



GAMMA
GAM Management hf

**Stutt umfjöllun um
ávöxtunarmarkmið lífeyrissjóða**

Eftir Valdimar Ármann og Agnar Tómas Möller

GAM Management hf.
Klapparstígur 29
101 Reykjavík
s: 540-3286

Útdráttur

- Réttindaávinnsla iðgjaldagreiðenda, þ.e. skuldbindingar lífeyrissjóðs, felur í sér ávöxtunarmarkmið á bilinu 3-4% raunvextir, sem lög 129/1997 setja sem lágmarkstryggingavernd.
- Skuldbindingar lífeyrissjóðs eru afvaxtaðar á fastri raunkröfu 3,5%.
- Verðbréf með föstum vöxtum eru bókfærð á fastri raunkröfu 3,5%.
- Íslenskir lífeyrissjóðir eru með um 3,1% árlega raunávöxtun frá 1997 á meðan markaðsraunvextir hafa verið um 4,5%.
- Langtíma raunvextir í dag eru um 3,4% á sama tíma og langtímaraunvextir í G7 ríkjum eru 0,5-1,0%, að Ítalíu undanskilinni (2,2%)
- Þegar markaðsvextir eru lægri en ávöxtunarviðmið sjóðs er vísitandi verið að vanmeta skuldbindingar sjóðsins sem getur leitt til þess að innbyggður halli sjóðsins sé falinn og hlaði upp á sig með tíma. Útgreidd réttindi verða of há og sjóðsfélögum er mismunað.
- Bandarískt lífeyrissjóðskerfi liggur undir harðri gagnrýni vegna bágrar stöðu en þeir hafa lofað upp undir 8% nafnávöxtun á sín loforð á meðan markaðsvextir eru um 3-4%.
- Eftir því sem ávöxtunarloforð er hærra, fegrar það tryggingafræðilega stöðu sjóðsins, skuldbindingar eru næmari fyrir breyttri ávöxtunarkröfu en eignir, og þær lækka eftir því sem ávöxtunarloforðið er hærra.
- Til að mynda er CalPERS með um 50% neikvæða tryggingafræðilega stöðu ef hann er gerður upp á markaðsvöxtum en „einungis“ 14% ef gerður upp miðað við uppgjörstaðla.
- Lög og reglugerðir eiga að ýta undir fjárfestingar í sem áhættuminnstum fjárfestingum, að teknu tilliti til skuldbindinga, en ekki auka áhættusækni.
- Eftir því sem áhættusækni lífeyrissjóðanna eykst, aukast sveiflur í ávöxtun þeirra sem leiðir til oflofaðra og ofgreiddra réttinda á uppgangstímum og til sársaukafyllri niðurskurðs en ella í niðursveiflu líkt og nú.
- Gott lífeyrissjóðakerfi á Íslandi má gera betra með hnitmiðuðum breytingum.

Ávöxtunarmarkmið lífeyrissjóða

Öðru hverju fer af stað umræða á Íslandi um fast raunvaxtamarkmið íslenskra lífeyrissjóða. Við höfum t.a.m. áður fjallað um þá staðreynd að raunvaxtastig á Íslandi sé ákvarðað í reglugerð 391/1998 og birtist það í viðtali í Morgunblaðinu 14. janúar 2010. Einhvers misskilnings virðist oft gæta hvað er innifalið í réttindaávinnslu iðgjaldagreiðenda og því ruglað saman við afvöxtunarkröfu skuldbindinga og uppgjörs á eignum.

Réttindaávinnsla felur í sér vaxtamarkmið

Lögin gera framtíðarloforð lífeyrissjóða um lífeyrisgreiðslur fast skv. lögum 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda í 4. gr:

„Lágmarkstryggingavernd sem lífeyrissjóður veitir miðað við 40 ára inngreiðslutíma iðgjalds skal fela í sér 56% af þeim mánaðarlaunum sem greitt er af í mánaðarlegan ellilífeyri ævilangt frá þeim tíma sem taka hans hefst.“

Þetta er hin svokallaða 1,4% (56%/40) regla þ.e. að við hverja innborgun í lífeyrissjóð ávinnur greiðandi sér 1,4% af launum sem framtíðarréttindi. Þegar iðgjald er 12% af launum þýðir þetta að fyrir hvert 10.000 króna innlegg ávinnur það sér kr. 1.166 í framtíðarréttindi. Eftir að hafa borgað í 40 ár á lífeyrisþegi að minnsta kosti að vera með um 56% af meðallaunum ævinnar í útgreiddan lífeyri sem er verðbættur að auki skv. sömu lögum. Mjög athyglivert er að þetta loforð hefur ekkert með markaðsávöxtun að gera og stangast í rauninni á við 36. grein sömu laga þar sem sagt er að:

