

Lífeyrissjóðakerfi á krossgötum

Íslenska lífeyrskerfið stendur frammi fyrir erfiðum úrlausnarefnum. Þær áskoranir sem sjóðirnir standa nú frammi fyrir eru sprottnar úr breyttu efnahagslegu og lýðfræðilegu umhverfi sjóðanna. Launþegar eru skyldugir til að greiða 4% iðgjald af launum í sjóðina og atvinnurekendur 8%. Iðgjöldin og mótframlag atvinnurekanda skulu standa undir tryggingavernd sem nemur 56% af meðallaunum frá starfslokum til æviloka, samkvæmt lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Sé uppbygging lífeyrskerfisins ekki skilvirk og sjálfbær er hætt á að mikil verðmæti glatist eða þeim verði ekki dreift með sanngjörnum hætti á milli þjóðfélagshópa og kynslóða. Það þarf því ekki að fjölyrða um mikilvægi framtíðaruppbyggingar kerfisins og þeirra umræðu sem taka þarf um hana. Í þessari grein vikur verður fjallað um þær áskoranir sem lífeyrskerfið stendur frammi fyrir, hvaða leiðir og sjónarmið koma til álit og hvernig bregðast má við breyttu umhverfi. Til hliðsjónar verður horft til þeirra leiða sem nágrannabjóðir okkar hafa farið.

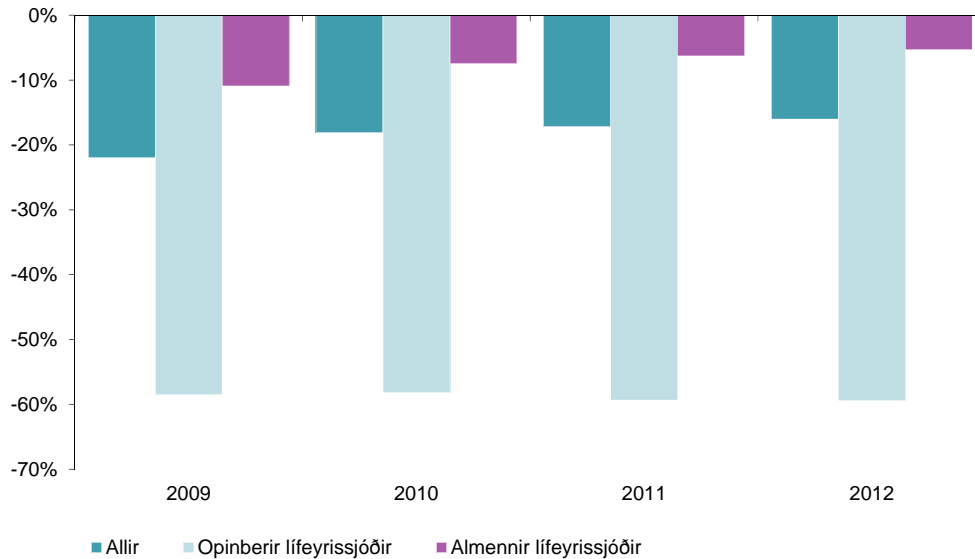
Tryggingafræðileg staða

Þegar ræddar eru aðgerðir á borð við þær sem hér verður fjallað um er nauðsynlegt að tekið sé tillit til núverandi tryggingafræðilegrar stöðu sjóðanna. Þ.e. mismun hreinna eigna og lífeyrisskuldbindinga þeirra.

Lífeyrisskuldbindingar opinberu sjóðanna eru tryggðar af launagreiðendum, þ.e. íslenska ríkinu og sveitarfélögum. Því geta skuldbindingar opinberu sjóðanna vikið verulega frá hreinni eign og var tryggingafræðileg staða þeirra neikvæð um 495 ma.kr. í árslok 2012, eða 59% af heildarskuldbindingum. Stöðu þessara sjóða þyrfti því að skoða sérstaklega og má nefna í því samhengi möguleikann á umbreytingu þeirra í gegnumstreymissjóði.

