



Ávöxtunarviðmið lífeyrissjóða

Fyrirlestur á fundi *Íslenskra verðbréfa*
16. febrúar 2012

Gylfi Magnússon

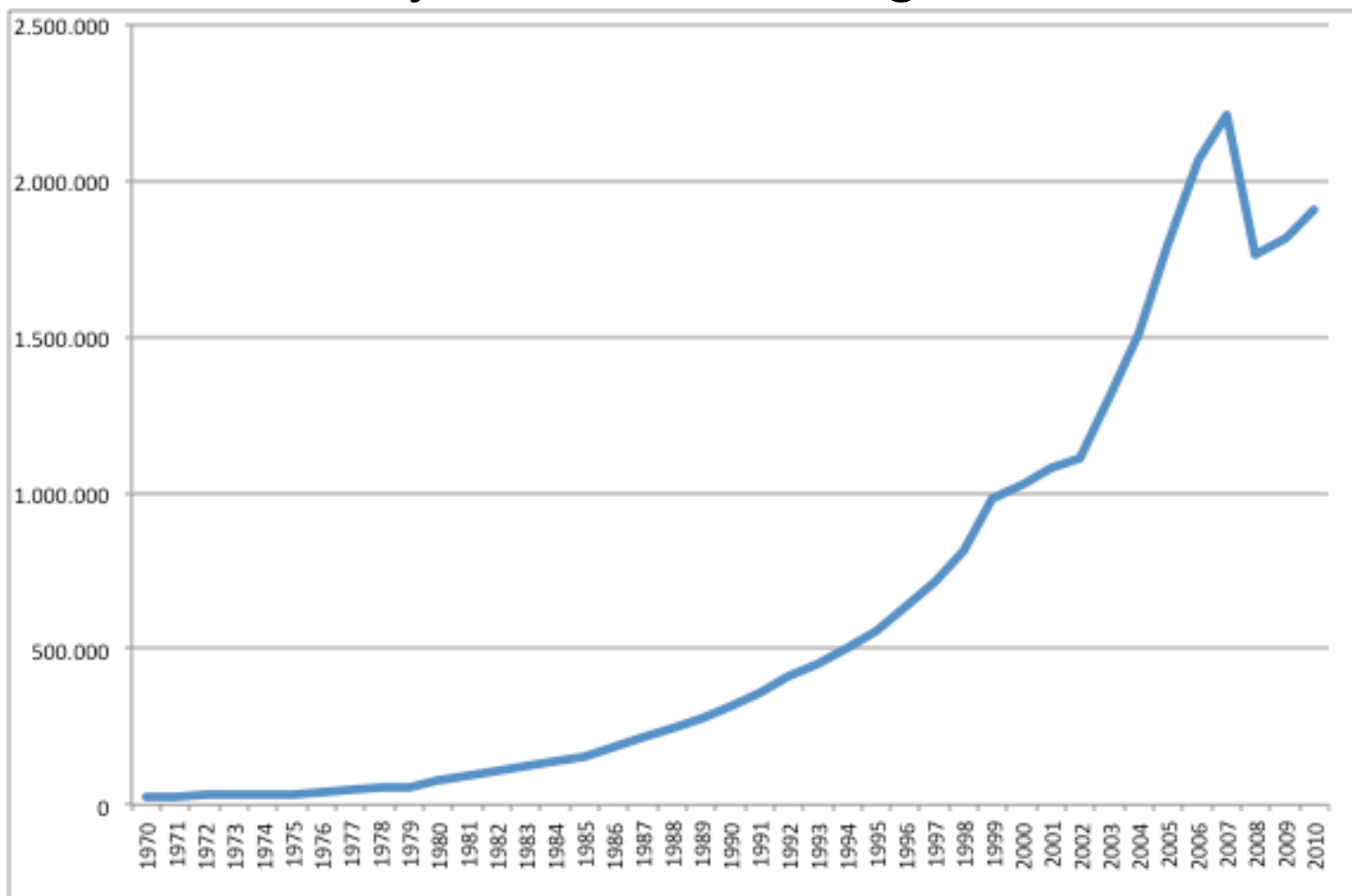


HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD



Eign til greiðslu lífeyris

Milljónir króna á verðlagi 2010



21 milljarður árið 1970 orðinn að 1.910 milljörðum árið 2010.



HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIÐEILD



3,5%

- Hvaða áhrif myndi það hafa fyrir íslenskt fjármálakerfi að breyta ávöxtunarviðmiði lífeyrissjóða úr 3,5 – væntanlega til lækkunar?
- Áður en við vindum okkur í spurninguna er nauðsynlegt að skoða sögulega ávöxtun sjóðanna og jafnframt leggja mat á það hversu líkleg framtíðarávöxtun þeirra er – annars er ekki hægt að meta hve raunhæft 3,5% viðmiðið er.



HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD



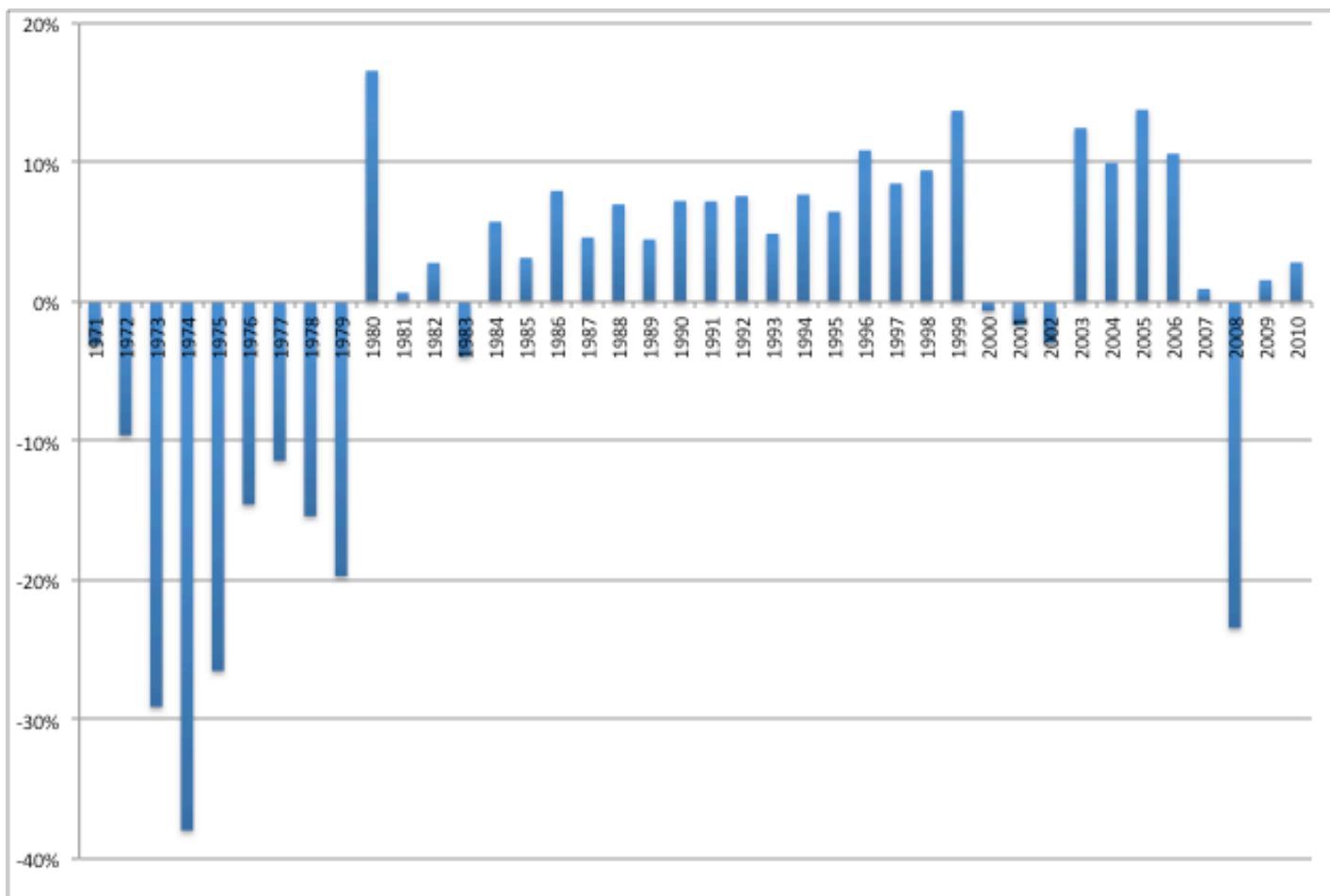
Tvö hrun

- Það gleymist oft í þjóðmálaumræðunni en íslenska fjármálakerfið hefur hrunið tvisvar á lýðveldistímanum.
- Í bæði skiptin hafa *peningalegar eignir* skemmst mjög mikið, raunar stór hluti þeirra eyðilagst.
- Fyrra hrunið varð á áttunda áratugnum og fyrstu árum þess níunda.
- Hið síðara varð 2007 og 2008.



