

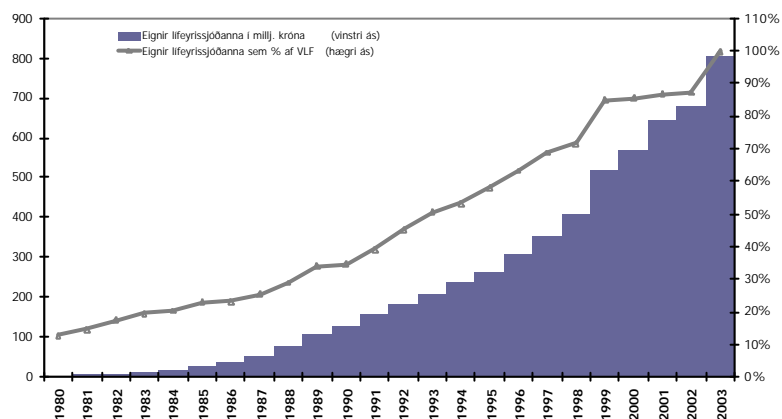
Áhrif lækkandi raunvaxtastigs á íslenska lífeyriskerfið

Hátt vaxtastig, verðtrygging og skynsamleg fjárfestingastefna lífeyrissjóða hefur átt sinn þátt í að íslenska lífeyriskerfið stendur traustum fótum í dag. Miklar hræringar eru að verða á skuldabréfamarkaði sem gætu haft áhrif til lækkandi raunvaxtastigs hér á landi. Íslenska lífeyriskerfið sem byggst hefur upp á háu raunvaxtastigi gæti því staðið á tímamótum.

Uppbygging öflugs lífeyriskerfis í skjóli hárra vaxta og verðtryggingar

Ein mikilvægasta undirstaða hvers hagkerfis er öflugt lífeyriskerfi sem tryggir borgurunum fjárhagslegt öryggi við starfslok. Tekist hefur að byggja upp öflugt lífeyriskerfi hér á landi sem kemur vel út í alþjóðlegum samanburði. Styrkur þess felst fyrst og fremst í sjóðsöfnun og um leið almennt góðri raunávöxtun íslenskra lífeyrissjóða sem hefur mótast af skynsamlegri fjárfestingastefnu stjórnenda lífeyrissjóða. Þegar fjallað er um sjóðsöfnun er átt við að eignir eru lagðar fyrir jafnóðum og réttinda aflað til þess að greiða lífeyri síðar. Kerfið byggist á því að sá sem fær lífeyrisgreiðslur hefur áður sparað og byggt upp sjóð til að greiða lífeyri síðar.

Mynd 1 Þróun heildareigna íslensku lífeyrissjóðanna frá 1980 til 2003



Á mynd 1 má sjá heildareignir í íslenskum lífeyrissjóðum síðustu tvo áratugi. Í árslok 2003 voru heildareignir lífeyrissjóða samtals 805 milljarðar og höfðu vaxið frá því að vera 2 milljarðar árið 1980. Á sömu mynd er einnig birt þróun eigna sem hlutfall á móti vergri landsframleiðslu á hverju ári en hlutfallið hefur þróast frá því að vera 10% í lok árs 1980 í 100% í lok árs 2003. Á þessum tölum sést að íslenska lífeyriskerfið stendur vel og miklar eignir standa að baki skuldbindingum lífeyrissjóðanna.

Sjóðirnir hafa búið við hagstæð skilyrði þar sem vextir á Íslandi hafa verið háir auk þess sem lengi hefur verið hefð fyrir verðtryggingu hér á landi. Sökum þess hafa sjóðirnir fjárfest að stærstum hluta í verðtryggðum íslenskum skuldabréfum sem hefur átt stóran þátt í að vöxtur eigna í lífeyriskerfinu hefur verið eins mikill og raunin er.

Skuldabréfamarkaður á tímamótum og raunvextir fara lækkandi?

