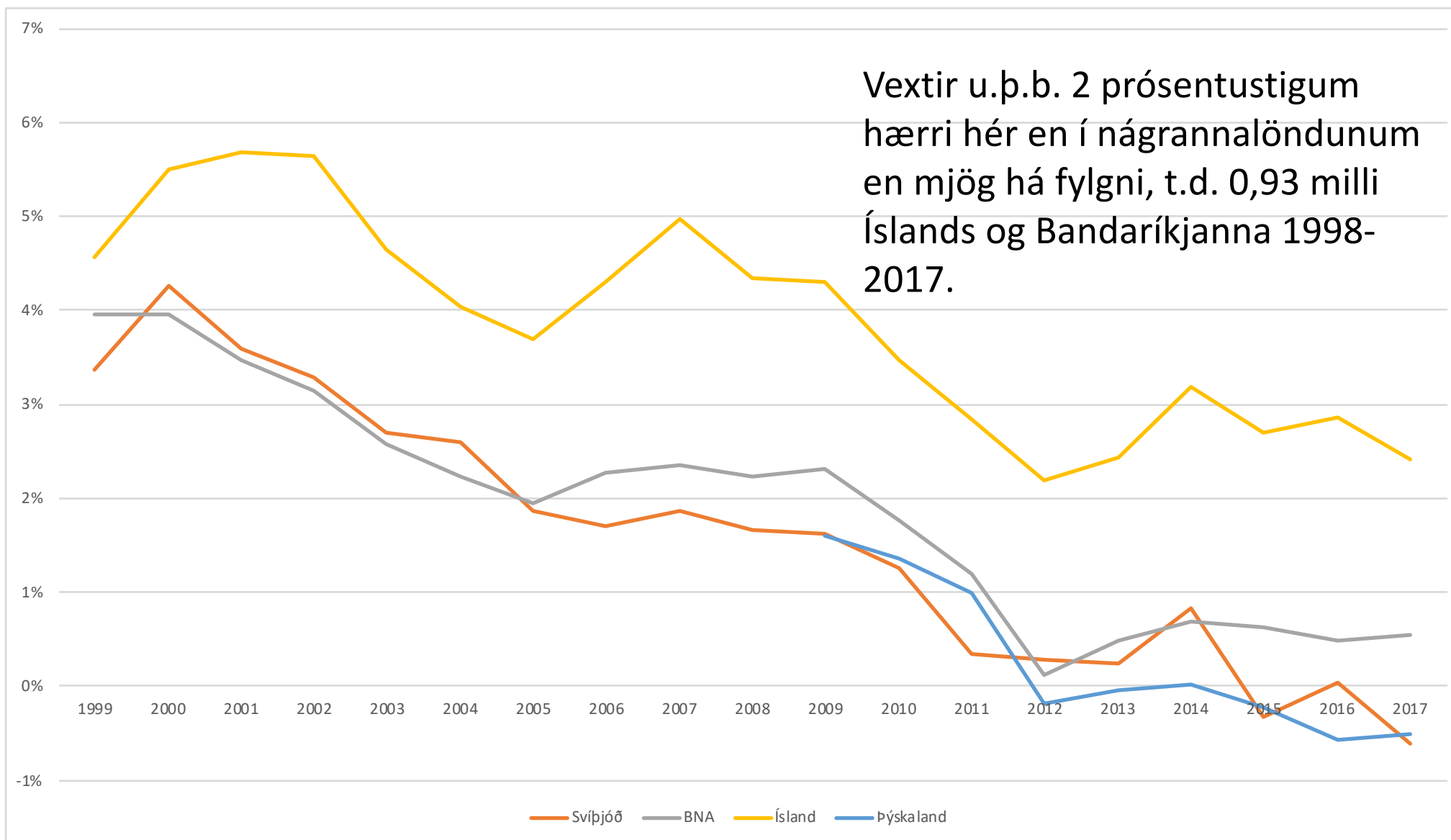
Raunvextir öruggra verðtryggðra bréfa: Ísland