Hvað varðar almennu lífeyrissjóðina, sem ekki njóta ábyrgðar launagreiðanda, skulu eignir þeirra standa undir lífeyrisskuldbindingum samkvæmt lögum. Víki tryggingafræðileg staða sjóða frá lífeyrisskuldbindingum sem nemur meira en 10% í eitt ár eða 5% í fimm ár í röð skal hlutaðeigandi lífeyrissjóður gera nauðsynlegar breytingar á samþykktum hans. Sjónarmiðið við ofangreind vikmörk var að „gera greinarmun á tímabundnum sveiflum og viðvarandi ástandi með því að gera strangari kröfur í síðarnefnda tilvikinu“, eins og fram kemur í athugasemdum með lögum nr 129/1997 þegar það var til meðferðar á Alþingi. Samanlögð tryggingafræðileg staða almennu lífeyrissjóðanna var neikvæð um 173 ma.kr. í árslok 2012 eða 5,3% af heildarskuldbindingum.“ Aðstæður á mörkuðum voru mjög ákjósanlegar á árinu 2012, og var raunávöxtun sjóðanna 7,4% að meðaltali sem bætti stöðuna töluvert frá árinu áður. Þó er langt í að jöfnuði í tryggingafræðilegri stöðu verði náð, eins og sjá má af meðfylgjandi mynd.

Tryggingafræðileg staða í árslok sem % af heildarskuldbindingum



Á meðan tryggingafræðileg staða er neikvæð fjármagna iðgjaldagreiðendur í raun lífeyrisgreiðslur núverandi lífeyrisþega. Viðvarandi neikvæð tryggingafræðileg staða um 5% hefur í för með sér 5% tilfærslu fjármuna frá iðgjaldagreiðendum til lífeyrisþega. Hætt er við að tryggingafræðileg staða lífeyrissjóða haldist neikvæð þegar ávöxtunarviðmiðið er yfir ríkistryggðum markaðsvöxtum eins og nú er. Því er eðlilegt að spyrja hvort þetta fyrirkomulag sé heppilegt til framtíðar. Danir leyfa til að mynda ekki að lífeyrisskuldbindingar séu hærrí en hrein eign sjóðanna.

Slíkt fyrirkomulag myndi fyrirbyggja mikla tilfærslu fjármuna frá iðgjaldagreiðendum til lífeyrisþega, jafnframt hafa í för með sér tíðari breytingar á lífeyrisréttindum með tilheyrandi óhagræði fyrir lífeyrisþega. Hægt væri t.d. að lágmarka óhagræðið með deildarskiptingu sjóða, þar sem lífeyrisþegar væru í sérstakri deild með áhættuminni fjárfestingarstefnu.

