



Áhættudreifing eða einangrun?

Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða og áhrif fjármagnshafta

Málstofa Seðlabanka Íslands

Hersir Sigurgeirsson

4. desember 2014



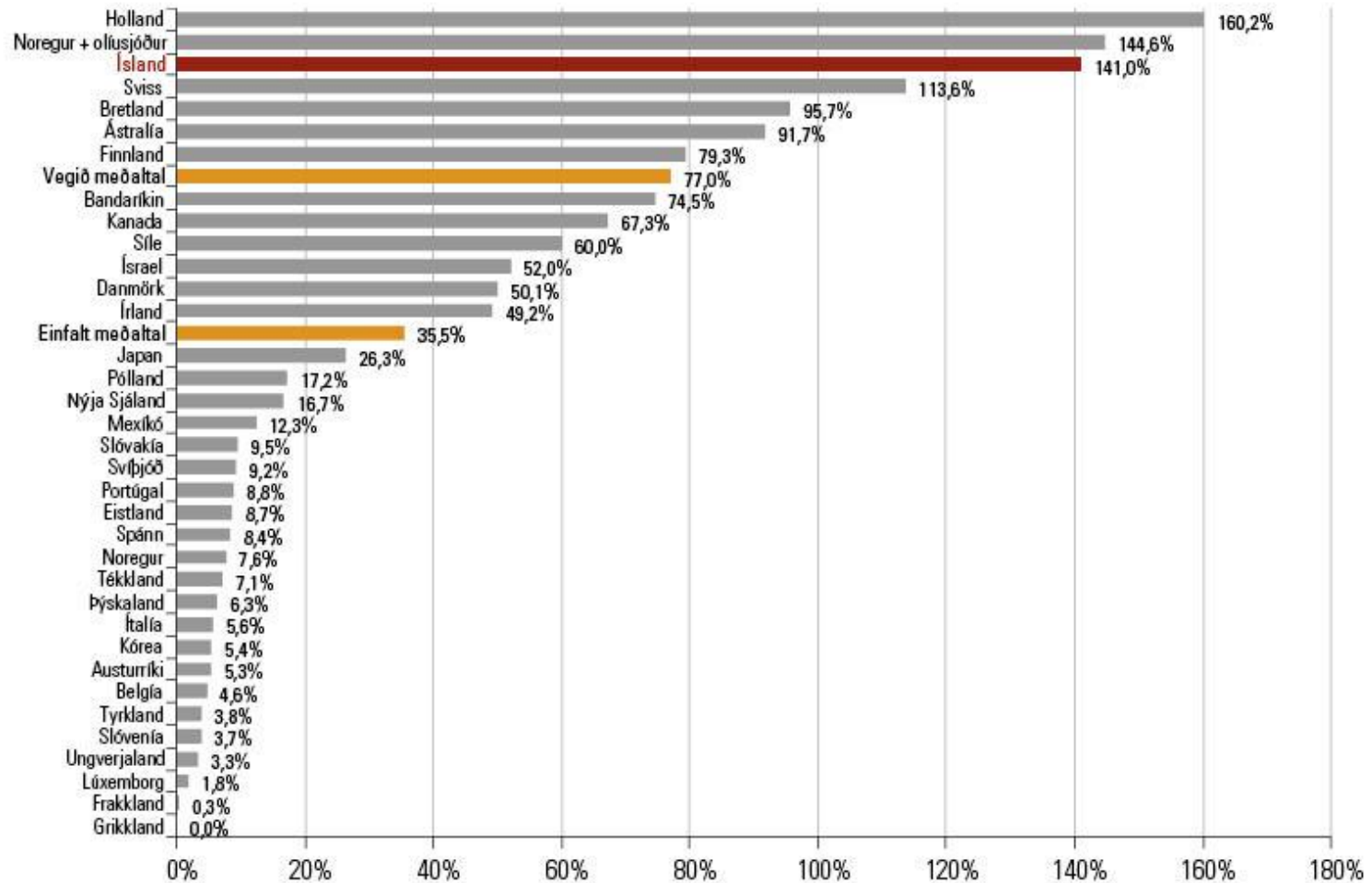
Mynd 4.2 Hlutfall erlendra verðbréfa af hreinni eign til greiðslu lífeyris frá janúar 1994 til mars 2014.



Heimild: Seðlabanki Íslands.