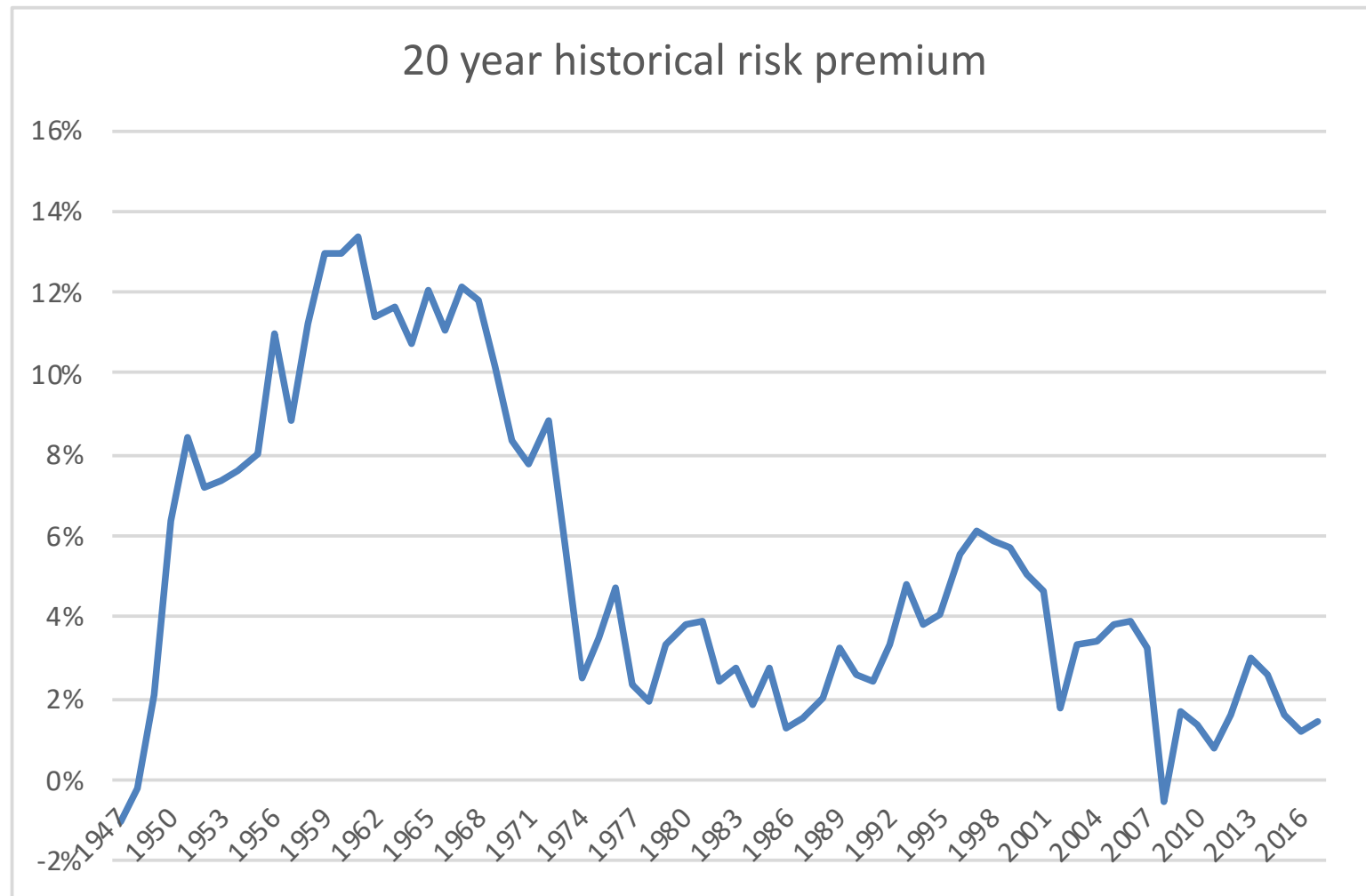
Raunvextir örugggra verðtryggðra bréfa

Vextir u.þ.b. 2 prósentustigum hærri hér en í nágrennalöndunum en mjög há fylgni, t.d. 0,93 milli Íslands og Bandaríkjanna 1998-2017.



