



Svava Óskarsdóttir<sup>1</sup>

## Þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010<sup>2</sup>

Íslenska lífeyriskerfið byggir á þremur meginstoðum; sameignarlífeyrissjóðum, frjálsum séreignarsparnaði og almannatryggingum á vegum ríkisins. Meginhlutverk þessa kerfis er að sjá fólki fyrir tekjum eftir starfslok sem og annars konar bótum t.d. vegna örorku. Hlutverk lífeyrissjóða er að taka við iðgjöldum frá sjóðfélögum og ávaxta þau til greiðslu framtíðarskuldbindinga. Í eðli sínu eiga lífeyrissjóðir að vera áhættufælnir, þar sem að þeir þurfa að mæta þessum framtíðarskuldbindingum og reyna að ávaxta ráðstöfunarfé sitt á sem ábyrgastan og bestan hátt. Á undanförunum árum hafa valkostir lífeyrissjóða við fjárfestingar stöðugt aukist og orðið flóknari, sem gerir auknar kröfur til lífeyrissjóða um vönduð vinnubrögð og áhættustjórnun. Lög um lífeyrissjóði frá 1997 setja lífeyrissjóðunum skorður og takmarkanir á fjárfestingar til þess að reyna að lágmarka áhættu og tryggja réttindi sjóðfélaga.

Starfandi lífeyrissjóðir voru í lok ársins 1999 62 talsins. Í byrjun árs 2011 voru starfandi sjóðir orðnir 33, þar af eru tveir sjóðir sem ekki taka lengur við iðgjöldum. Mikil fækkun hefur orðið á síðastliðnum árum en margir lífeyrissjóðir hafa verið sameinaðir ásamt því að einhverjir hafa verið lagðir niður. Fækkun sjóðanna má væntanlega rekja til hagræðingar í rekstri til lækkunar rekstrar-kostnaðar sem og öðrum ávinningi vegna stærðarhagkvæmni.

Efnahagsyfirlitum lífeyrissjóða hefur verið safnað af Upplýsingasviði Seðlabankans frá byrjun árs 1997. Mánaðarlegum gögnum er safnað með úrtaki stærstu lífeyrissjóða á Íslandi og útfrá þeim eru heildareignir lífeyrissjóða áætlaðar. Í lok ársins 2010 náði úrtakið til 20 lífeyrissjóða sem áttu samtals um 96,8% af hreinni eign lífeyrissjóðakerfisins í árslok 2009. Í þessari grein verður að mestu notast við þau mánaðarlegu gögn sem Upplýsingasvið Seðlabankans tekur saman, en að öðrum kosti ársreikninga lífeyrissjóða.

### Hrein eign

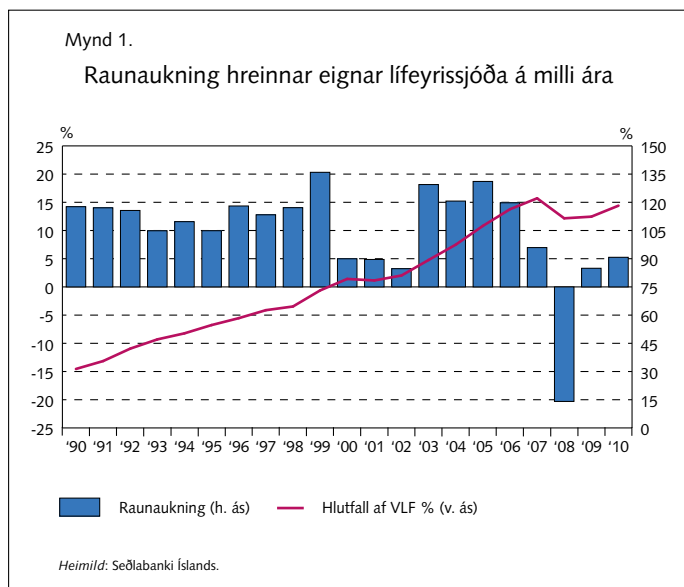
Eignir lífeyrissjóða hafa vaxið hratt frá árunum upp úr 1980. Ætla má að hraður vöxtur lífeyriskerfisins sé að töluverðu leyti tilkomin vegna hagstæðrar aldursamsetningar þjóðarinnar og þeirrar staðreyndar hve ungt lífeyriskerfið á Íslandi er í raun. Inngreiðslur í sjóðina eru því ennþá hærri en sem nemur útgreiðslum mánaðarlega og hefur það gefið lífeyrissjóðunum efni til þessarar hröðu stækkunar. Ætla má einnig að sú víðtæka verðtrygging sem hófst um svipað leyti hafi haft jákvæð áhrif á eignarmyndun. Þá hefur það einnig skipt sköpum að um nokkurra ára skeið, sérstaklega á meðan verðbréfamarkaður var að þroskast á Íslandi, nutu lífeyrissjóðirnir óvenju hagstæðrar ávöxtunar.