Hækkandi lífaldur

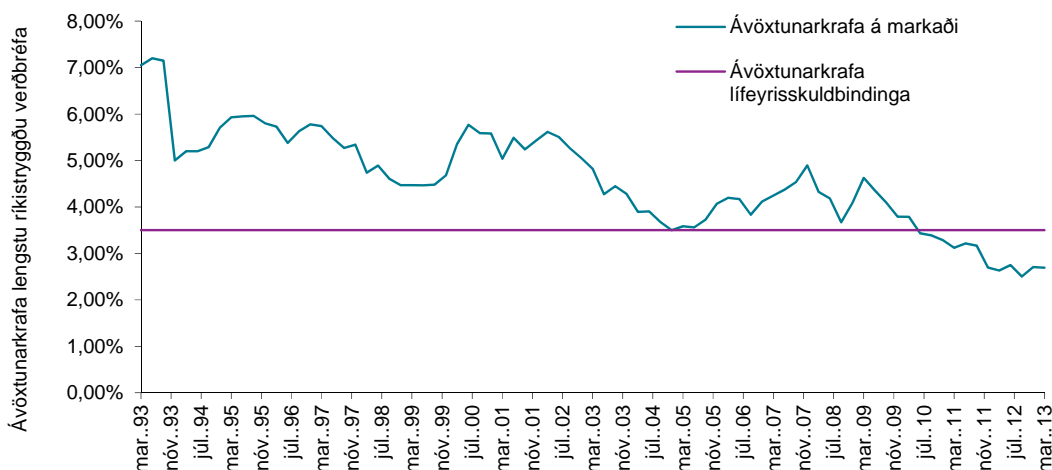
Lífslíkur þjóðarinnar hafa hækkað stöðugt undanfarna áratugi með framförum í heilbrigðisþjónustu og betri lýðheilsu og er útlit fyrir að sú þróun haldi áfram í náinni framtíð. Lífslíkur við upphaf lífeyristöku hækka hraðast. Samhliða þessari þróun hækka lífeyrisskuldbindingar íslenskra lífeyrissjóða. Hingað til hefur þetta gerst í þrepum með upptöku nýrra dánar- og eftirlifendataflna. Til að mynda tóku í gildi nýjar töflur við síðustu áramót sem leiddu af sér um 1%-1,5% hækkun lífeyrisskuldbindinga. Fyrirsjáanleg hækkun lífaldurs sem ekki er tekin með í uppreikningi lífeyrisskuldbindinga orsakar einnig að núverandi iðgjaldagreiðendur fjármagna að hluta núverandi lífeyrisgreiðslur. Búist er við að hækkandi lífaldur Íslendinga muni orsaka um 10% hækkun lífeyrisskuldbindinga, sem næmi um 420 ma.kr. fyrir allar samtryggingardeildir lífeyrissjóðanna.

Til þess að mæta þessu er verið að byggja væntingar um hækkandi lífslíkur inn í forsendur um uppreikning lífeyrisskuldbindinga í Danmörku. Þá hefur norska Fjármálaeftirlitið lagt til innleiðingu sambærilegrar aðferðafræði þar í landi.

Vaxtaviðmið lífeyrisskuldbindinga

Samkvæmt reglum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða skulu lífeyrissjóðir nota 3,5% vaxtaviðmið umfram vísitölu neysluverðs við núvirðingu lífeyrisskuldbindinga. Sjóðirnir þurfa því að skila að lágmarki 3,5% raunávöxtun svo ekki gerist þörf á að skerða lífeyrisréttindi í framtíðinni. Reglurnar voru settar árið 1998 þegar ríkistryggði raunvaxtaferillinn var í kringum 5%. Ríkistryggðir raunvextir höfðu verið yfir þessu vaxtastigi og í lækkunarferli undangengin ár. Þessi þróun hélt áfram í kjölfar setningu reglnanna og veitti lífeyrissjóðunum gott umhverfi til þess að ná góðriávöxtun eigna. Í júní 2010 fóru vextirnir svo undir 3,5% og hefur allur ríkistryggði ferillinn síðan verið undir 3,5% vaxtaviðmiðinu.

Þróun langtímaraunvaxta



Kjósi lífeyrissjóðir að hafa hátt vægi ríkistryggðra fjárfestingakosta í þessu umhverfi eru verulegar líkur á að 3,5% vaxtaviðmiðinu verði ekki náð og viðkomandi sjóðir þurfi með tímanum að skerða réttindi. Núverandi vaxtaumhverfi hvetur þannig lífeyrissjóði til þess að færa sig í áhættumeiri fjárfestingarkosti. Væri vaxtaviðmiðið hins vegar undir ríkistryggðum vöxtum myndu lífeyrissjóðir sækja meira í ríkistryggð verðbréf, sem heldur fjármagni frá öðrum fjárfestingarkostum. Því er mikilvægt að vaxtaviðmiðið sé hvorki of hátt né of lágt, svo hvatarnir í fjárfestingum lífeyrissjóðanna virki í þágu sjóðsfélaga sem og hagkerfisins í heild.

