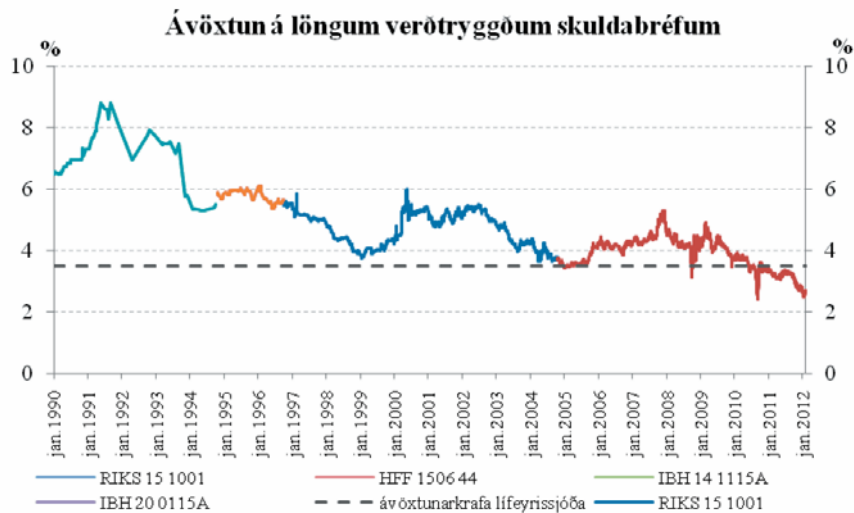


Svar

efnahags- og viðskiptaráðherra við fyrirspurn Sigríðar Ingibjargar Ingadóttur um ávöxtunarkröfu lífeyrissjóða.

1. *Hver eru helstu efnahagslegu langtímaáhrif þess að miða ávöxtunarkröfu lífeyrissjóðanna við 3,5%, sbr. 19. og 20. gr. reglugerðar nr. 391/1998, um skyldutryggingu lífeyrisséttinda og starfsemi lífeyrissjóða, með áorðnum breytingum? Er þörf á ítarlegri rannsókn?*

Með tilliti til hlutverks og eðlis lífeyrissjóða sem langtímafjárfesta er ekki óeðlilegt að gera sjóðina upp miðað við raunávöxtunarkröfu. Nú er miðað við fasta raunkröfu sem er 3,5%. Þetta kunna að virðast lágir vextir miðað við sögu síðustu áratuga en fyrir um aldarfjórðungi var raunávöxtunarkrafa verðtryggðra spariskírteina á bilinu 8% til 9%. Sé litið á þróun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa frá því að þau voru fyrst gefin út sumarið 2004 þá var hún lengst af hátt yfir þessu gildi. Um þrettán mánaða skeið frá því í lok ágúst 2004 til loka september 2005 hélst ávöxtunarkrafa íbúðabréfanna að mestu undir 3,75% og fór hún nokkrum sinnum undir 3,5% en hækkaði fljótt aftur. Þróun raunvaxta yfir lengra tímabil kemur fram á meðfylgjandi mynd en frá árinu 1990 hafa raunvextir lækkað jafnt og þétt í nokkrum skrefum úr um 6,9 árið 1990% í 2,6% það sem af er þessu ári.



Mynd 1: Ávöxtun á löngum verðtryggðum skuldabréfum 1990–2012.

Samanborið við önnur lönd hafa raunvextir hér á landi verið fremur háir en sé litið til þróunar langtímaraunvaxta á helstu mynsvæðum yfir lengri tímabil hefur raunvaxtastigið verið á bilinu 2,5–3,5%.¹ Samkvæmt ákvæðum í lögum um lífeyrissjóði (129/1997) skal árlega fara fram tryggingafræðileg úttekt á fjárhag sjóða í samræmi við tilteknar forsendur þar með talið raunávöxtunarkröfu til núvirðingar framtíðariðgjalda og væntanlegs lífeyris. Takmarkaðar rannsóknir liggja fyrir varðandi efnahagsleg áhrif þessa fyrirkomulags. Eðlilegt er að velta því upp hvort háir vextir hér á landi séu að einhverju leyti vegna uppgjörssfyrirkomulags lífeyrissjóðakerfisins og þá sérstaklega 3,5% viðmiðsins, þ.e. hvort þetta viðmið myndi eins konar raunvaxtagólf á skuldabréfamarkaði hér á landi. Sé svo má fullyrða að efnahagsleg langtímaáhrif séu neikvæð þar sem langtímavöxtum væri haldið yfir jafnvægisgildi. Óhjákvæmilega mundu vextir yfir jafnvægisgildi hamlu eðlilegum hagvexti vegna neikvæðra áhrifa á innlenda fjárfestingu og þar með verðmætasköpun.