Þegar rætt er um hreina eign til greiðslu lífeyris er átt við heildareignir lífeyrissjóða að frá-dregnum skuldum. Bráðabirgðatölur um stöðu lífeyrissjóða í árslok 2010 sýna að hrein eign þeirra nemur um 1.914 ma.kr. Raunaukning ársins 2010, miðað við bráðabirgðatölur, var því um 5%.

1. Höfundur er starfsmaður á Upplýsingasviði.

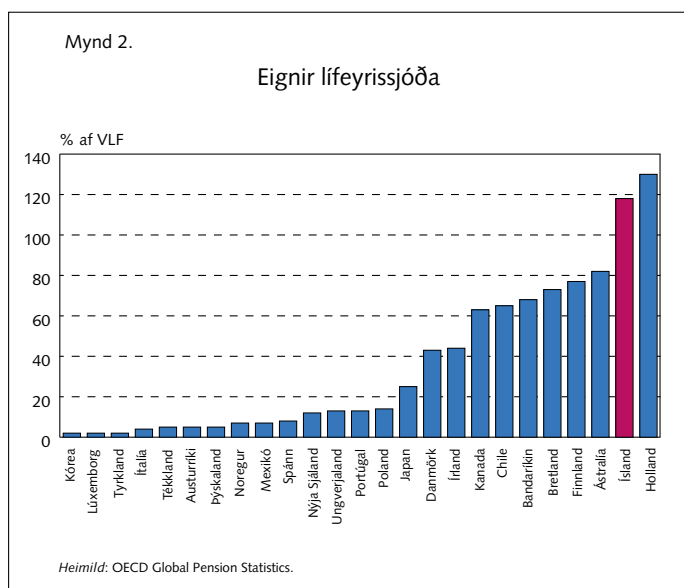
2. Nýjustu gögn vegna desember 2010 eru bráðabirgðagögn og kunna að taka breytingum þar sem að endurskoðað ársuppgjör hefur ekki borist frá lífeyrissjóðum.

Er það nokkru lægra en meðaltal raunaukningar á tímabilinu 1990 til 2010, sem var um 10%. Eftirmálar bankahrunsins á Íslandi 2008 eiga vafalaust sinn hlut í því. Á árabílinu 2000 til 2002 var raunaukning einnig lág í sögulegum samanburði, en það skýrðist að mestu af lækkun erlendra eigna þar sem ávöxtun þeirra var lág á þessu tímabili. Mynd 1 sýnir raunaukningu hreinnar eignar lífeyrissjóða á milli ára miðað við eign þeirra í lok hvers árs á verðlagi í febrúar 2010.



Lífeyrissjóðirnir fóru ekki varhluta af bankahruninu en það kom meðal annars fram í því að raunaukning hreinnar eignar var í fyrsta skipti neikvæð árið 2008 um rétt yfir 20%. Lækkun á eignum lífeyrissjóða vegna bankahrunsins kom fyrst og fremst fram í því að hlutabréf og skuldabréf bankanna misstu nær allt verðgildi sitt. Eign lífeyrissjóða á skuldabréfum innlánsstofnana var í september 2008 um 148 ma.kr.. Í lok árs 2009 voru skuldabréf lífeyrissjóða útgefin af innlánsstofnunum hins vegar metin á 50 ma.kr.. Skuldabréf fyrirtækja lækkuðu einnig