„Stjórn lífeyrissjóðs skal móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu.“

En hvaða vaxtamarkmið eru lögin að setja sjóðnum? Tökum dæmi um lífeyrissjóð sem býr í 0% heimi þ.e. 0% launahækkunar, verðbólga og vextir. Einstaklingur er með kr 400.000 í mánaðarlaun og borgar 12% af því í lífeyrissjóð í 40 ár sem mun eiga um 23.000.000 ($400.000 \cdot 12\% \cdot 12 \cdot 40$) þegar einstaklingur hefur töku lífeyris. Lífeyrir er ákveðinn samkvæmt lögum kr. 224.000 á mánuði ($400.000 \cdot 56\%$) frá lífeyrissjóðnum þangað til einstaklingur fellur frá. Eftir um 8 ár mun þessi sjóður verða uppurinn, sem er langt undir áætluðum lífaldri Íslendinga í dag. Það er því augljóst að í þetta kerfi er innbyggt að lífeyrissjóður verður að fá ávöxtun á sína sjóði. Væntur lífaldur eftir upphaf töku lífeyris á Íslandi er nær því að vera 20 ár sem þýðir að lífeyrissjóðurinn verður að ná um 2,85% ávöxtun á sjóð sinn til að eiga fyrir útgreiðslum svo lengi. Bætum svo við 3% launahækkunum á ári sem þýðir að ávöxtunarmarkmiðið þarf að hækka upp í 3,10% ef enn er gert ráð fyrir 0% verðbólgu. Hér er ekki tekið tillit til kostnaðar við rekstur sjóðsins og örorkutryggingar sem lífeyrissjóðir veita þannig að markmiðið þarf að vera enn hærra. Lögin setja þannig um 3-4% raunvaxtamarkmið á lífeyrissjóðina ef miðað er við 20 ára lífaldur og þeir lofi lágmarkstryggingavernd samkvæmt lögnum.

Hér má sjá að þetta er leikur að tölum og er hægt að breyta hér nokkrum breytum. Til að mynda ef vaxtamarkmiðið í réttindaávinnslnunni er lækkað í 1,50% þyrftu iðgjöldin að hækka í um 18% til að

sjóðurinn dugi í um 20 ár og réttindi haldist óbreytt. Þannig er í rauninni hægt að halda hárrí réttindaávinnslu og lágum iðgjöldum ef vaxtamarkmiðið er hátt.

Þegar búið er að reikna út skuldbindingar sjóðsins einsog gert er að framan eru þær afvaxtaðar á fastri 3,5% raunvaxtakröfu sem er sett í reglugerð 391/1998. Í heimi sem er jafn kvikur og fjármálaheimurinn er erfitt að búa til fast loforð og fasta ávöxtunarkröfu. Samkvæmt reglugerðinni er mat á dánar- og lífslíkum uppfært reglulega en ávöxtunarloforðið skal vera fasti. Hvað gerist ef lífeyrissjóður viðheldur hárrí réttindaávinnslu og lágum iðgjöldum þegar markaðsvextir verða lægri en innbyggt vaxtamarkmið í ávinnslna? Gott dæmi er að líta til Bandaríkjanna.

Bandarískir lífeyrissjóðir í miklum vandræðum

Það er mjög áhugavert að skoða stöðu lífeyrissjóða í Bandaríkjunum sem hafa haft fjárfestingarstefnuna 60%/40% (hlutabréf/skuldbréf) undanfarna áratugi með mjög döprum árangri. Liggur þetta kerfi undir harðri gagnrýni vegna bágrar frammistöðu og síhækkandi neikvæðrar tryggingafræðilegar stöðu, sem þýðir í stuttu máli að eignirnar munu ekki duga fyrir lofuðum lífeyrisgreiðslum. Árið 2009 var minna en helmingur af lífeyrissjóðum í Bandaríkjunum sem áttu eignir fyrir 80% af skuldbindingum sínum. Minnst hefur verið á risastóran lífeyrissjóð í Kaliforníu sem dæmi um sjóð sem við gætum tekið okkur til fyrirmyndar þ.e. CalPERS (lífeyrissjóður ríkisstarfsmanna Kaliforníu) sem tapaði um fjórðungi af eignum sínum árið 2008-09 sem hefur valdið því að sjóðurinn hefur leitað til Kaliforníu fylkis um auka inngreiðslur í sjóðinn uppá \$700 milljónir. CalPERS lofar 7,75% ávöxtun á eignir sjóðsins til lengri tíma, sem á að samstanda af langtíma verðbólguforsendu upp á 3,0% og forsendu um langtíma raunávöxtun upp á 4,75%, og sé það „varfærið mat“. Í ljósi þess að langtíma raunvextir á verðtryggtum bandarískum ríkisskuldbréfum eru um 0,5-1,0% er erfitt að sjá að þetta sé „varfærið mat“. Ef skoðaðir eru langtíma raunvextir í öllum G7 ríkjum kemur í ljós að raunvextir eru í þeim öllum undir 1%, nema Ítalíu sem er með um 2,25% langtíma raunvexti. Meira að segja ríki eins og Ástralía, þar sem horfur um hagvöxt eru hvað bjartastar horft fram á veginn, er með 2,35% langtíma raunvexti.