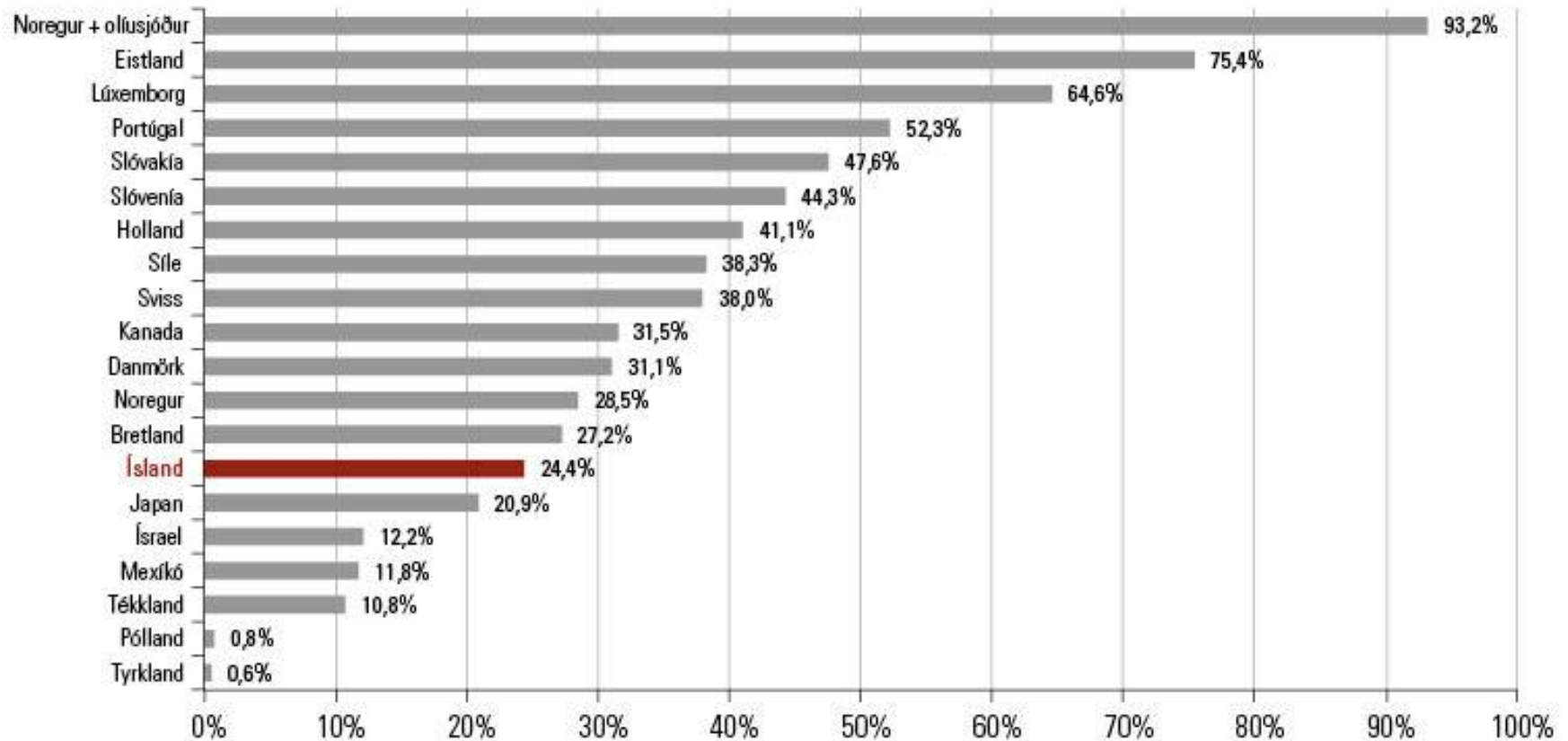
Mynd 3.8 Mikilvægi lífeyriskerfa nokkurra landa innan OECD. Stærð eignasafns lífeyrissjóða sem margfeldi af landsframleiðslu í lok árs 2012.



Heimild: OECD (2013), NBIM (2013) og FolketrygfonDET (2013).



Mynd 3.9 Hlutfall erlendra fjárfestinga lífeyrissjóða í nokkrum löndum OECD í lok árs 2012.



Heimild: OECD (2013), NBIM (2013) og Folketrygfonnet (2013).



Samval verðbréfa – MPT

- Áhætta verðbréfs skiptist í sértæka áhættu og kerfisáhættu
- Sértækri áhættu má eyða í safni verðbréfa - áhættudreifing
- Í vel dreifðu safni innlendra verðbréfa stendur alltaf eftir innlend kerfisáhætta
- Til að draga úr henni þarf að fjárfesta í erlendum verðbréfum
- Fylgni ávöxtunar verðbréfs við ávöxtun safnsins hefur áhrif á hversu vel verðbréfið nýtist við áhættudreifingu



Samval verðbréfa – forsendur

- Horft til eins árs í senn
 - Lífeyrissjóðir langtímafjárfestar svo færa má rök fyrir lengra fjárfestingartímabili
 - En þurfa líka að horfa til skamms tíma m.a. vegna breytinga á réttindum lífeyrisþega
- „Viðmiðunarmynt“ verðtryggð íslensk króna
 - Ávöxtun = raunávöxtun í íslenskum krónum
 - Áhætta = flökt raunávöxtunar í íslenskum krónum



Samval verðbréfa – forsendur

- Eignasafni skipt í fjóra flokka:

Flokkur	Viðmiðunarvísitala	Vænt ávöxtun	Flökt
Innlend skuldabréf	GAMMA: Government Bond	3%	6,1%
Innlend hlutabréf	Hlutabréfavísitala Gamma	8%	22,0%
Erlend skuldabréf	Barclays Bond Composite Global	2%	9,4%
Erlend hlutabréf	MSCI World Gross	6%	17,2%

- Vænt ávöxtun og flökt miðuð við verðtryggða íslenska krónu
 - Vísitölur leiðréttar fyrir gengi krónunnar og vísitölu neysluverðs
 - Vænt ávöxtun raunávöxtun í íslenskum krónum, án gjaldmiðlavarna
 - Flökt tekur tillit til flökts erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu
- Vænt ávöxtun innlendra bréfa hærrí en erlendra vegna landsálags
 - skuldabréfa 1% hærrí og
 - hlutabréfa 2% hærrí vegna smæðar íslenskra hlutafélaga