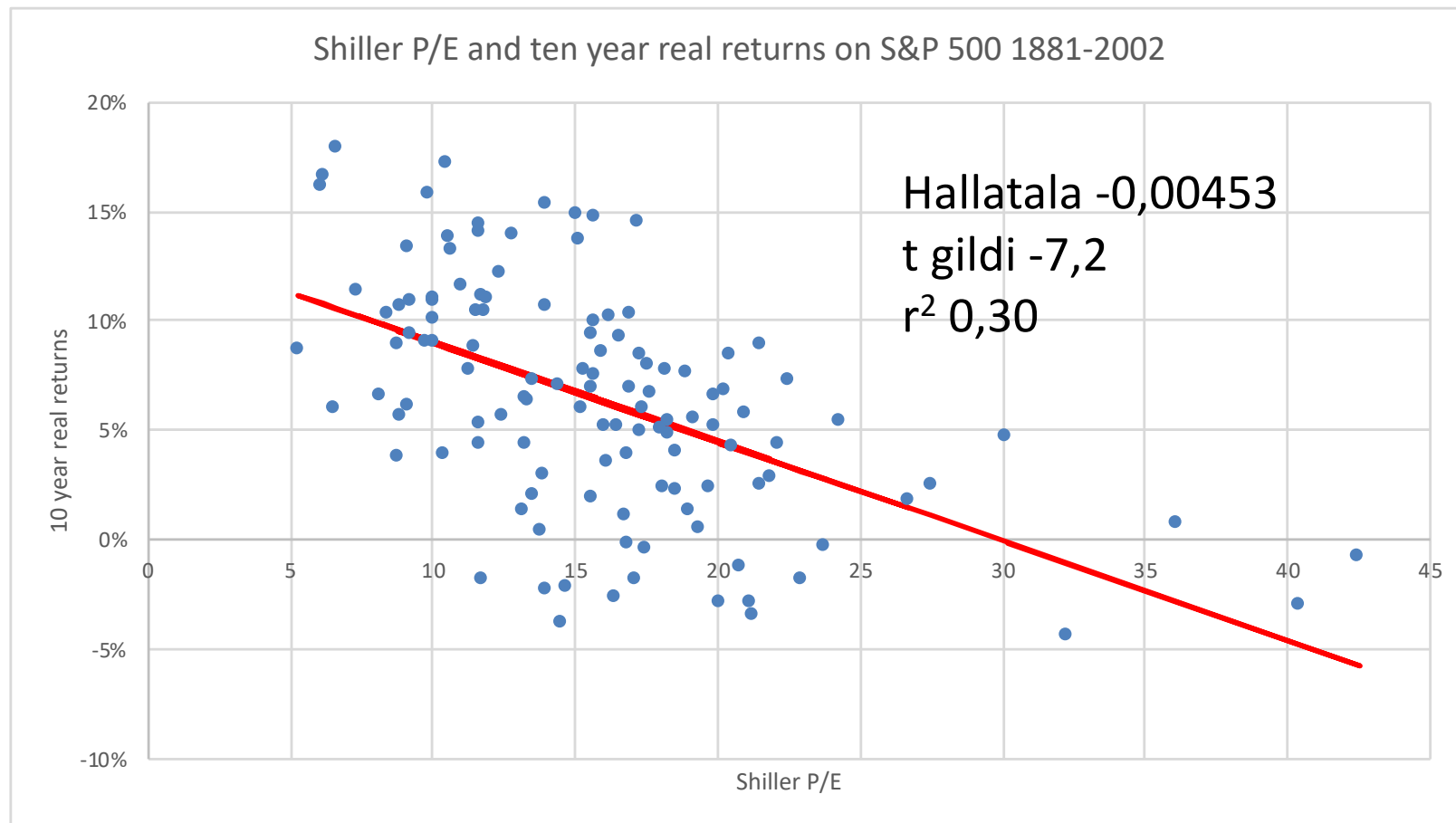


Áhættuþóknun hlutabréfa í BNA (S&P 500)