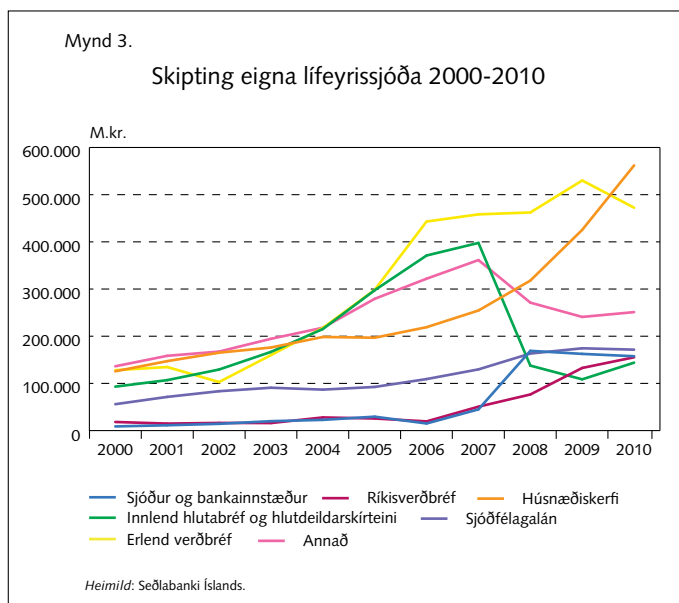
í eignasafni lífeyrissjóða í kjölfar bankahrunsins en þau fóru frá því að vera 189 ma.kr í september 2008 í 144 ma.kr í lok desember 2008. Þá höfðu afleiðingar af falli bankanna mikil áhrif á innlendan hlutabréfamarkað. Innlend hlutabréf lífeyrissjóðanna lækkuðu úr því að vera 141 ma.kr í september 2008 niður í tæpa 24 ma.kr í lok desember 2008. Að sama skapi lækkaði eign lífeyrissjóða í innlendum verðbréfasjóðum en hún stóð í rúmum 177 mö.kr. í lok september 2008 en var metin á 107 ma.kr í lok desember sama ár. Nokkrir lífeyrissjóðir hafa þurft að grípa til þess úrræðis að draga úr réttindum sjóðfélaga í kjölfar þessarar miklu lækkunar á verðbréfaeign sjóðanna.



Þrátt fyrir þau áföll sem á hafa dunið undanfarin misseri er ljóst að íslenska lífeyrissjóðakerfið er ennþá stórt í alþjóðlegum samanburði. Hrein eign lífeyrissjóða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (VLF), var árið 1981 11,6 %. Hæst náði hlutfallið árið 2007 og var þá 122% af VLF. Í lok árs 2009 stóð hlutfallið í 112,4% sem þykir hátt í alþjóðlegum samanburði. Samkvæmt úttekt OECD á eignum lífeyrissjóða í hlutfalli við verga landsframleiðslu var Ísland í öðru sæti af OECD ríkjum hvað varðar stærð lífeyrissjóðakerfis.

## Eignasamsetning lífeyrissjóða

Eignasamsetning lífeyrissjóða hefur tekið margvíslegum breytingum á tímabilinu frá árinu 2000 og fram til dagsins í dag eins og sjá má á mynd 3. Hlutfall sjóðfélagalána af hreinni eign hjá lífeyrissjóðunum hækkaði ekki á árunum 2004-2007 þegar mikil þensla var á húsnæðismarkaði á Íslandi. Vænta má að innkoma bankanna á húsnæðislánamarkað árið 2004 hafi þar sitt að segja. Eftir hið mikla áfall sem dundi yfir íslenskan fjármálamarkað síðla árs 2008 hefur eignasamsetning lífeyrissjóðanna tekið töluverðum breytingum. Lífeyrissjóðir hafa í auknum mæli fjárfest í ríkisverðbréfum og verðbréfum í húsnæðiskerfinu þar sem að aðrir fjárfestingakostir eru takmarkaðir um þessar mundir m.a. vegna gjaldeyrishafta. Einnig hafa innlán lífeyrissjóða aukist mikið en í lok árs 2010 voru sjóður og bankainnstæður lífeyrissjóða áætlað 158 ma.kr, þessi fjárhæð var til samanburðar 45 ma.kr árið 2007.