Fast eða breytilegt vaxtaviðmið?

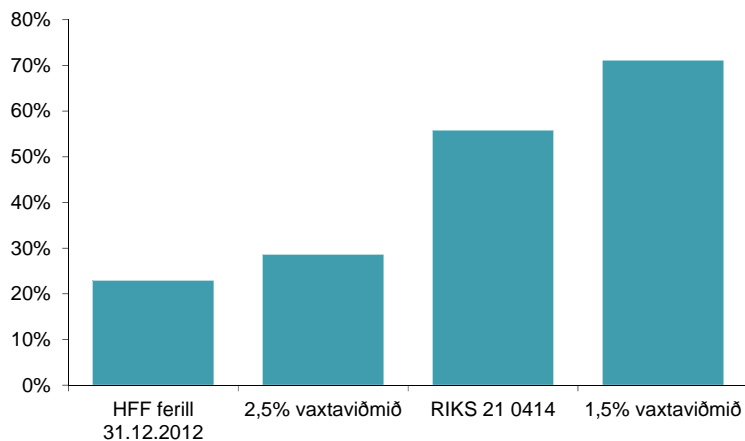
Helsti kostur fasts vaxtaviðmiðs er að ekki er þörf á að uppfæra ávöxtunarkröfu lífeyrisskuldbindinga á milli ára, sem einfaldar tryggingafræðilegt uppgjör sjóðanna. Gallar fasts vaxtaviðmiðs eru hins vegar áður nefnd áhrif á áhættusækni sjóðanna auk þess að vaxtaviðmiðið setur ákveðið viðmið fyrir fjármálamarkaði sem hefur áhrif á vaxtastig. Þetta hefur komið í ljós á Íslandi, þar sem vaxtaviðmiðið virðist hafa aftrað lækkun ríkistryggðra vaxta.

Sú leið sem flestar okkar nágrannaþjóðir fara í dag (t.a.m. Danmörk, Svíþjóð og Noregur) er að vaxtaviðmiðið byggi á markaðsvöxtum hvers tíma. Alþjóðlegu reikningsskilastaðlarnir (IAS 19) byggja jafnframt á sambærilegri nálgun. Þessi aðferð hefur í för með sér auknar sveiflur í lífeyrisskuldbindingum og gangvirði eigna lífeyrissjóðanna í gegnum núvirðingu

framtíðargreiðsluflæðis þeirra. Þar sem lífeyrisskuldbindingar sjóðanna hafa langan líftíma hvetur þetta fyrirkomulag til langtímafjárfestinga, þar sem sveiflur í markaðsvöxtum hafa minni áhrif á tryggingafræðilega stöðu þeirra sjóða sem eru með langar skuldabréfaeignir í bókum sínum. Þá hefði þetta í för með sér aukna eftirspurn eftir löngum verðbréfum og dýpri markað fyrir langtíma fjármögnun á Íslandi. Með þessu móti væru lífeyrissjóðirnir að taka aukna tímalengdaráhættu, en fengu greitt fyrir hana með álagi ofan á ávöxtun í formi tímalengdarálags.

Athuganir sýna að áhrif lækkunar vaxtaviðmiðsins um 1% hækki heildarlífeyrisskuldbindingar um 29% og 2% lækkun vaxtaviðmiðsins um 74%. Ef vaxtaviðmiðið yrði lækkað í feril Íbúðabréfa yrðu áhrifin rúm 20% til lækkunar skuldbindinga og um 55% m.v. ávöxtunarkröfu Spariskírteina ríkissjóðs (RIKS 21 0414). Heildarskuldbindingar almennu lífeyrissjóðanna námu rúmum 3.366 milljörðum króna í árslok 2012. Breyting vaxtaviðmiðsins er því fljót að hafa áhrif í dreifingu fjármuna á milli kynslóða þjóðarinnar upp á hundruð, ef ekki þúsundir milljarða króna. Af þessu má sjá að vaxtaviðmiðið er mikilvægt grundvallaratriði lífeyriskerfisins og í raun stórt réttlætismál þjóðarinnar í heild.