Í þessu sambandi er mikilvægt að hafa í huga að raunvaxtastigið hefur lengst af verið vel yfir 3,5% á því tímabili sem hér um ræðir. Því hefur í raun ekki reynt á 3,5% viðmiðið fyrr en á allra síðustu árum ef undan er skilið tímabilið 2004–2005 þegar raunávöxtunarkrafan komst niður að þessum mörkum. Fátt bendir til þess að raunvextir hér á landi hefðu verið lægri ef 3,5% viðmiðið hefði ekki verið til staðar þótt ekki sé hægt að fullyrða að svo sé. Líklegra er að orsaka hárra raunvaxta hér á landi síðustu áratugina sé að leita í því almenna ójafnvægisástandi sem löngum hefur einkennt íslenskt efnahagslíf fremur en í uppgjörssreglum lífeyrissjóðanna. Jafnvel mætti leiða að því líkur að kröftug uppbygging lífeyrissjóðakerfisins hafi leitt til aukins sparnaðar og þar með lægra raunvaxtastigs en ella hefði orðið.

Aftur á móti kann að vera ástæða til að kanna betur áhrif 3,5% viðmiðsins í þróun raunvaxta á skuldabréfamarkaði á allra síðustu árum. Það tók markaðinn nokkurn tíma að komast niður fyrir 3,5% viðmiðið en raunávöxtunarkrafa lengstu skuldabréfaflokkana hefur nú verið undir þeim mörkum í um eitt og hálf ár. Hvort raunávöxtunarkrafan hefði átt að lækka hraðar en raun varð á er aftur á móti mjög erfitt að segja til um.

Rétt er að nefna annað álítaefni sem snýr að uppgjörssreglum lífeyrissjóðanna og tengist ávöxtunarviðmiðinu. Það snýr að því hvort viðmið á að vera óbreytanlegt og óháð aðstæðum á markaði og eignasamsetningu og áhættu sjóðanna. Rök hafa verið færð fyrir því að ávöxtunarviðmiðið sjálft geta haft áhrif til hins verra á fjárfestingastefnu við óvenjulegar markaðsaðstæður. Við vissar aðstæður getur viðmiðið ýtt undir áhættufælni í fjárfestingum. En jafnframt við gjörólíkar aðstæður myndast freistnivandi til að ná viðmiðinu og getur hann þá leitt sjóðina til áhættusamra fjárfestinga. Til að mynda getur þessi vandi verið til staðar nú þegar markaðsaðstæður eru þannig að krafa langra verðtryggðra og ríkistryggðra skuldabréfa er lág. Þessi vandi blasir enn skýrar við þegar lífeyrissjóðirnir eiga þess ekki kost að fjárfesta erlendis og fjárfestingarkostir heima fyrir eru af skornum skammti. Við þær aðstæður er viðbúið að ávöxtunarviðmiðið náist ekki, jafnvel um nokkurra ára skeið. Óraunhæft markmið um ávöxtun kallar síðan á aðlögun útgreiðslna og iðgjalda til að leiðrétta tryggingafræðilega stöðu sjóðanna. Þessu þarf að huga betur að í ljósi þess að ekki er útlit fyrir að raunávöxtunarkrafan hækki hratt á næstu missirum. Einnig virðist full þörf á að huga að uppbyggingu skuldabréfamarkaðarins í víðara samhengi og með hvaða hætti ríkið og stofnanir þess hagi aðkomu sinni að markaðnum.

¹ Sjá, S. Ramaswamy, The Sustainability of pension schemes, BIS Working Paper No 368, janúar 2012.

2. Hafa áhrif 3,5% viðmiðs komið til umræðu í samstarfi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og íslenskra stjórnvalda?

Nei, áhrif 3,5% viðmiðsins hafa ekki komið til umræðu í samstarfi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og íslenskra stjórnvalda.

3. Er 3,5% viðmið raunsætt og eðlilegt miðað við:

- a. hagvöxt síðustu 30–50 ára,
- b. væntingar um hagvöxt í okkar heimshluta næstu 20–30 ár, og
- c. þá djúpu kreppu sem Ísland og mörg önnur vestræn lönd hafa átt við að etja síðan 2008?