Hátt eignaverð (V/H) boðar lélega ávöxtun vegna endurhvarfs til miðjunnar

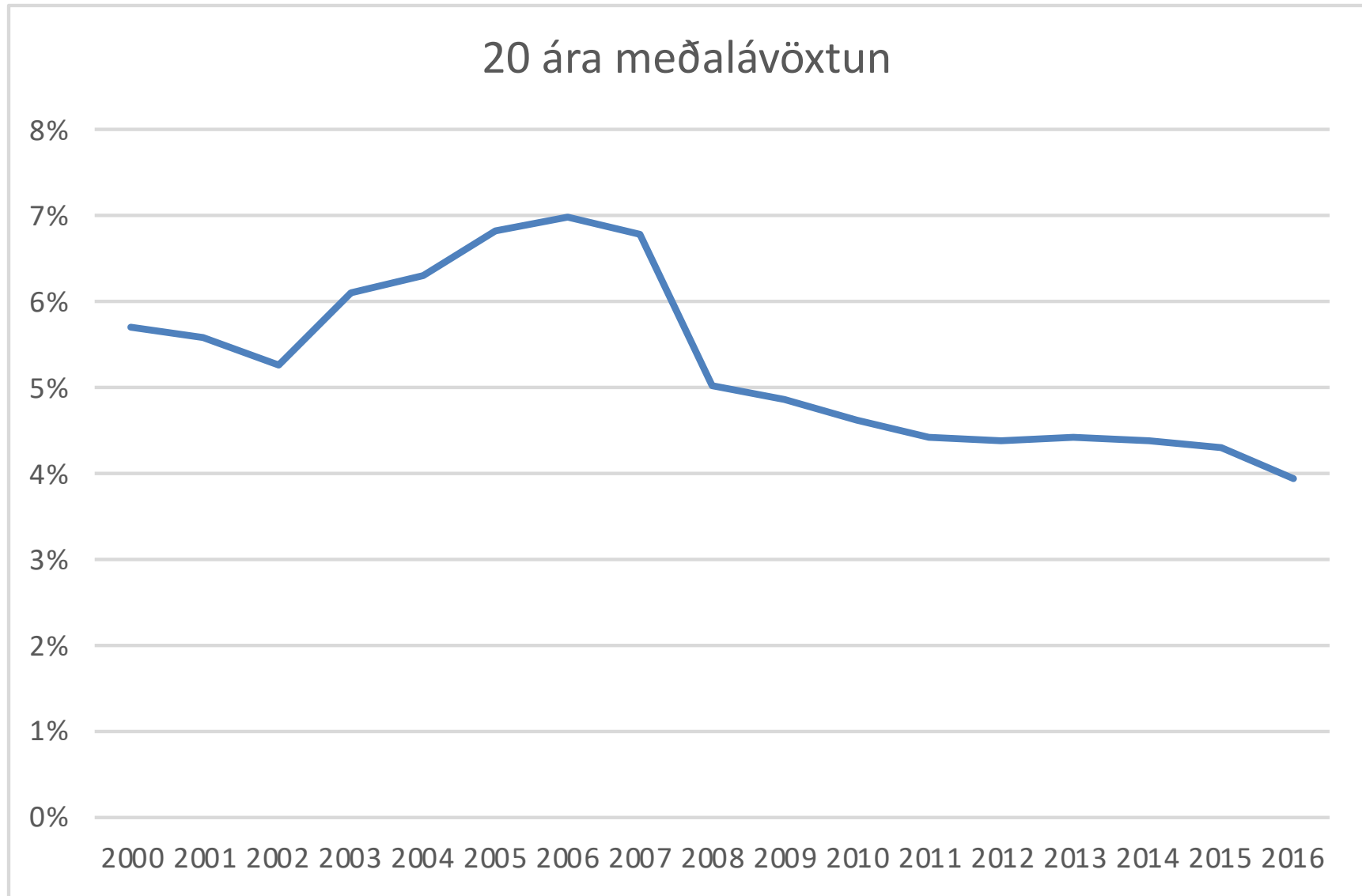


V/H gildi Shiller (10 ára sögulegur hagnaður) og meðalraunávöxtun næstu tíu ára.
M.v. V/H Shiller nú (32,4) spáir jafnan -1,1% meðalraunávöxtun til 2018.
Sambærileg jafna byggð á hefðbundnu V/H spáir 2,5% raunávöxtun næsta áratug.