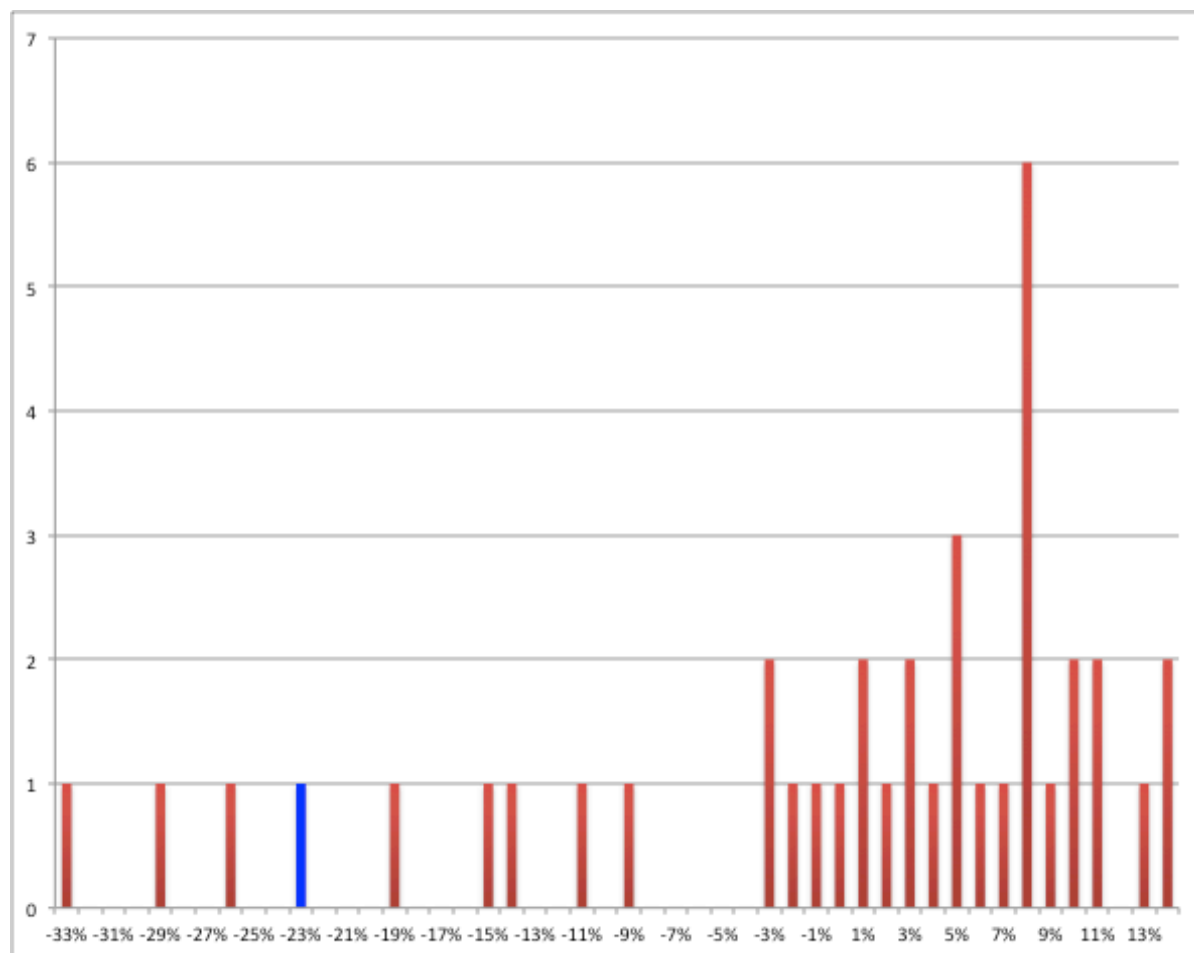


Raunávöxtun 1971-2010



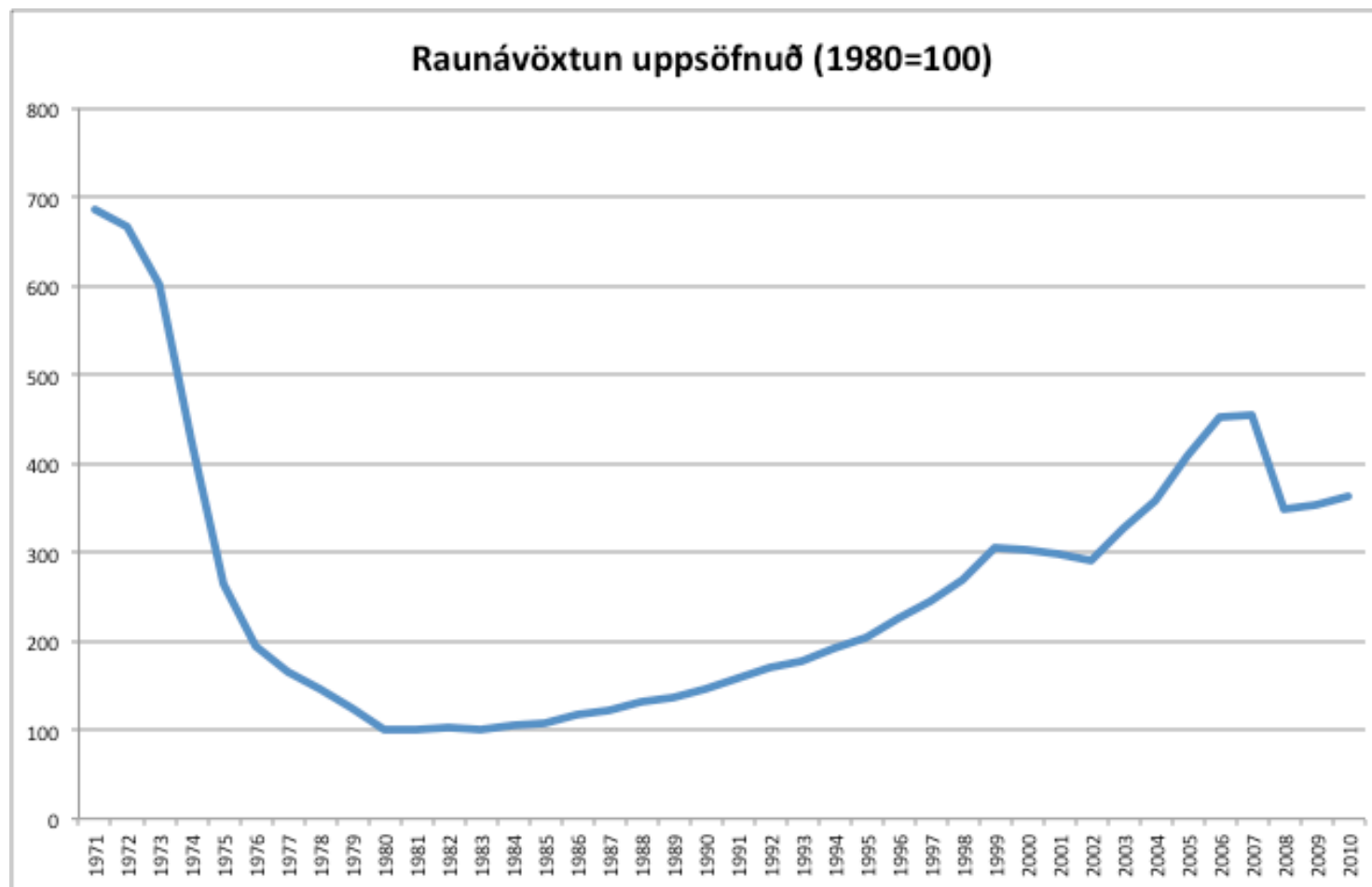


Raunávöxtun 1971-2010





Raunávöxtun 1971-2010



686 krónur 1971 orðnar að 100 krónum 1980,
455 krónum 2007 og 364 krónum 2010.



HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIÐEILD



Lykiltölur frá 1970 – á verðlagi ársins 2010

Eign 1970: 21 milljarður

Eign 2010: 1.910 milljarðar

Iðgjöld umfram lífeyrisgreiðslur 1970-2010: 1.251 milljarður

Raunávöxtun samtals $1.910 - 1.251 - 21 = 638$ milljarðar

Þannig að rétt um þriðjungur eigna sjóðanna er tilkominn vegna raunávöxtunar, tveir þriðju vegna iðgjalda umfram lífeyrisgreiðslur.





Lykiltölur 1971-2010

	1971-2010	1981-2010	1971-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2010
Meðalávöxtun						
Hefðbundið meðaltal	-0,3%	4,7%	-15,1%	4,0%	7,6%	2,4%
Margfeldismeðaltal	-1,6%	4,4%	-17,5%	3,9%	7,5%	1,8%
Virðisvegið meðaltal	2,8%	3,1%	-11,3%	4,8%	7,4%	1,3%
Staðalfrávik	12,9%	7,1%	15,1%	3,6%	3,8%	10,9%





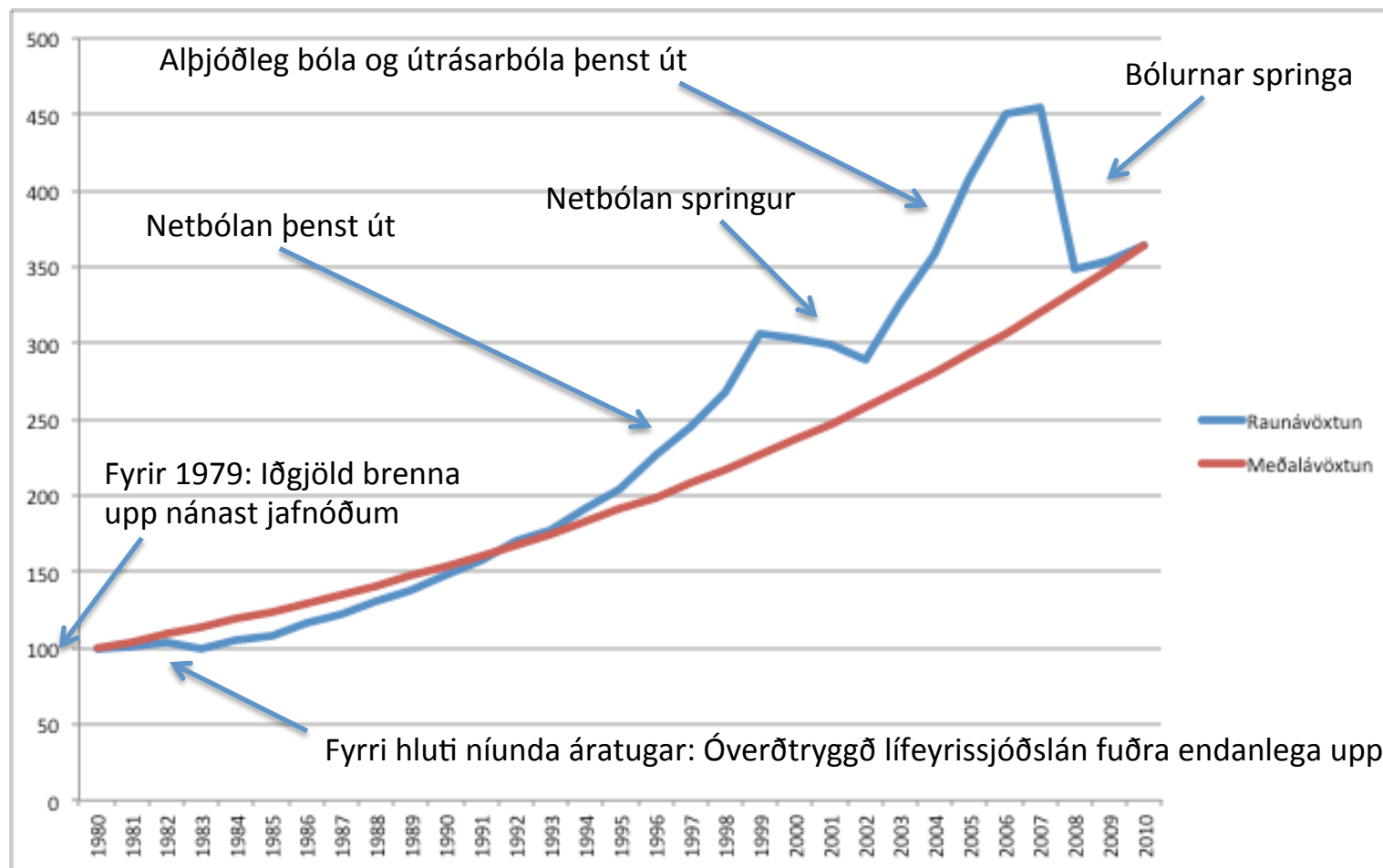
1980

- Áttundi áratugurinn var hrein hörmung fyrir lífeyrissjóðina. Iðgjöld brunnu upp jafnóðum á verðbólguálinu.
- 1980 er nokkuð gott viðmiðunarár því að þá er verðtryggingin komin, stutt í vaxtafrelsi og glittir í hlutabréfamarkað. Ekki var þó opnað fyrir erlenda fjárfestingu fyrr en á tíunda áratugnum.
- Skoðun á ávöxtun 1980-2010 nær því frá lokum fyrra hruns og framyfir síðara hrun.