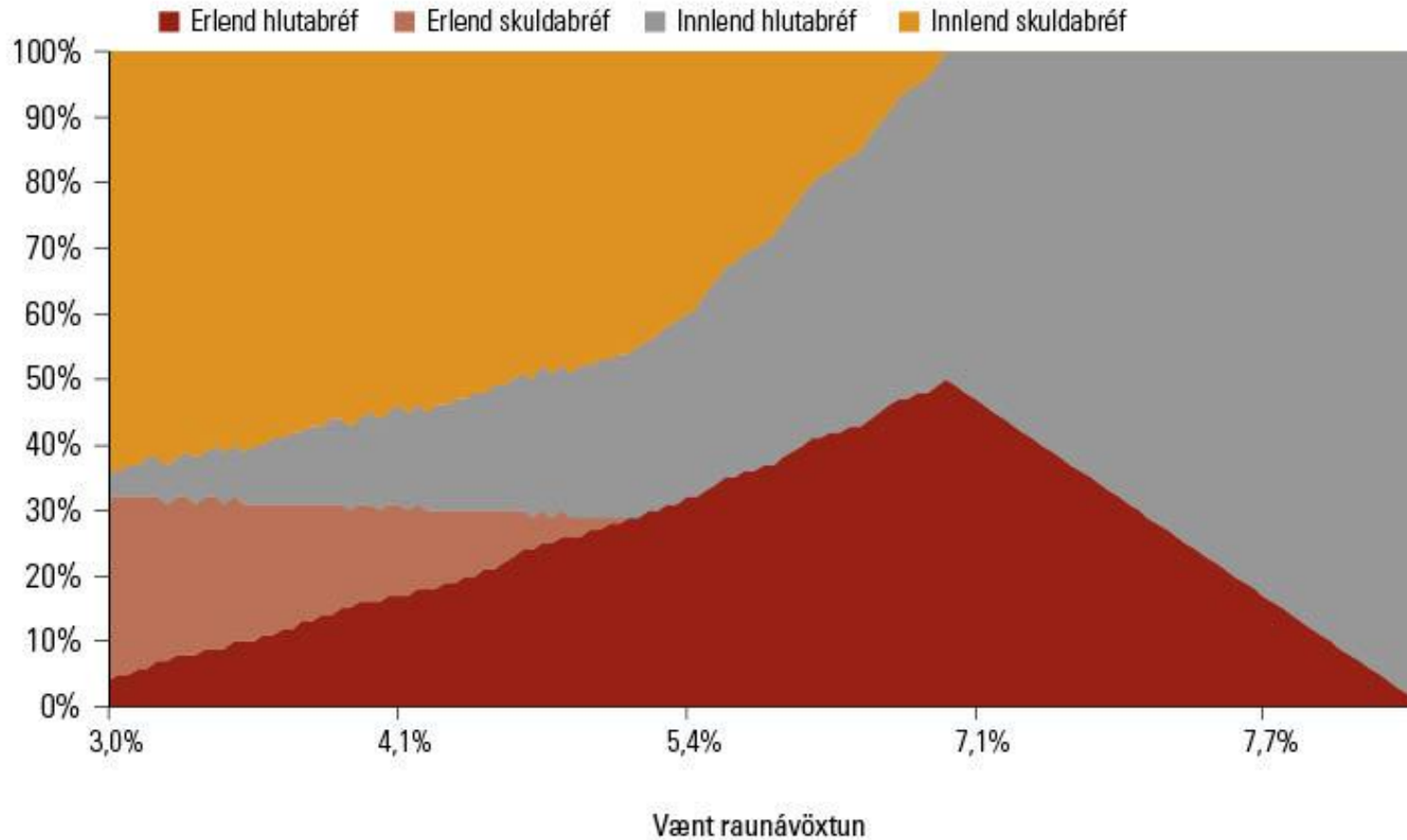


Samval verðbréfa – um forsendurnar

- Innlendar eignir hafa tvenns konar „forskot“ á erlendar
 - Eru í viðmiðunarmyntinni – þó ekki allar verðtryggðar
 - Gefa hærri vænta ávöxtun skv. forsendu
- Greiningin tekur ekki tillit til uppgjörsaðferða íslenskra lífeyrissjóða
 - Skuldabréf bókfærð á kaupkröfu
 - Sveiflur í ávöxtun skuldabréfa hafa minni áhrif
 - Hlutfall erlendra eigna að markaðsvirði í raun lægra



Mynd 3.4 Samsetning eignasafna á framfalli. Myndin sýnir hagkvæmstu samsetningu eignasafns fyrir gefna vænta raunávöxtun.



Heimild: Eigin útreikningar.