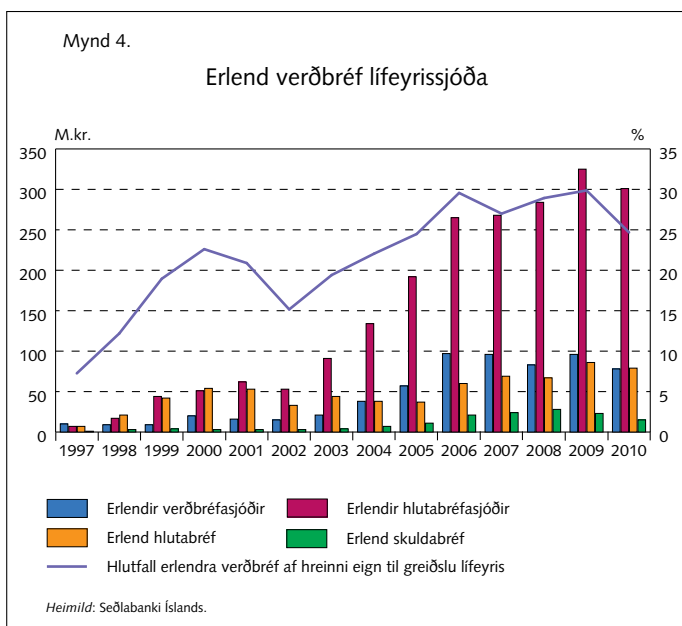
Þegar ríkisverðbréf, ríkistryggð íbúðabréf og innlán eru tekin saman sést að hlutfall ríkistryggðra eigna var í árslok 2000 22%. Í september 2008 var þetta hlutfall svipað eða 25%. Eftir hrun bankanna má hins vegar sjá stigvaxandi aukningu í þessum eignum en í árslok 2010 var hlutfallið orðið um 45% af heildareignum lífeyrissjóða.

### Erlend verðbréfaeign

Breytingar voru gerðar á lögum um lífeyrissjóði árið 2000 sem heimiluðu lífeyrissjóðum að hækka hlutfall erlendra eigna í safni sínu upp í 50%

af hreinni eign lífeyrissjóðs, en þetta hlutfall var áður 40%. Hlutfallsleg skipting erlendra verðbréfaeignar af heildareignum lífeyrissjóðanna var um 23% árið 2000 en hún stóð svo í 25% við árslok 2010. Frá 2006 voru lífeyrissjóðirnir með um 30% hlutfall af hreinni eign sinni í erlendum verðbréfum en það hlutfall var í árslok 2010 komið niður í tæp 25%, og er því orðið svipað og það var árið 2005. Því höfðu lífeyrissjóðirnir nokkuð svigrúm samkvæmt lögnum til að auka eign sína í erlendum verðbréfum. Gjalddeyrishöft voru sett í desember 2008 og litast staða lífeyrissjóðanna í dag nokkuð af þessum höftum hvað varðar nýjar fjárfestingar erlendis. Þau gera það að verkum að lífeyrissjóðum hefur ekki verið heimilt að leggja fé í nýjar fjárfestingar erlendis heldur er þeim einungis heimilt að endurfjárfesta fyrir fé sem tilkomið er vegna endurfjármögnunar erlendra eigna sem þeir áttu við setningu gjaldeyrishaftanna.

Eins og sjá má á mynd 4 varð töluverð lækkun á erlendra verðbréfaeign lífeyrissjóða á milli árána 2009 og 2010. Erlend verðbréfaeign fór úr því að vera 530 ma.kr í árslok 2009 niður í 473 ma.kr í árslok 2010. Þessa lækkun má að mestu leyti rekja til þess að um mitt ár 2010 gerðu lífeyrissjóðir samkomulag við Seðlabanka Íslands um kaup á íbúðarbréfum í eigu ríkissjóðs gegn því að lífeyrissjóðirnir seldu erlendar eignir og greiddu fyrir bréfin í evrum. Samkvæmt samningnum var heildarnafnvirði íbúðarbréfa um 90 ma.kr..



Þróun erlendar verðbréfaeignar lífeyrissjóða frá síðustu aldarmótum hefur einkennst af mikilli aukningu eignarhlutar í erlendum hlutabréfasjóðum. Aukning í þessum flokki hefur verið mikil frá árinu 2003 en í árslok 2010 áttu lífeyrissjóðir, samkvæmt bráðabirgðatölum, um 300 ma.kr í erlendum hlutabréfasjóðum en það eru um 64% af erlendra verðbréfaeign lífeyrissjóðanna.

### Gjaldmiðlavarnarsamningar

Til að verjast gengisáhættu vegna erlendar verðbréfaeignar gerðu margir lífeyrissjóðir gjaldmiðlavarnarsamninga.