3a. Hagvöxtur síðustu 30 ára var 2,5% að jafnaði (1,4% á mann) og síðustu 50 ára 3,7% (2,5% á mann). Ávöxtunarviðmið lífeyrissjóða ætti að miðast við eðlilega ávöxtun á markaði að teknu tilliti til áhættu og annarra þátta sem einkenna fjárfestingar og jafnframt að taka mið af varúðarsjónarmiðum. Ekki er sjálfgefið að eðlileg ávöxtunarkrafa sé í beinu samhengi við hagvöxt. Lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar. Þar sem verðbólga getur verið mjög breytileg yfir lengri tímabil er eðlilegt að lífeyrissjóðir miði við raunávöxtunarkröfu. Í sumum löndum er skortur á verðtryggðum eignum en víða er unnið markvisst að því að bæta úr þeim vanda, meðal annars með útgáfu ríkissjóða á verðtryggðum skuldabréfum sem öðrum þræði er ætlað að mæta eftirspurn frá lífeyrissjóðum. Lífeyrissjóðir ættu að geta náð töluverðri ávöxtun umfram ríkisskuldabréf þar sem þeir fjárfesta til langs tíma og ættu að ná fram viðbótarávöxtun með áhættudreifingu, til dæmis með því að fjárfesta í vel dreifðum eignasöfnum í fjölda landa. Að auki er rétt að hafa í huga að hagvöxtur er meðalvöxtur framleiðslunnar. Algengt er að fyrirtæki fjármagni framkvæmdir með skuldabréfaútgáfu þar sem gerð er mun hærrí ávöxtunarkrafa en sem svarar meðalhagvexti. Hagvöxtur setur því ávöxtun skuldabréfa ekki bein efri mörk. Það kann þó að vera vandamál ef fjárfestirinn (lífeyrissjóðurinn) er mjög stór, til dæmis ef lífeyrissjóðir væru langstærstu verðbréfafjárfestar í lokuðu hagkerfi. Ein leið úr þeim vanda væri að beina fjárfestingum fyrst og fremst til annarra landa en þá fylgdi sá fórnarkostnaður að fjárfestingageta lífeyrissjóðanna kæmi þá uppbyggingu innlenda hagkerfínu minna til góða.

Á meðal þess sem lífeyrissjóðir horfa til auk ávöxtunar er varðveisla höfuðstóls. Ávöxtunarkrafan er þeir vextir sem notaðir eru til að núvirða framtíðarskuldbindingar sjóðanna. Eðlilegt er að miða við frekar lága ávöxtunarkröfu til þess að vanmeta ekki skuldbindingarnar.

Árið 1970 var hagvöxtur síðustu 25 ára 4,2% (2,3% á mann) og árið 1980 var hagvöxtur síðustu 30 ára 5,2% (3,7% á mann). Á þessum árum og í þessu samhengi var 3,5% raunávöxtunarkrafa því ekki jafn há og hún er nú.

3b. Erfitt er að meta hagvaxtarhorfur í hinum vestræna heimi á næstu áratugum en skynsamlegt er að gera ráð fyrir að hann verði heldur lægri en verið hefur að meðaltali síðustu þrjátíu árin. Það er ekki þar með sagt að erlendir verðbréfasjóðir geti ekki skilað hærri ávöxtun til langs tíma. Út frá varfærnisjónarmiðum má þó færa rök fyrir því að ekki sé æskilegt að gera þá kröfu til lífeyrissjóða að þeir skili umtalsvert hærri ávöxtun en spá um langtmahagvöxt segir til um. Slík krafa gæti virkað sem hvati til of áhættusamra fjárfestingar.

3c. Lífeyrissjóðir fjárfesta með langtímasjónarmiða í huga. Því er ástæðulaust að laga þá að hagsveiflum og efnahagslægðin sem nú gengur yfir er ekki sjálfstæð ástæða til breytinga

á ávöxtunarviðmiðum lífeyrissjóða. Hins vegar er full ástæða til að huga að breytingum á uppgjorsreglum, sbr. svar við 1. spurningu.

4. Er ástæða til að endurskoða núverandi viðmið um ávöxtunarkröfu lífeyrissjóðanna?

Fullt tilefni er til að endurmeta núverandi viðmið um ávöxtunarkröfu lífeyrissjóðanna og skoða hvort eðlilegt sé að miða við fasta tölu sem ávöxtunarviðmið, óháð áhættusamsetningu sjóðanna og óháð því mati á framtíðarávöxtunarmöguleikum sem endurspeglast í ávöxtunarkröfu á markaði. Þessi atriði hafa m.a. verið til athugunar í nefnd á vegum fjármálaráðuneytisins.