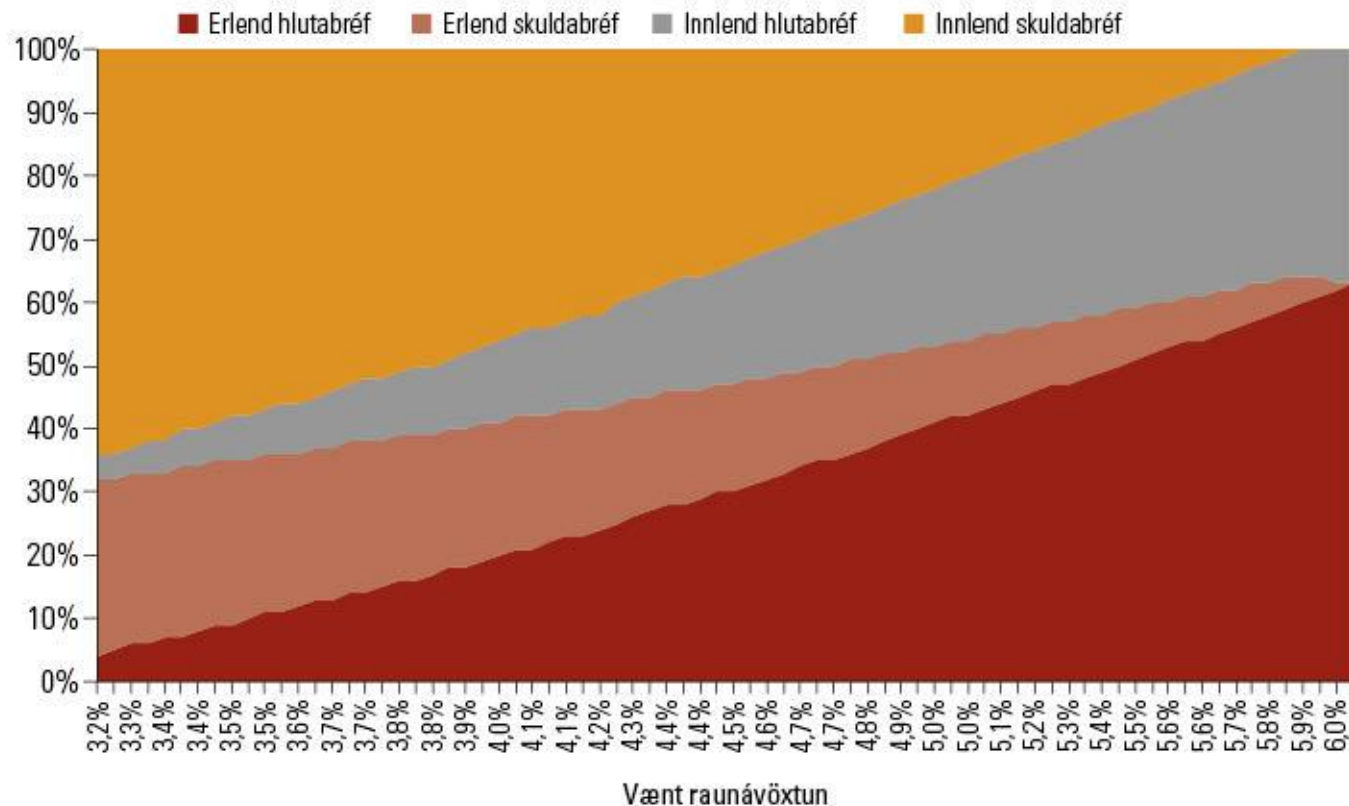


Samval verðbréfa – breyttar forsendur

- Hversu raunhæf er forsendan um hærri vænta ávöxtun innlendra verðbréfa?
- Hvaða áhrif hefur hún?
- Breytum forsendum þannig að
 - vænt raunávöxtun skuldabréfa er 3%
 - vænt raunávöxtun hlutabréfa er 6%



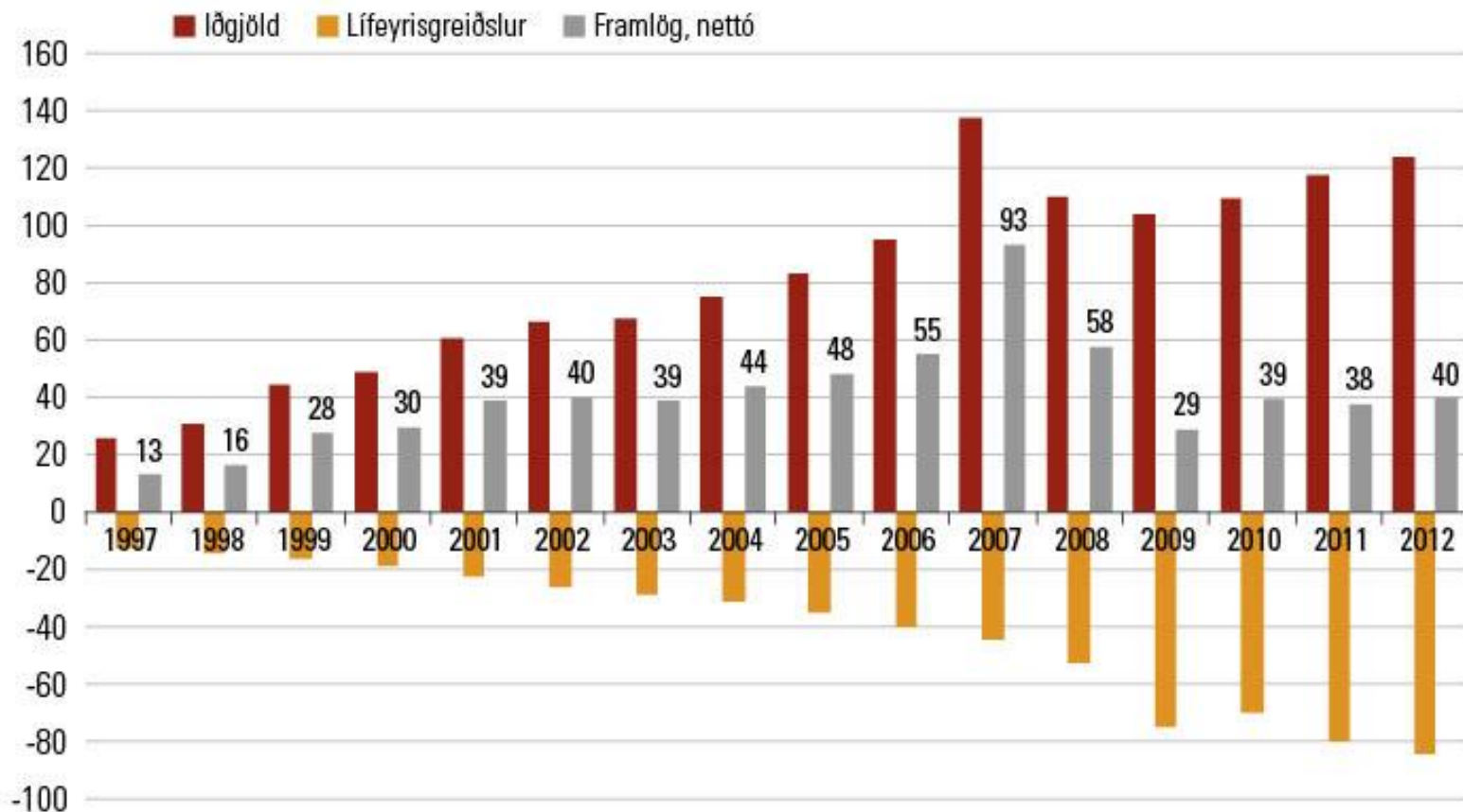
Mynd 3.6 Samsetning eignasafna á framfalli miðað við forsendur um sömu vænta ávöxtun innlendra og erlendra verðbréfa. Myndin sýnir hagkvæmustu samsetningu eignasafns fyrir gefna vænta raunávöxtun.



Heimild: Eigin útreikningar.