Langtímaávöxtun Isj. góð – en lækkandi

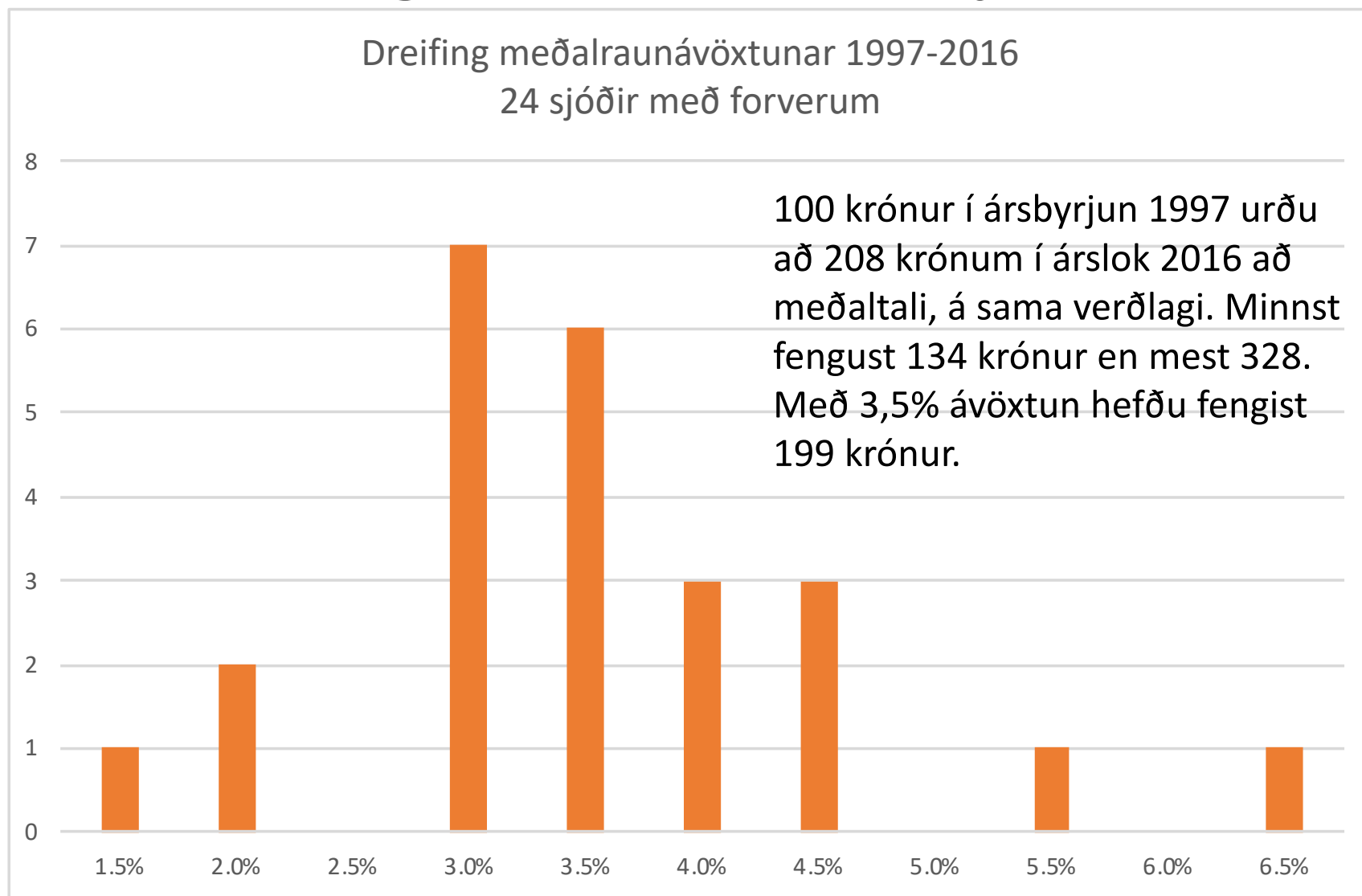


20 ára meðalraunávöxtun íslenskra lífeyrissjóða (heild) frá 2000.





Verulegur munur milli sjóða



Eingöngu samtrygging. Vegið meðaltal 4,0% (hefðb.) eða 3,7% (margf.).
Áhættulausir vextir 3,9% (margf. meðaltal). Ath. bráðabirgðatölur.