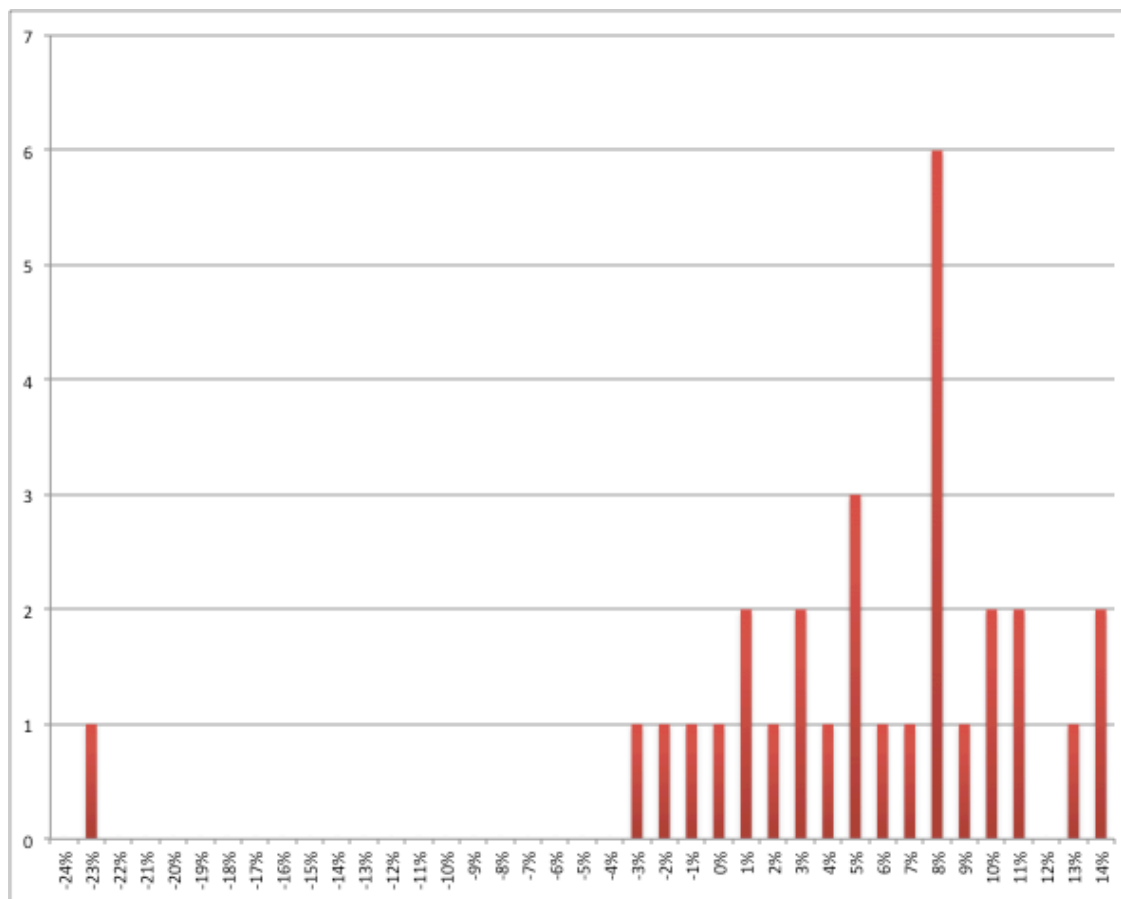


Uppsöfnuð raunávöxtun 1980-2010





Dreifing raunávöxtunar 1981-2010



Ávöxtun ársins 2008 var sex staðalfrávikum fyrir neðan meðaltal áráanna 1980-2007.

Líkur á því (m.v. normaldreifingu) eru 0,0000001%.

Ávöxtunin er örugglega ekki normaldreifð!



HÁSKÓLI ÍSLANDS
VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD



3,5%

- 3,5% er ekki fráleitt viðmið fyrir lífeyrissjóði. Meðalávöxtun þeirra frá fyrra hruni er rétt um eða yfir þessu marki.
- M.v. **3%** raunávöxtun skuldabréfa og **5%** raunávöxtun hlutabréfa að jafnaði væri hægt að ná þessu með eignasafni sem væri **70%** skuldabréf og **30%** hlutabréf.
- Vitaskuld væri þó við því að búast að talsverðar sveiflur yrðu yfir tíma, bæði fyrir ofan og neðan viðmiðið.





Hættur

- Viðvarandi lægð á hlutabréfamarkaði.
- Djúpar og langar sveiflur í gengi gjaldmiðla.
- Mjög lágir vextir mjög lengi á skuldabréfamarkaði.
- Hrun af *tegund 1* (sbr. áttundi áratugurinn).
- Hrun af *tegund 2* (sbr. 2008). Á undan kemur þá eignaverðsbóla – heildaráhrifin þurfa ekki að verða mjög mikil.





Pólitísk hætta

- Mesta hættan er *pólitísk hætta*, þ.e. að eignir lífeyrissjóða verði gerðar upptækar, beint eða óbeint.