Hin raunverulega ástæða fyrir háu viðmiði CalPERS er hins vegar auðvitað ekki vegna trúar á góða framtíðarávöxtun markaða, heldur vegna þess að samkvæmt uppgjörstöðlum eru skuldbindingar sjóðsins, sem hafa mun meiri vaxtanæmni en eignir, afvaxtaðar á þessari ávöxtunarkröfu og eru þ.a.l. lægri eftir því sem ávöxtunarkrafan er hærri. Þegar markaðsvextir eru lægri en ávöxtunarviðmið sjóðs er vísvitandi verið að vanmeta skuldbindingar sjóðsins. Ef þessu er haldið áfram í mörg ár mun sjóðurinn í rauninni hlaða vandamálinu upp þ.e. sjóðurinn er að lofa upp í ermina á sér. Skýrslur um stöðu CalPERS sýna að sjóðurinn er með um 50% neikvæða tryggingafræðilega stöðu sé miðað við markaðsvexti en einungis 14% ef miðað er við ávöxtunarviðmið sjóðsins. Hefur sjálfur fylkisstjóri Kaliforníu, Arnold Schwarzenegger, lýst því yfir að núverandi lífeyrissjóðakerfi sé ósjálfbært og hefur kallað eftir breytingum sem fela í sér hærri iðgjaldgreiðslur og hærri lífeyrisaldur eða jafnvel að framtíðarkerfið verið meira í ætt við séreignarsparnaðarkerfi okkar Íslendinga þ.e. samtryggingarkerfið verði fellt niður.

Erfið loforð

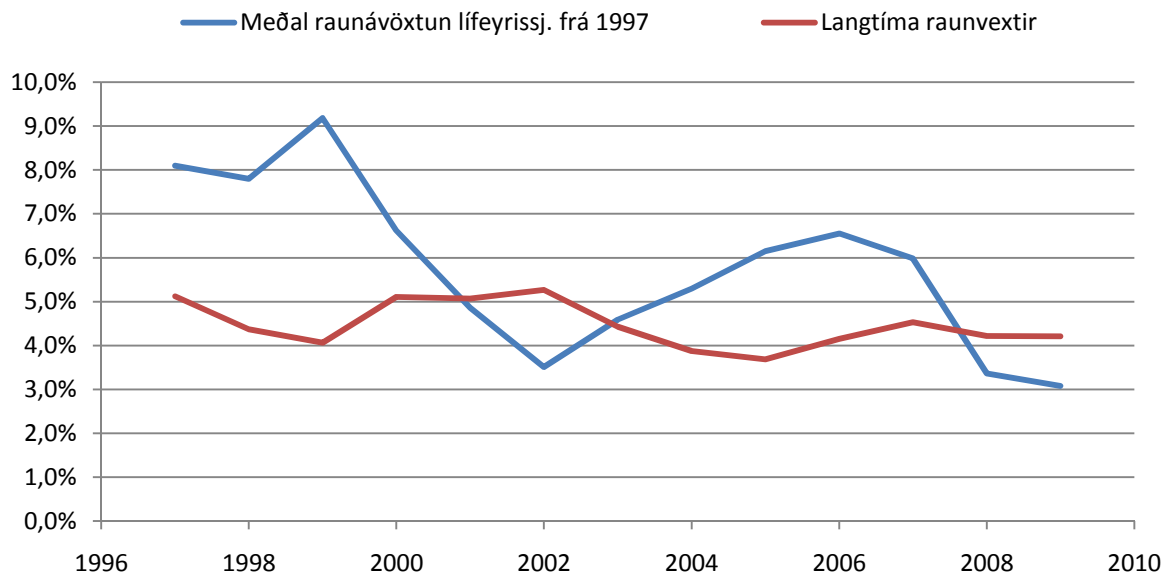
Ef þetta er það kerfi sem aðilar á Íslandi vilja að við komum okkur dýpra í, þ.e. að lofa of hárrí ávöxtun sem er erfitt að ná nema færa sig lengra út á áhættuskalann þá verður að fara fram raunveruleg umræða um þær afleiðingar sem slíkt getur haft í för með sér. Það er auðvelt fyrir lífeyrissjóði sem geta teygt sig í vasa skattgreiðenda til að fylla upp í tómið en aðrir lenda í vandræðum. Við teljum heppilegast að skyldutryggingu lífeyrisréttinda sé fjárfest í sem áhættuminnstum fjárfestingum, að teknu tilliti til skuldbindinga, og að lög og reglugerðir eiga að ýta undir það, en ekki ýta undir áhættusækni. En til að uppfylla þær lagalegu kröfur sem lífeyrissjóðir búa við gætu lífeyrissjóðir einmitt leitað í áhættumeiri fjárfestingar þegar raunvextir fara niður fyrir viðmið.