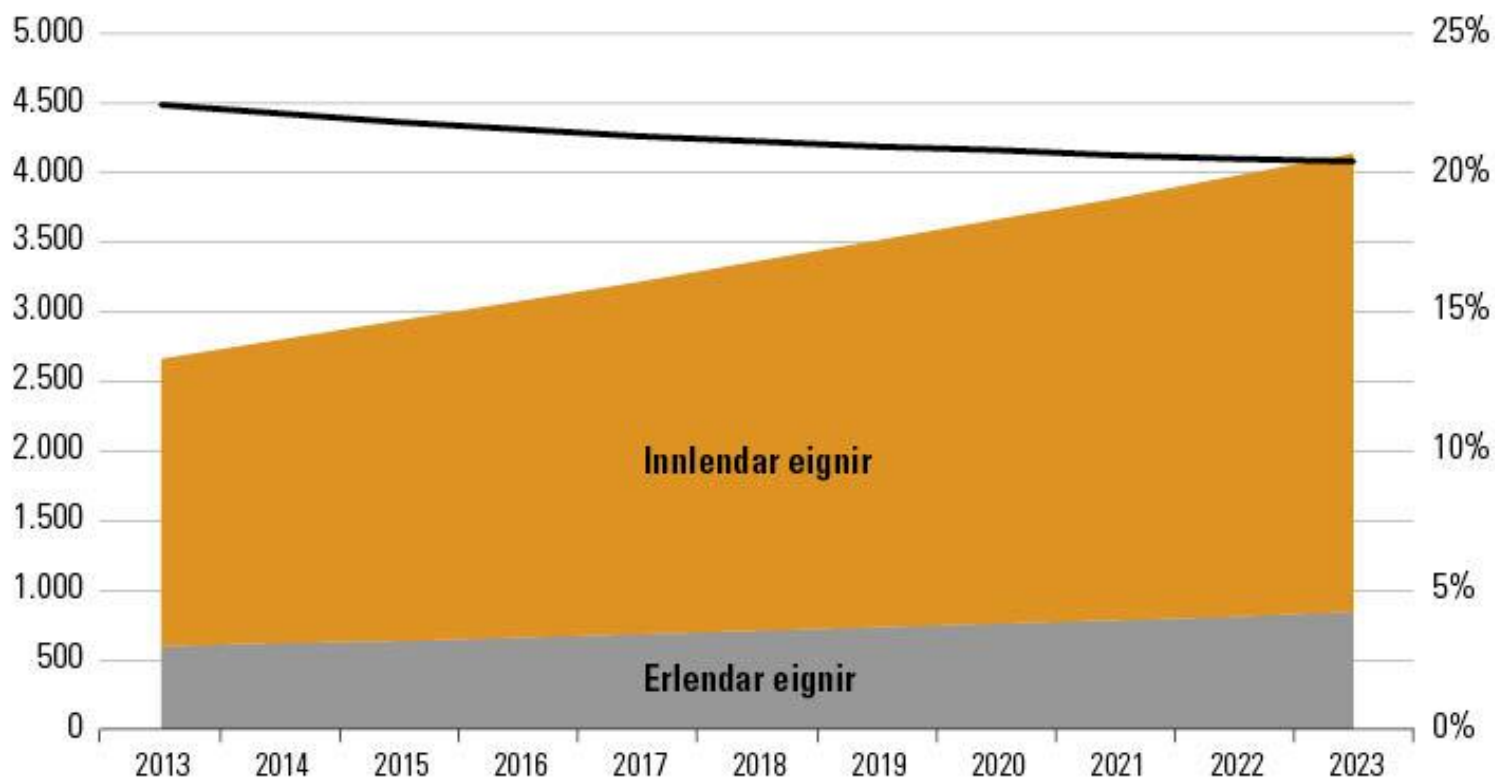
Mynd 4.4 Árlegt innflæði til lífeyrissjóðanna 1997–2012.



Heimild: Seðlabanki Íslands.



Mynd 4.5 Framáætlun um skiptingu erlendra og innlendra eigna lífeyrissjóða án frekari erlendrar fjárfestingar. Innlendar og erlendar eignir í milljörðum (vinstri ás) og hlutfall erlendra eigna (hægri ás).



Heimild: Eigin útreikningar.