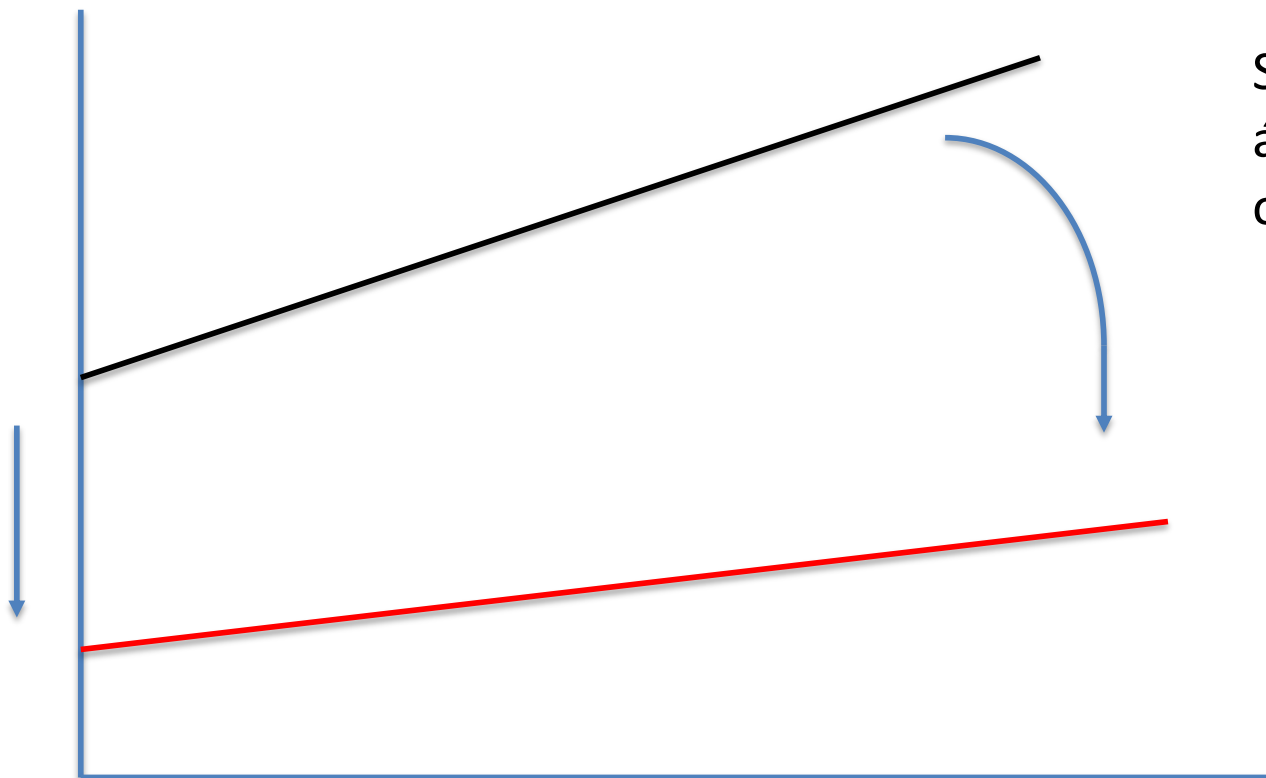
Kom vinningur á þinn miðaða?

- Verulegur galli á lífeyriskerfinu að réttindi safnast yfirleitt bara í einum sjóði, nema skipt sé um vinnu.
- Hægt væri að ná fram miklu betri áhættudreifingu frá sjónarhóli sjóðfélaga með því að dreifa réttindum á marga sjóði.
- Bæði áhætta vegna misjafns gengis í ávöxtun og mismunandi þróunar lýðfræðilegra breyta milli sjóða (t.d. lífslíkur kvenna meiri en karla og mjög misjöfn kynjaskipting milli sjóða, sömleiðis örorka misalgeng eftir starfsstéttum)
- Hægt að hugsa sér í staðinn kerfi með t.d. 20 sjóðum þar sem 5% af iðgjaldi hvers launþega fer í hvern sjóð og hann ávinnur sér réttindi í öllum 20 sjóðunum.
- Hagfræðilega borðleggjandi – en væntanlega pólitískt flókið. Ýmis álitamál við útfærslu, m.a. um stjórnun sjóðanna. Gæti einfaldað að taka á vanda vegna sameiginlegs eignarhalds á hlutabréfamarkaði.