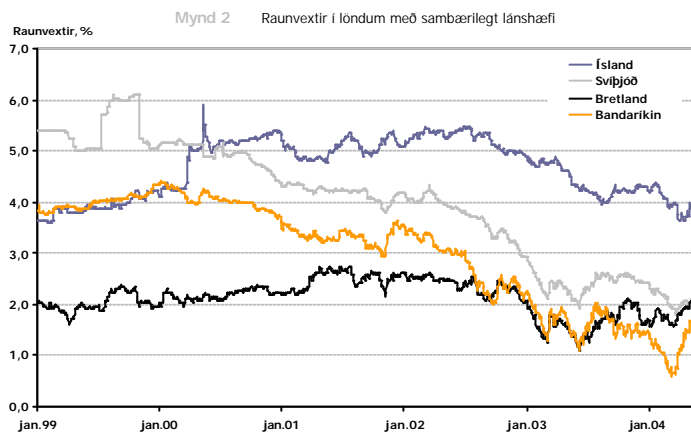
Innkoma erlendra fjárfesta á íslenskan skuldabréfamarkað

Allt fram til ársins 2001 voru íslenskir aðilar og einkum lífeyrissjóðir nánast einir um skuldabréfamarkaðinn hér á landi en sama ár hófst kynning á markaðnum fyrir völdum hópi erlendra fjárfesta. Skuldabréfamarkaðurinn vakti fljótt áhuga þeirra enda í boði mjög áhugaverð skuldabréf með háa verðtryggingu. Þrátt fyrir það fóru erlendir fjárfestar sér hægt til að byrja með enda íslenski markaðurinn nánast óþekktur, tæknilegar hindranir voru á fjárfestingum og

bréfin í íslenskum krónum. Fjárfestingar erlendra aðila hófust ekki að neinu ráði fyrir en árið 2002 og var aukningin mikil það ár sem og árið 2003. Í árslok 2003 áttu erlendir fjárfestar um 100 milljarða af íslenskum ríkisskuldabréfum, sem er um 20% af útgáfunni, en til samanburðar áttu íslensku lífeyrissjóðirnir 220 milljarða á sama tíma. Á þessum þremur árum hafa íslenskir raunvextir lækkað nokkuð skarpt sem má að miklu leiti rekja til innkomu erlendra fjárfesta. Aðalástæða þess að erlendir aðilar sjá tækifæri í íslenskum ríkisskuldabréfum er gott lánshæfismat sem íslenska ríkið ber og há staða raunvaxta í alþjóðlegum samanburði. Lánshæfi þjóðar eða fyrirtækis er metið af utanaðkomandi matsaðilum sem meta hæfi skuldara til að standa við skuldbindingu sína á lánstímanum. Íslenska ríkið hefur haft hæsta lánshæfismat á skuldir sínar allt frá árinu 1999, en til þeirra teljast skuldabréfaútgáfur ríkis og íbúðalánasjóðs. Ástæður þessarar háu einkunnar er staða ríkisfjármála, hagstæð aldursamsetning hér á landi sem og mikill hagvöxtur. Þar að auki fékk Íbúðalánasjóður, stærsti útgefandi ríkistryggðra skuldabréfa, nýverið hæstu lánshæfiseinkunn sem er mikilvægt í ljósi útgáfu og markaðssetningu nýju íbúðabréfanna.

Raunvaxtamunur við útlönd

Ef litið er til lánshæfis íslenska ríkisins samanborið við aðrar þjóðir annars vegar og til raunvaxta hins vegar sést að raunvextir hér á landi eru mjög háir í samanburði. Á mynd 2 sést þróun raunvaxta nokkurra landa sem gefið hafa út verðtryggð skuldabréf en í þessum tilvikum er sambærilegt lánshæfismat á ríkjunum. Eins og sést á myndinni þá hefur raunvaxtamunur verið að aukast síðustu fjögur árin og stendur nú nálægt 2% á móti helstu viðskiptaþjóðum okkar. Með raunvaxtamun er átt við mismun á ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa hér heima og erlendis.