Hækkun lífeyrisskuldbindinga við breytingu vaxtaviðmiðs



Mildunaraðgerðir – að dreifa afleiðingunum á milli kynslóða og hópa

Af framangreindu má sjá að vaxtastigið í hagkerfinu og aldersþróun þjóðfélagsins skapar lífeyriskerfinu nokkurn vanda. Vegna lágs vaxtastigs er lífeyrissjóðunum torsótt að ná ávöxtunarviðmiði sínu jafn auðveldlega og undanfarna áratugi. Færa má rök fyrir því að það muni leiða til áhættusamari fjárfestinga af hálfu lífeyrissjóða og lækkun réttinda náist viðmiðið ekki. Hækkun lífaldurs mun einnig hækka lífeyrisskuldbindingar að öðru óbreyttu og versnandi tryggingafræðilegrar stöðu. Mjög takmarkað svigrúm er í kerfinu til að taka á þessum vanda, þar sem tryggingafræðileg staða sjóðanna var neikvæð í árslok 2012.

Unnt er að mæta versnandi tryggingafræðilegri stöðu vegna breytinga í ávöxtunarviðmiði og/eða breyttum forsendum um lífslíkur með:

- 1 lækkun lífeyrisréttinda
- 2 hækkun lífeyrisaldurs
- 3 hækkun iðgjalda.

Mikilvægt er að hafa í huga að hækkun iðgjalda hefur engin áhrif á áfallna stöðu lífeyriskerfisins, heldur aðeins á framtíðarstöðuna. Með hækkun iðgjalda er því verið að færa þann halla sem myndast hefur í kerfinu á iðgjaldagreiðendum í dag. Lækkun lífeyrisréttinda og hækkun lífeyrisaldurs hafa hins vegar jöfn áhrif á áfallna stöðu og framtíðarstöðu lífeyrissjóðanna.

Séu afleiðingar kerfisbreytinga metnar of miklar til þess að réttlæt看legt sé að lífeyrisþegar taki réttindaskerðinguna á einu ári er eðlilegt að breytingarnar séu innleiddar í skrefum yfir lengra tímabil. Þá er mikilvægt að jafnt tillit sé tekið til hagsmuna iðgjaldagreiðenda og lífeyrisþega við innleiðingu slíkra breytinga. Æskilegt er að að báðir hagsmunahópar taki á sig eðlilegan hluta byrðanna og að þær séu innleiddar yfir hæfilega langt tímabil. Innleiðingarferlið getur verið flókið og krefst ítarlegrar tryggingafræðilegrar greiningar. Það er því mikilvægt að vanda vel til verks og að horft verði til reynslu nágrannaþjóðanna í þessu tilliti.

Ávöxtunarmöguleikar

Til þess að ná 3,5% ávöxtunarviðmiðinu þurfa lífeyrissjóðirnir að búa við fjárfestingakosti sem ná slíkri ávöxtun til lengri tíma, án þess að hætta sé á bólu myndun á mörkuðum. Innflæði í lífeyrissjóðina umfram útfæði og fjármagnshöftin gera það að verkum að safnast hefur fjármagn fyrir í lífeyrissjóðunum. Samhliða þessu hefur þörf ríkissjóðs fyrir nýja lántöku dregist saman frá 2009 með minnkandi fjárlagahalla. Því leitar meira fjármagn í færri fjárfestingarkosti sem lækkar vaxtastig og ýtir undir verðhækkanir á fjármálamörkuðum. Í þessu umhverfi er hætta á að fjárfestingakostir verði yfirverðlagðir sem torveldar aftur lífeyrissjóðunum að ná 3,5% ávöxtunarviðmiðinu til framtíðar.