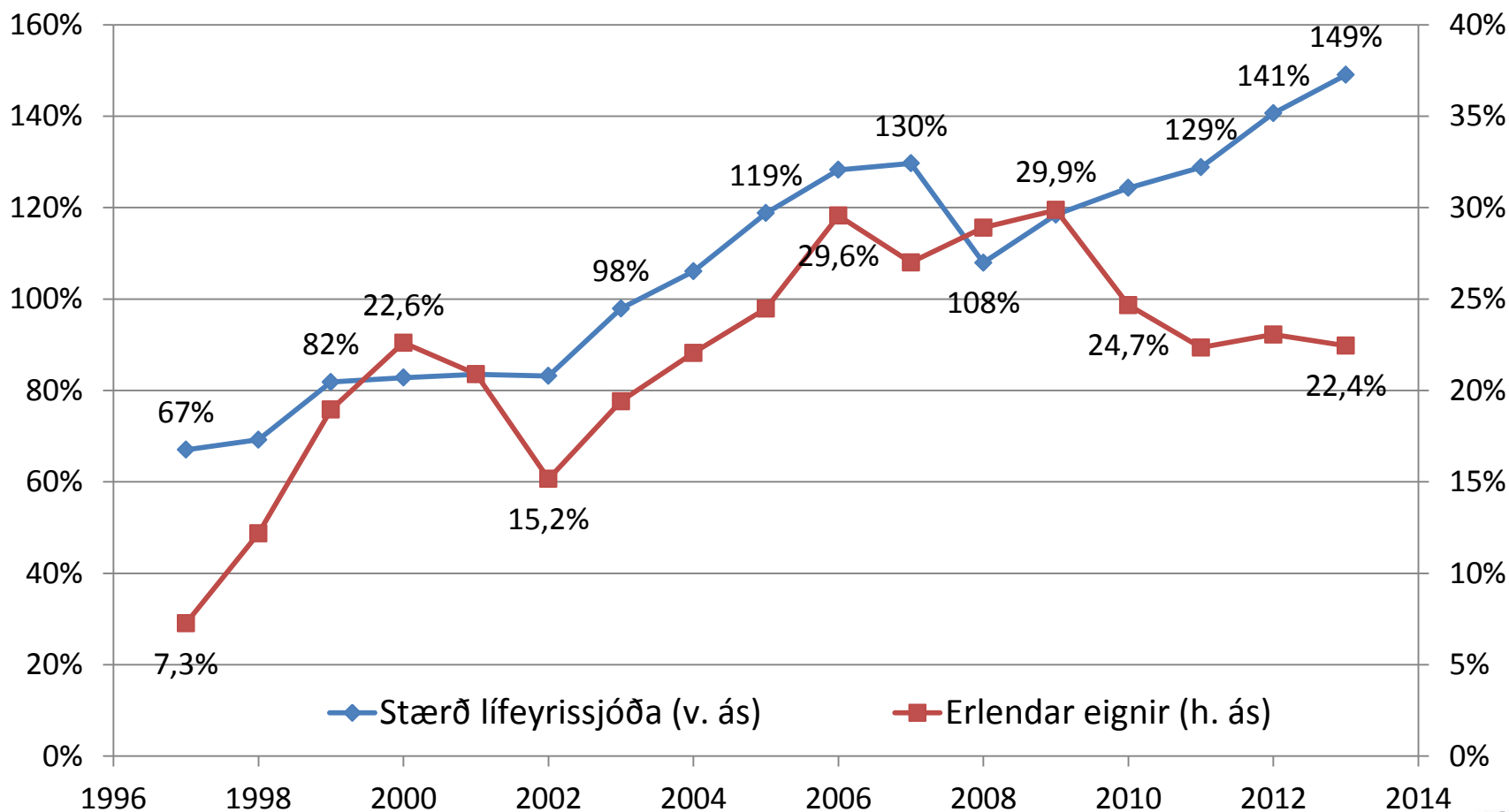
Árleg erlend fjárfesting næstu árin

- 10 milljarðar til að viðhalda núverandi hlutfalli
- 35 milljarðar til að auka hlutfallið í 30% á 10 árum
- 70 milljarðar til að auka hlutfallið í 40% á 10 árum

- Forsendur:
 - árlegt innflæði 40ma, lækkar um 2ma á ári næstu árin
 - sama ávöxtun innlendra og erlendra eigna



Eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af landsframleiðslu og hlutfall erlendra eigna 1997 – 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands og Hagstofa Íslands

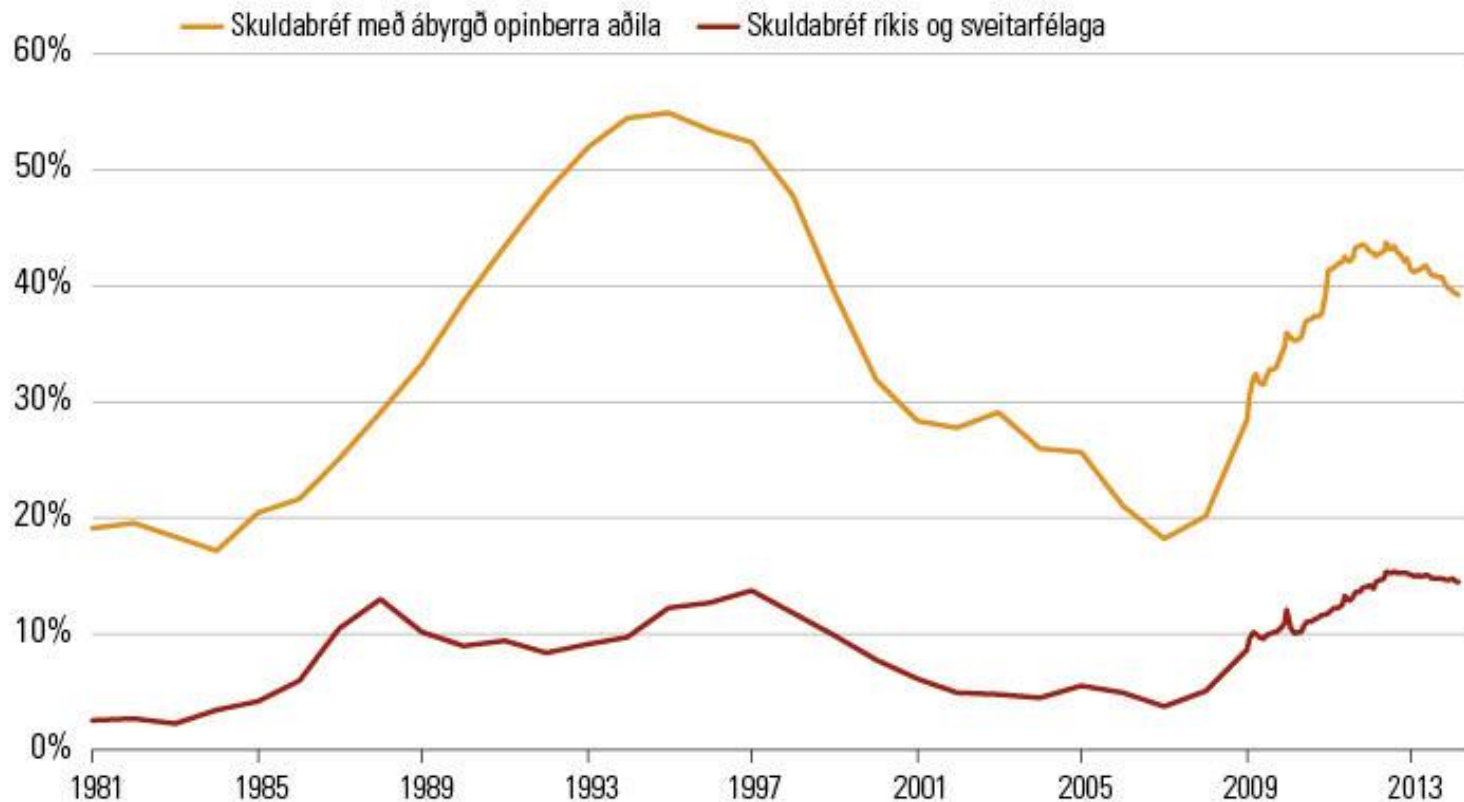


Sjóðasöfnun eða gegnumstreymi?