Ein helsta óvissan sem eftir stendur varðandi eignir lífeyrissjóða eftir hrun bankanna er uppgjör sjóðanna á þessum gjaldmiðlavarnarsamningum. Við fall þriggja stærstu viðskiptabankanna í október 2008 áttu lífeyrissjóðirnir útstandandi gjaldmiðlavarnarsamninga við þá en uppgjör þessara samninga er enn í dag óljóst þar sem að samningsaðilum ber ekki saman um hvernig þeir skuli gerðir upp. Flestir lífeyrissjóðir gera ráð fyrir því að samningarnir verði gerðir upp miðað við gengisvísitölu 175. Þarna ber nokkuð í milli við bankana en samkvæmt þeirra ítrustu kröfum má gera ráð fyrir því að krafa bankanna á lífeyrissjóðina vegna þessara samninga nemi allt að 140 ma.kr. og er þá miðað við gengisvísitölu á bilinu 220-225.<sup>3</sup> Samkvæmt efnahagsyfirlitum lífeyrissjóðanna var skuld vegna afleiðusamninga metin í lok desember 2010 á 74 ma.kr. Lífeyrissjóðir gera flestir ráð fyrir að við uppgjör afleiðusamninga verði skuldajafnað á móti skuldabréfum bankanna í eigu lífeyrissjóða og gæti fjárhæðin þar af leiðandi verið hærri.

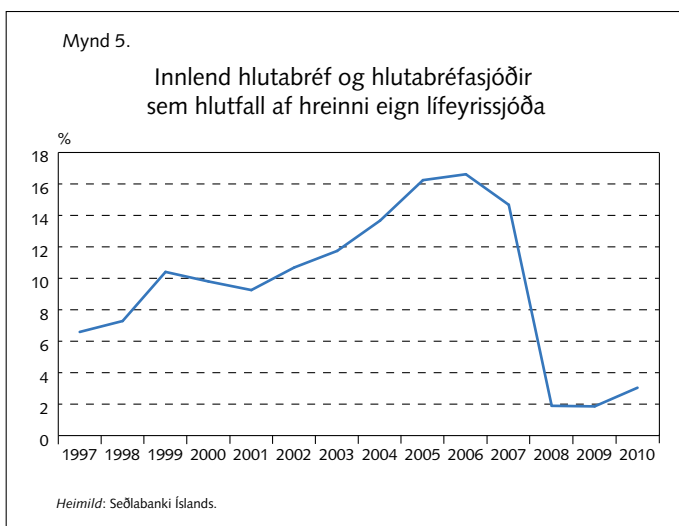
### Innlend hlutabréf og hlutabréfasjóðir

Innlend hlutabréf og hlutabréfasjóðir skipuðu sífellt stærri sess í eignarsafni lífeyrissjóða á árunum eftir 1997 en á þessum tíma fór íslenski hlutabréfamarkaðurinn ört vaxandi. Eign lífeyrissjóða í innlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum nam 55 mö.kr. árið 2000 en árið 2007 var eign lífeyrissjóða orðin 250 ma.kr. sem nam 15% af hreinni eign. Í kjölfar bankahrunsins 2008 féll virði innlendra hlutabréfa og eign lífeyrissjóða í innlendum hlutabréfum. Í árslok 2010 nam eign lífeyrissjóða á innlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum 58 mö.kr. eða 3% af hreinni eign. Um þessar mundir eru umsvif íslenska hlutabréfamarkaðarins í algjöru lágmarki og fýsileg kaupþækifæri fá á innlendum hlutabréfamarkaði þar sem einungis þrjú félög eru skráð í kauphöll.

### Ávöxtun lífeyrissjóða

Hrein raunávöxtun lífeyrissjóða, eða ávöxtun umfram verðbólgu, var 0,34% árið 2009 samanborið við -21,96% árið 2008. Meðaltal hreinnar raunávöxtunar hafði þá verið 0,4% síðastliðin 5 ár sam-

3. Samkvæmt úttekt Landsamtaka lífeyrissjóða.



kvæmt úttekt Fjármálaeftirlitsins. Ávöxtun lífeyrissjóða fyrir árið 2008 sker sig því úr hvað varðar ávöxtun síðastliðinna ára enda hefur ávöxtun aldrei mælst lægri. Þar eru augljós áhrif falls íslensku bankanna og erfiðleika í efnahagslífinu þar sem að lífeyrissjóðirnir neyddust til að afskrifa hluta eigna sinna.