Lína fjármagnsmarkaðar (Capital Market Line, CML)

Vænt ávöxtun
 $E(r)$



Saman fer lækkun
áhættulausra vaxta
og áhættuálags

Á móti þessari þróun vegur helst lækkun kostnaðarhlutfalls sjóðanna með samrunum og stækkun kerfisins. Ekki þó mikið svigrúm til frekari lækkunar enda hlutfallslegur kostnaður þegar orðinn mjög lágur, sérstaklega hjá stærstu sjóðunum.

Staðalfrávik, σ



HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD



Stöðugara kerfi?

Aukin áhersla á gegnumstreymiskerfi samhliða aðeins minna sjóðsöfnunarkerfi hefði marga kosti:

- Minna (hóflegt) álag á innlandan verðbréfamarkað.
- Minna álag á gjaldeyrismarkað og ekki þörf fyrir mikla langtímasveiflu í viðskiptajöfnuði (eðlilegt umfang erlendra eigna nægir). Verði af stofnun þjóðarsjóðs skiptir þetta enn meira máli.
- Minni sveiflur í lífeyri (áhrif sveiflna á eigna- og gjaldeyrismörkuðum tempruð).
- „Ávöxtunarárgildi“ í sjóðstreymi fer eftir vexti landsframleiðslu á vinnandi mann og lýðfræðilegum sveiflum (hægt að jafna þær út að einhverju marki með flóknari útfærslu sem ekki verður reynt að reifa hér).
- Minni munur á lífeyri eftir því í hvaða sjóð var greitt (að því gefnu að réttindum sé ekki dreift á sjóði)
- Hægt að auka lífeyri til þeirra elstu nú, sem eiga lítil réttindi í sjóðsöfnunarkerfinu (og á móti um leið hægt að laga halla vegna of bjartsýnna forsendna í sjóðsöfnunarkerfinu).
- Útfærsla þó flókin og viðkvæm. M.a. álitamál hvort byggt yrði á Tryggingastofnun eða núverandi lífeyrissjóðum (líklega betra) eða einum nýjum sjóði og jafnframt hvernig á að reikna út réttindi.





Þrjár tillögur til umhugsunar

- Aukið vægi gegnumstreymis og minni vöxtur sjóða fyrir vikið.
- Áhættudreifing þvert á sjóði fyrir sjóðfélaga.
- Mismunandi eignastýring eftir aldri sjóðfélaga þ.a. áhætta minnki með aldri.





Nokkur skrif sem byggt er á

- Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og íslenskur fjármálamarkaður: Áhrif og ábyrgð. Skýrsla unnin fyrir og gefin út af LSR, einnig til sem Rannsóknarrit Hagfræðistofnunar R06:01. Apríl 2006.
- Söguleg ávöxtun íslenskra lífeyrissjóða. Þjóðarspegillinn - Rannsóknir í félagsvísindum XIV. Ritstjóri Ingjaldur Hannibalsson. Félagsvísindastofnun, Reykjavík 2013.
- Boðhlaup kynslóðanna. Stjórnmal og stjórnsýsla, 9. árg. 1. tbl. bls. 21-51. 2013.
- Áhættuálag hlutabréfa í ljósi hruns markaða. Rannsóknir í félagsvísindum XVII. Ingi Rúnar Eðvarðsson (ritstj.). 2016.
- Að þjóna sömu herrum en keppa þó: Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði. Með Ásta Dís Óladóttir, Friðrik Árni Friðriksson og Valur Þráinsson. Tímarit um stjórnmal og stjórnsýslu, 1. tbl. 13. árg. bls. 27-52. 2017.
- Skýrsla starfshóps um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða. Með öðrum. Fjármála- og efnahagsráðuneyti. Apríl 2017.
- Streyma eða safna? Vísbending 39. tbl. 26. október 2017.
- Vaxtaverkir og lífeyrir. Vísbending 5. tbl. 9. febrúar 2018.
- Væntanleg rannsókn á sögulegri ávöxtun einstakra samtryggingarsjóða 1997-2016.