- **Sjóðasöfnun**
 - Hluta af launum fjárfest í eignasafni til að fjármagna lífeyrisgreiðslur í framtíðinni
 - Lífeyrir greiddur af fjármagnstekjum og höfuðstól
- **Gegnumstreymi**
 - Lífeyrisgreiðslur fjármagnaðar með skattgreiðslum eða samtímaiðgjöldum
 - Lífeyrir greiddur af launum vinnandi fólks
- Ef sjóðasöfnun byggist á kaupum á skuldabréfum ríkissjóðs þá ekki skörp skil
- Sjóðasöfnun skapar viðskiptaafgang með því að fresta neyslu og auka sparnað
 - Ef ekki fjárfest erlendis þá getur valdið þenslu og eignabólu



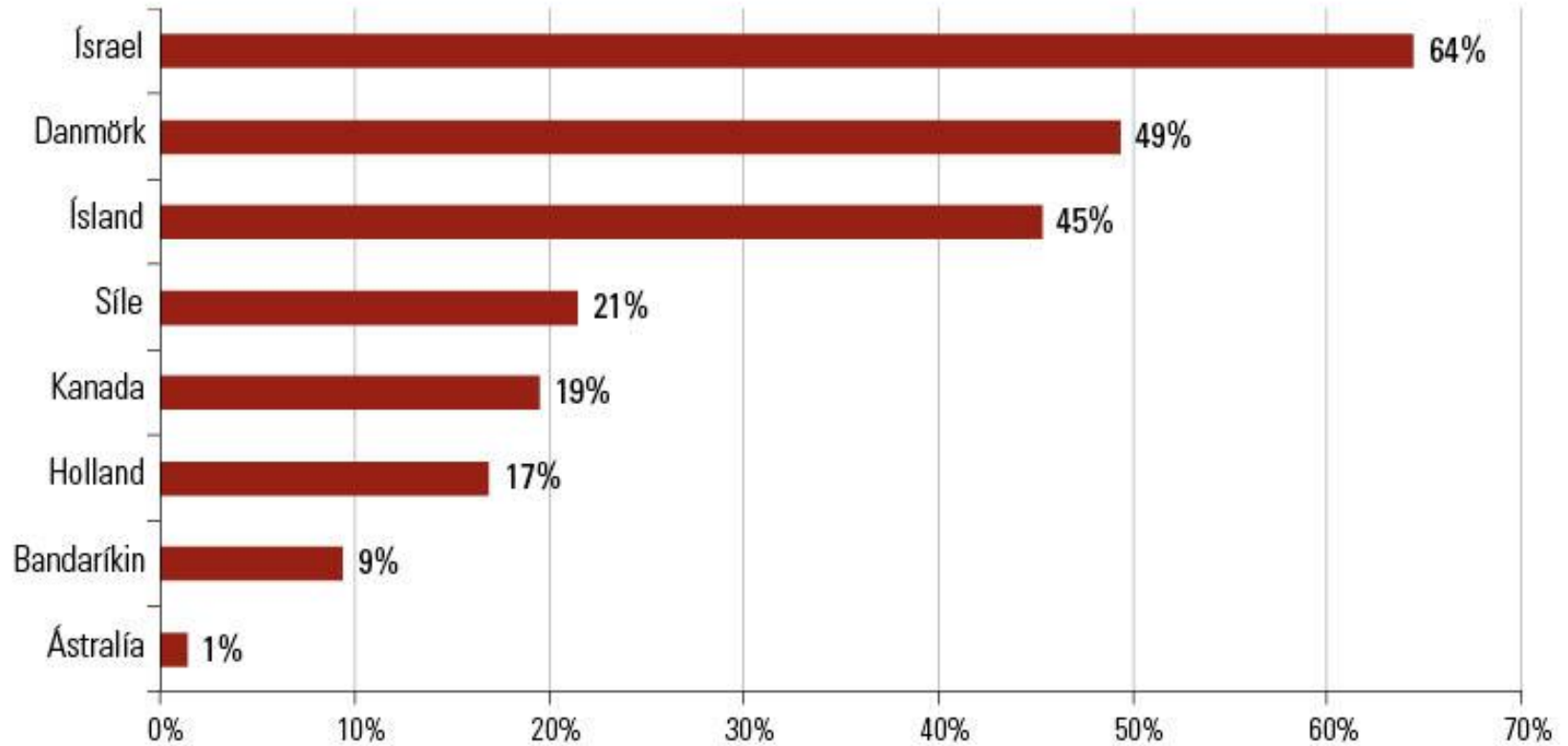
Mynd 4.8 Hlutfall skuldabréfa útgefina af ríkissjóði og sveitarfélögum annars vegar og skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila hins vegar ef hreinni eign til greiðslu lífeyris.



Heimild: Seðlabanki Íslands og eigin útreikningar.