Tafla 1 sýnir yfirlit yfir hreina raunávöxtun stærstu lífeyrissjóða á árunum 2006 til 2009. Þar ber að merkja háa ávöxtun árið 2006 sem rekja má til uppsveiflu á

verðbréfamörkuðum. Í lok árs 2007 er greinilegt að farið er að halla undan fæti en lága ávöxtun þar má að hluta til rekja til lækkunar á hlutabréfamörkuðum.

Tafla 1. Hrein raunávöxtun samtryggingardeildar

% á ári	2006	2007	2008	2009
Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins A deild	10,9	-1,3	-24	2,5
Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins B deild	11	-0,6	-26,1	3
Lífeyrissjóður verslunarmanna	12,6	1	-24,2	1,1
Gildi lífeyrissjóður	9,4	2,4	-26,7	-1,7
Stapi lífeyrissjóður	-	-0,6	-13,9	-6,2
Sameinaði lífeyrissjóðurinn	11,8	0	-22,5	-1,4
Almenni lífeyrissjóðurinn <sup>1</sup>	13,3	-1,5	-26,7	-3,6
Stafir lífeyrissjóður	9	0,9	-23,3	-4,9
Frjálsi lífeyrissjóðurinn	11,4	-2,3	-20,6	0,6
Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	10,5	0,2	-13,8	3,8
Festa lífeyrissjóður	11,1	2,8	-18,8	-5,2
Lífeyrissjóður starfsmanna Reykjavíkurborgar	3,8	8,5	2,3	3,6
Lífeyrissjóður bankamanna, hlutfallsdeild	5,8	1,7	-1,6	3,1
Lífeyrissjóður starfsmanna sveitarfélaga, A deild	7,5	1	-11,9	1,3
Lífeyrissjóður verkfræðinga	9,6	-0,7	-31,4	-0,4

1) Ávöxtun tryggingadeildar árin 2007 og 2008  
Heimild: Ársreikningar lífeyrissjóða.

Lífeyrissjóðir á Íslandi urðu fyrir töluverðum áföllum í kjölfar hruns fjármálarkerfisins á Íslandi síðla árs 2008. Lífeyrissjóðirnir töpuðu fjármunum á hlutabréfum og skuldabréfum banka og fyrirtækja og vænta má að enn séu ekki öll áhrif hrunsins á eignasafn lífeyrissjóðanna komin fyllilega í ljós. Ljóst er að eignasamsetning hefur breyst á tímabilinu 2000 – 2010.

Fjármálahrúnið 2008 og eftirmálar þess eins og tilkoma gjaldeyrishaftanna átti sinn þátt í því. Fjárfestingatækifæri lífeyrissjóða innanlands eru takmörkuð og hafa þeir í kjölfarið leitað í auknum mæli í ríkistryggðar eignir; ríkisverðbréf, ríkistryggð íbúðabréf og innlán. Hlutfall erlendra verðbréfa af hreinni eign lífeyrissjóða er nú svipað og um aldarmótin eða um 25%. Á þessu tímabili hefur hlutfall erlendra eigna sveiflast nokkuð en fór hæst upp í 30%. Eins og er hafa lífeyrissjóðirnir ekki tækifæri til þess að auka við hlutdeild erlendra verðbréfa í eignasafni sínu þar sem að enn eru gjaldeyrishöft til staðar. Þrátt fyrir það sem á undan er gengið er staða sjóðanna ennþá sterk þar sem að eignir þeirra eru miklar. Í lok árs 2009 námu eignir lífeyrissjóða um 112% af vergri landsframleiðslu sem að telst mjög hátt í alþjóðlegum samanburði. Þetta segir þó ekki til um það hvernig lífeyrissjóðirnir eru í stakk búnir til að takast á við framtíðarskuldbindingar. Lífeyrissjóða bíða margar áskoranir á næstu árum. Samkeppni milli sjóða gæti aukist og leitt til frekari sameininga ásamt því að breytingar á aldurssamsetningu þjóðarinnar og hugsanleg aukning á greiðslum örorkulífeyris koma til með að hafa áhrif á fjárhag þeirra.