OECD tekur undir þetta sjónarmið í skýrslu sinni, OECD Pensions Outlook 2012: „Ísland hefur bannað nýjar erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða í þeim tilgangi að hefta fjárstreymi úr landi í kjölfar falls íslensku viðskiptabankanna. Afleiðingar takmörkunar á dreifingu fjárfestinga með þessum hætti getur aukið áhættu og lækkað ávöxtun, með tilheyrandi tjóni fyrir lífeyrisþega framtíðarinnar.“

Í ljósi stærðar þeirra eru aðstæður íslenskra lífeyrissjóða eru því ekki öfundsverðar. Athyglisvert er í þessu samhengi að bera saman Norska ríkislífeyrissjóðinn, Statens pensjonsfond Norge, oft nefndur „Norski olúsjóðurinn“, við Íslenska lífeyriskerfið, en í árslok 2012 voru aðeins 2% eigna Olúsjóðsins bundnar í norskum eignum. En stefna sjóðsins hefur verið að fjárfesta aðeins litlum hluta eigna sinna í Noregi vegna stærðar sinnar í hlutfalli við hagkerfið. Olúsjóðurinn er um 164% af vergri landsframleiðslu á meðan Íslenska lífeyriskerfið er 123% af vergri landsframleiðslu og 77% eignum þess eru bundnar í íslenskum eignum (árslok 2011). Í þessu ljósi er eðlilegt að spyrja hvort ekki sé ástæða til að stefna að aukinni erlendri fjárfestingu og þar með áhættudreifingu þegar fjármagnshöftin hafa verið losuð.

Til þess að fjölga möguleikum lífeyrissjóðanna til ávöxtunar innanlands hafa fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna í óskráðum verðbréfum verið rýmkaðar tímabundið úr 20% í 25% af hreinni eign. Með þessu eykst jafnframt aðgengi lítilla og meðalstórra fyrirtækja að fjármagni. Hins vegar eykst áhætta sjóðanna að ákveðnu leyti, þar sem félögin undirgangast ekki sömu kröfur og skráð félög varðandi upplýsingagjöf o.fl. Þetta gerir auknar kröfur til lífeyrissjóðanna varðandi áreiðanleikakannanir fjárfestingarkosta, eftirlit með ákvörðunum stjórnenda sem annars væru tilkynningaskyldar í kauphöll og framkvæmd annarra greininga þegar kemur að fjárfestingum í óskráðum félögum.

Lokaorð

Umhverfi lífeyrissjóða er síbreytilegt. Lækkandi vaxtastig frá 1997 og hækkandi lífslíkur gefa tilefni til endurskoðunar kerfisins nú. Við slíka endurskoðun er mikilvægt að læra af reynslu nágrannalandsanna af sambærilegum breytingum á sama tíma og tekið er tillit til sérstakra tímabundinna aðstæðna vegna fjármagnshafta, verðtryggingar, o.fl. Í þessu samhengi má til að mynda líta til þess að danska lífeyriskerfið var árið 2012 metið það besta í heimi í ýtarlegri rannsókn þar sem stærstu lífeyriskerfi heims eru borin saman.

Ljóst er að breytingar á lífeyriskerfinu verða að vera hugsaðar til langs tíma og er því mikilvægt að ígrunda þær vel. Heildstæð greining á kerfinu og afleiðingum viðkomandi breytinga er mikilvægur grundvöllur allra ákvarðana sem teknar verða í þessu tilliti. Takist vel til getum við búist við að lífeyriskerfið sinni hlutverki sínu enn betur með skilvirkum og sjálfbærum hætti. Kerfi sem gæti reynst þjóðfélaginu ómetanlegt til framtíðar.

Sigurvin B. Sigurjónsson

**Höfundur er með M.Sc. í Quantitative Finance og starfar sem sérfræðingur í áhættustýringu hjá
KPMG**