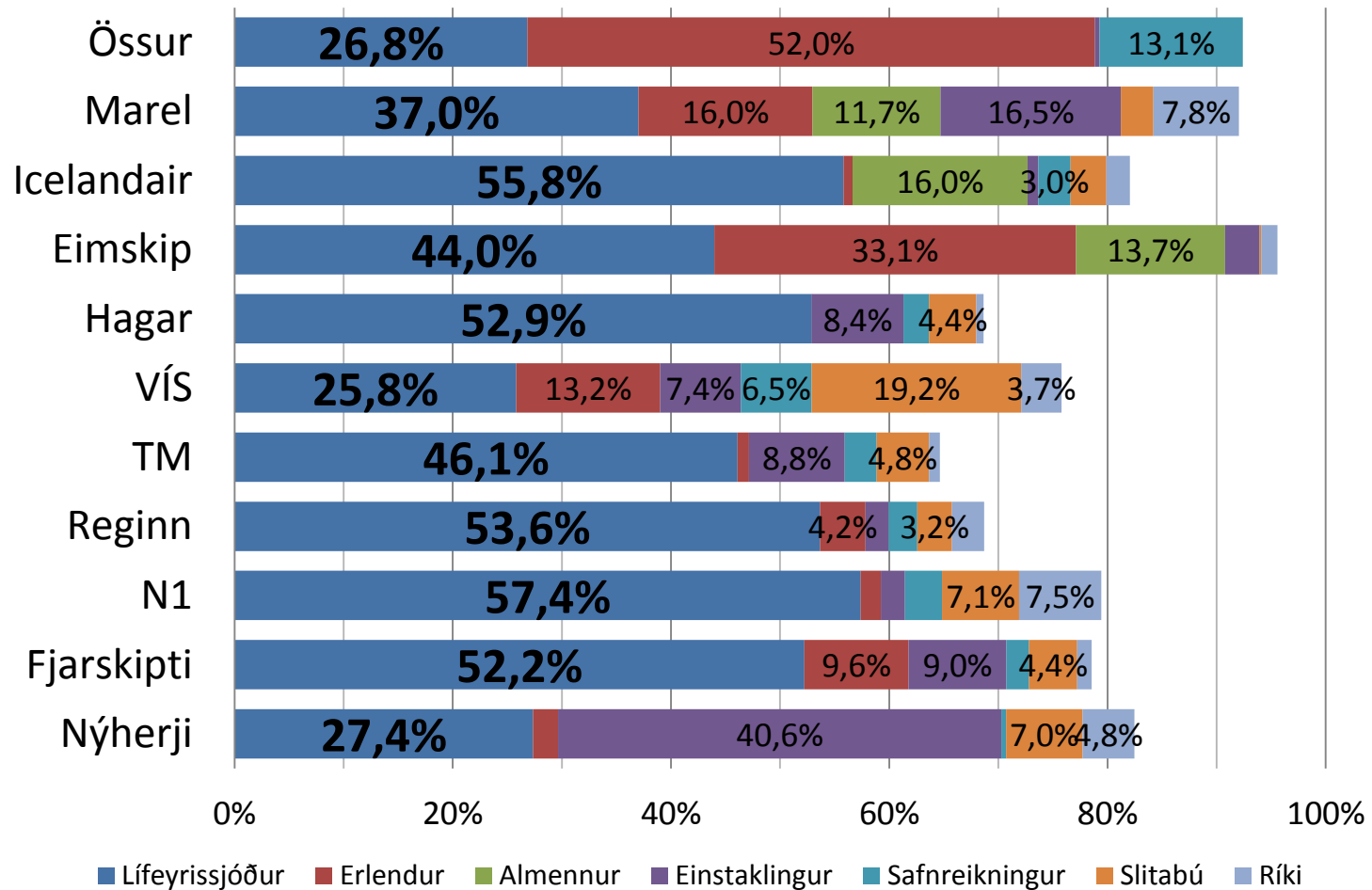
Mynd 4.9 Hlutfall skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila af hreinni eign lífeyrissjóða innan nokkurra landa OECD í lok árs 2012.



Heimild: OECD (2013).



Beint og óbeint eignarhald lífeyrissjóða í árslok 2013



Heimild: Eigin samantekt úr opinberum upplýsingum



Umsvif á innlendum fjármálamarkaði

- Dregur úr skilvirkni markaðar
 - Hætta á eignabólu
- Lífeyrissjóðir stórir hluthafar í vinnuveitendum sjóðsfélaga
 - Í Bandaríkjunum og Bretlandi varða nánast einu takmarkanirnar á fjárfestingum lífeyrissjóða verðbréf útgefin af vinnuveitendum sjóðsfélaga
- Íslenski markaðurinn örstærð
 - 1/10.000 af hlutabréfamörkuðum heimsins



Niðurstöður

- Erlendar eignir lífeyrissjóða í samanburðarlöndum á bilinu 30 – 40%, víða mun hærri
- Að gefinni forsendu um hærri vænta ávöxtun innlendra verðbréfa en erlendra ættu erlendar eignir að nema að lágmarki 30%
- Að gefinni forsendu um jafna vænta raunávöxtun innlendra og erlendra verðbréfa ættu erlendar eignir að nema a.m.k. 35-40%
- Fjármagnshöft geta breytt virkni sjóðasöfnunarkerfis í gegnumstreymi
- Fjármagnshöft auka umsvif lífeyrissjóða á innlendum markaði



Tillaga 1

- Tryggt verði að hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna af heildareignum – nú um 22% – lækki ekki frekar.
- Það verði gert með því að fjórðungi af hreinu innflæði til sjóðanna verði ávallt ráðstafað til erlendra fjárfestinga.
- Hreint innflæði til sjóðanna er nú um 40 milljarðar á ári.
- **Það felur í sér að íslensku lífeyrissjóðirnir fái um 10 milljarða heimild, undanþágu frá fjármagnshöftunum, til erlendra fjárfestinga á hverju ári.**
- **Þetta verði lágmarksheimild óháð stöðu greiðslujafnaðar og er ætlað til þess að minnka áhættu framtíðarlífeyrisþega.**