- Það var gert í raun á áttunda áratugnum (hrun 1), hefur verið gert erlendis (t.d. Argentína) og ýmsar hugmyndir í þá veru hafa verið viðraðar hérlendis undanfarin ár.
- Síðustu dagana fyrir hrun 2 var rætt í fyllstu alvöru um að hætta erlendum eignum lífeyrissjóðanna til bjargar bönkunum.





Áhrif breytinga

Verðum að skoða þrjár sviðsmyndir:

- 1) Viðmiðið lækkað, í t.d. 3%, og síðan næst betri árangur en það (t.d. 3,5%).
- 2) Viðmiðið lækkað, í t.d. 3%, og ávöxtun verður á því róli.
- 3) Viðmiðið óbreytt en ávöxtun verður verri en það.





Sviðsmynd 1: Viðmið lækkað en raunávöxtun 3,5%

1. Lífeyrisréttindi færð niður fyrst í stað.
 2. Iðgjöld hækkuð fyrst í stað.
 3. Lífeyrisréttindi færð upp aftur síðar og iðgjöld (líklega) lækkuð.
- Hefur afar slæm áhrif á núverandi lífeyrisþega og þá sem fara fljótlega á eftirlaun (sem höfðu þó fyrir að jafnaði mun verri lífeyrisréttindi en þeir yngri geta vænst).
 - Aukinn sparnaður dregur úr heildareftirspurn (sem seinkar hagvexti og bætir viðskiptajöfnuð).
 - Vextir lækka vegna aukins sparnaðar – getur aukið hagvöxt þegar fram í sækir og bætt hag skuldugra.
 - Hagur hins opinbera versnar fyrst í stað, vegna minni skatttekna, nýtur þó einnig lægri vaxta.