Samkvæmt lögum þurfa lífeyrissjóðir að bókfæra skuldabréf á 3,5% raunvaxtakröfu; ef skuldabréf með 2,5% raunávöxtun er keypt mun sú fjárfesting skila sér sem tryggingafræðilegt tap. Ef líftími skuldabréfsins er um 10 ár þýðir það í einni svipan 10% tryggingafræðilegt tap fyrir sjóðinn. Hversu lengi getur sjóðurinn haldið þeirri starfsemi áfram? Mjög líklega mun hann hætta að kaupa raunvaxtabréf á markaði og leita í áhættusæknari fjárfestingar sem þýðir að það myndast mikil tregða við lækkun raunvaxta undir 3,5%. Í rauninni má sjá þetta í erlendum fjárfestingum íslenskra lífeyrissjóða. Af hverju hafa þeir ekki keypt erlend skuldabréf heldur einungis erlend hlutabréf og framtakssjóði? Hugsanleg skýring er sú að vaxtastigið erlendis er töluvert lægra en á Íslandi og með því að kaupa erlend skuldabréf og bóka þau miðað við 3,5% íslenska raunvexti er verið að bóka verulegt tap á bréfunum.

Hugsanleg afleiðing þessa er að langstærsti kaupandi ríkisskuldabréfa og íbúðabréfa (eigandi um 60% af útistandandi skuldabréfum) láti af þeim kaupum og því haldist raunvaxtastig hátt (yfir 3,5%). Slíkt myndi gera alla endurreisn íslensks atvinnulífs erfiðari fyrir vikið.

Raunávöxtun lífeyrissjóða á Íslandi

Eftirfarandi mynd sýnir hvernig uppsöfnuð raunávöxtun eigna íslenskra samtryggingarsjóða hefur þróast frá 1997 (elstu birtu gögn FME) til og með ársins 2009 samanborið við raunávöxtun verðtryggðra bréfa (íbúðabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa) á markaði.



Myndin sýnir að uppsöfnuð raunávöxtun lífeyrissjóða hefur verið um 3,1% frá 1997 en hefur á sama tíma verið mjög sveiflukennnd. Fyrstu árin á tímabilinu, frá 1997 til 1999, voru miklar hækkningar á hlutabréfum á Íslandi og erlendis sem leiddi til þess að raunávöxtun lífeyrissjóða var að meðaltali 9,2%. Mikil lækkun hlutabréfamarkaða eftir árið 2000 leiddi svo til þess að uppsöfnuð ársávöxtun frá 1997 féll niður í 3,5% árið 2002. Svo hófst uppgangsskeið, uppsöfnuð ársávöxtun frá 1997 var hæst 6,5% árið 2006 en í árslok 2009 var hún komin niður í 3,1%, sem fyrr mælt á ársgrundvelli frá og með árinu 1997. Á sama tímabili lækkar hlutfall „tryggra“ skuldabréfa (þ.e. einkum ríki, opinberar stofnanir, sveitarfélög og sjóðsfélagalán, en ekki einkafyrirtæki) jafnt og þétt yfir tímabilið (úr 67% í 37%) en eykst svo á ný haustið 2008 þegar innlend hlutabréf verða verðlaus og fyrirtækjaskuldabréf verðlítill og innlán og ríkisskuldabréf einu fjárfestingakostir í boði.