Sviðsmynd 1: Viðmið lækkað en raunávöxtun 3,5%

- Viðbrögð lífeyrissjóða verða væntanlega að breyta fjárfestingastefnu, draga úr vægi hlutabréfa (innlendra og erlendra) en auka vægi skuldabréfa og lífeyrissjóðslána.
- Fjárfestingastefnan ætti að færast í þá átt að skila lægri væntriávöxtun (og minni áhættu) en áður.
- Það, ásamt auknum sparnaði, hefur áhrif á bæði skuldabréfamarkað (ávöxtunarkrafa *lækkar*) og hlutabréfamarkað (ávöxtunarkrafa *hækkar*) og gengi krónunnar (*hækkar*).
- Þetta seinkar líklega eitthvað endurreisn hlutabréfamarkaðar, sem hefur slæm áhrif á einkageirann.
- Engin þessara áhrifa eru þó mjög sterk.





Sviðsmynd 2: Viðmið lækkað og raunávöxtun lág

1. Lífeyrisréttindi færð niður fyrst í stað.
 2. Iðgjöld hækkuð fyrst í stað.
- Hefur afar slæm áhrif á núverandi lífeyrisþega og þá sem fara fljótlega á eftirlaun (sem höfðu þó fyrir að jafnaði mun verri lífeyrisréttindi en þeir yngri geta vænst).
 - Hefur slæm áhrif á unga og miðaldra, sem verða að leggja meira til hliðar á meðan þeir vinna til að fá sömu lífeyrisréttindi og hefðu fengist með 3,5% ávöxtun.
 - Aukinn sparnaður dregur úr heildareftirspurn (sem seinkar hagvexti og bætir viðskiptajöfnuð).
 - Vextir lækka vegna aukins sparnaðar – getur aukið hagvöxt þegar fram í sækir og bætt hag skuldugra.
 - Hagur hins opinbera versnar.





Sviðsmynd 2: Viðmið lækkað og raunávöxtun lág

- Viðbrögð lífeyrissjóða verða væntanlega að breyta fjárfestingastefnu, draga úr vægi hlutabréfa (innlendra og erlendra) en auka vægi skuldabréfa og lífeyrissjóðslána.
- Fjárfestingastefnan ætti að færast í þá átt að skila lægri væntriávöxtun (og minni áhættu) en áður.
- Það, ásamt auknum sparnaði, hefur áhrif á bæði skuldabréfamarkað (ávöxtunarkrafa *lækkar*) og hlutabréfamarkað (ávöxtunarkrafa *hækkar*) og gengi krónunnar (*hækkar*).
- Þetta seinkar líklega eitthvað endurreisn hlutabréfamarkaðar, sem hefur slæm áhrif á einkageirann.
- Engin þessara áhrifa eru þó mjög sterk.





Sviðsmynd 3: Viðmið óbreytt, ávöxtun undir viðmiði

1. Ekkert gerist fyrst í stað.
 2. Fyrr eða síðar eru réttindi færð niður og iðgjöld hækkuð.
- Hefur lítil áhrif á núverandi lífeyrisþega og þá sem fara fljótlega á eftirlaun, a.m.k. fyrst í stað.
 - Hefur slæm áhrif á unga og miðaldra, sem verða að leggja meira til hliðar á meðan þeir vinna til að fá sömu lífeyrisréttindi og hefðu fengist með 3,5% ávöxtun.
 - Sparnaður eykst ekki fyrr en síðar, þegar hugsanlega er kominn minni slaki í hagkerfið, jafnvel þensla. Aukinn sparnaður dregur úr heildareftirspurn (sem seinkar hagvexti og bætir viðskiptajöfnuð).
 - Vextir lækka vegna aukins sparnaðar – getur aukið hagvöxt þegar fram í sækir og bætt hag skuldugra.