Þannig hefur í rauninni áhættusækni lífeyrissjóðanna aukist yfir tímabililið á sama tíma og meðalraunvextir, bæði á mælikvarða stýrivaxta Seðlabankans og langtíma raunvaxta skuldabréfa, voru um 4,5%. Þótt ekki sé hægt að áfella lífeyrissjóði umfram aðra fjárfesta sem töpuðu miklum fjármunum í „Hruninu“, veltir þetta upp spurningum hversu mikil áhættusækni lífeyrissjóðanna ætti að vera á sama tíma og raunvextir hafa verið og eru langtum hærri en í nágrannalöndum okkar.

Annað mikilvægt atriði í þessu samhengi er að eftir því sem áhættusækni lífeyrissjóðanna eykst, vaxa eðli máls samkvæmt sveiflur í ávöxtun þeirra. Það hefur leitt til þess að réttindi hafa líklega verið hækkuð umfram það sem innistæða hefur verið fyrir á uppgangstímum, sem gerir niðurskurð réttindana þeim mun sársaukafyllri á tímum þegar herðir að, líkt og nú.

Gott kerfi má gera enn betra

Víðsvegar um heiminn er verið að reyna að koma lífeyrissjóðum á markaðsávöxtun þ.e. að réttindaávinnsla og afvöxtun skuldbindinga verði miðuð við þá vexti sem bjóðast á markaði. Er þessi

umræða komin langt í Evrópu en er aðeins styttra á veg komin í Bandaríkjunum. Ísland þarf að nota tækifærið og koma sér inni þessa umræðu og skoða kosti og galla.

Þá má ekki rugla saman markmiði lífeyrissjóðs og lögbundinni skyldu. Þó að lögbundið markmið eða lágmarksloforð lífeyrissjóðs sé eitt, þá má markmiðið vera hærra ef sjóðurinn telur sig geta staðið undir hærri réttindum. Þá gætu greiðendur í lífeyrissjóði einnig valið sjóð eftir mismunandi fjárfestingarstefnum; einn sjóður gæti verið áhættusæknari og verið þannig með meiri sveiflur á eignastöðu sinni á meðan annar er áhættufælnari og fjárfestir meira í samræmi við skuldbindingar sínar.

Við teljum að eftirfarandi skref séu til batnaðar fyrir íslenskt lífeyrissjóðakerfi:

1. Skuldbindingar afvaxtaðar með raunvöxtum á markaði.
2. Ávinning lífeyrisréttinda, þ.e. loforð lífeyrissjóðs um framtíðarlífeyri, skulu fara eftir markaðsvöxtum hverju sinni.
 - a. Ef lífeyrissjóður hefur ávaxtað eign sjóðsfélaga betur en markaðsvextir hafa verið, til lengri tíma litið, er hægt að hækka lífeyrisréttindi.
 - b. Ef lífeyrissjóður hefur tapað á fjárfestingum sínum neyðist hann til að skerða lífeyrisréttindi.
3. Ef markaðsvextir eru mjög lágir og lífeyrissjóður getur einungis lofað mjög lágri réttindaávinnslu skulu iðgjöld hækkuð og svo öfugt ef markaðsvextir eru háir.
 - a. Skv 2. mgr í 4. gr laga 129/1997 hafa lífeyrissjóðir þessa heimild nú þegar:
„Lífeyrissjóður skal, í samræmi við 24. gr. þessara laga, tilgreina það iðgjald sem þarf til að standa undir þeirri lágmarkstryggingavernd sem hann veitir.“
4. Eftirlaunaaldri skal breytt á 5 ára fresti miðað við ákveðnar reglur. Til dæmis ef væntur lífaldur hækkar um 2 ár þá skal eftirlaunaaldur hækka um 1 ár.
 - a. Lífeyrissjóður getur ekki haldið áfram að lofa réttindum út lífaldur sjóðsfélaga með sama innstreymi ef lífaldur heldur áfram að aukast.

Við óskum eftir raunverulegri og vandaðri umræðu um okkar ágæta lífeyrissjóðskerfi. Þó að kerfið sé mjög gott þá er það ekki fullkomið. Tíminn til að breyta því er einmitt núna.

Höfundar:

Valdimar Ármann, hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur og Agnar Tómas Möller, verkfræðingur.

Höfundar starfa hjá GAM Management hf. sem rekur m.a. verðbréfasjóðina GAMMA: GOV og GAMMA: INDEX.