Hefð fyrir útgáfu verðtryggðra bréfa í jafn miklu mæli og hér á landi er sjaldsæð og þrátt fyrir smæð hagkerfisins er íslenska ríkið sjöundi stærsti útgefandi verðtryggðra skuldabréfa í heiminum. Þó svo að íslenska ríkið hafi gott lánshæfi og raunvextir hærri en lönd með sama lánshæfi er ekki þar með hægt að segja að raunvextir eigi að lækka, fleiri þættir koma þar til. Ísland er smávaxið hagkerfi með veltulitinn gjaldmiðil og líklegt að fjárfestar sem meta íslensk skuldabréf í samanburði við erlend skuldabréf krefjist álags sökum þessa. Þó er erfitt að rökstyðja að núverandi raunvaxtamunur sé eingöngu vegna fyrrgreinds áhættuálags og því líklegt að fleiri ástæður séu að baki raunvaxtamunarins. Muninn má að einhverju leiti rekja til flókins fyrirkomulags húsbréfa og þess að útgáfa húsbréfa hefur einkennst af mörgum smáum flokkum þó mikil bót hafi orðið með tilkomu rafrænu flokkanna. Það sem á einnig stóran þátt er sú staðreynd að skuldabréf ríkis og Íbúðalánasjóðs voru lengi vel ekki skráð í alþjóðleg uppgjörskerfi og þar með var stór hópur fjárfesta útilokaður frá því að fjárfesta í þessum bréfum, s.s. erlendir verðbréfa- og lífeyrissjóðir. Á þessu er hins vegar að verða grundvallarbreyting sem gæti hæglega leitt til lægri raunvaxtamunar.

Skráning skuldabréfa í alþjóðleg kerfi og breytingar á útgáfu ÍLS

Unnið hefur verið að því í talsverðan tíma að fá íslensk skuldabréf skráð í alþjóðleg viðskipta- og uppgjörskerfi. Það varð að veruleika þann 5. apríl á þessu ári þegar

skuldabréf með ríkisábyrgð, jafnt verðtryggð sem óverðtryggð, voru skráð í alþjóðlega viðskipta- og uppgjörskerfið Clearstream. Þar að auki verða íbúðabréfin nýju skráð í uppgjörskerfið Euroclear auk Clearstream. Í kjölfar skráningar stækkar mögulega kaupendahópurinn mikið þar sem erlendum verðbréfasjóðum og lífeyrissjóðum verður gert kleift að fjárfesta í skuldabréfunum auk þess sem viðskiptaferlið verður mun auðveldara fyrir þessa aðila.

Í upphafi árs 2004 tilkynnti Íbúðalánasjóður um breytingar á húsnæðislánum sem fela í sér endurskipulagningu á verðbréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs þess efnis að frá og með 1. júlí 2004 verða gefin út íbúðabréf í stað hús- og húsnæðisbréfa. Markmið breytinganna er að tryggja landsmönnum hagkvæmari húsnæðislán í gegnum Íbúðalánasjóð en auk þess að einfalda útgáfu sjóðsins og skapa þannig grundvöll fyrir traustri verðmyndun á verðbréfamarkaði. Eftir þessar breytingar standa færri, stærri og einsleitari skuldabréfaflokkar en nýverið fóru fram skipti á hús- og húsnæðisbréfum yfir í íbúðabréf. Þátttaka var mjög góð þar sem 90% bréfanna var skipt yfir í íbúðabréf og eru hinir nýju flokkar íbúðabréfa samtals um 340 milljarðar að nafnvirði. Íbúðabréfin verða verðtryggð jafngreiðslubríf með tveimur árlegum afborgunum en jafngreiðslubríf eru þekkt skuldabréfaform alls staðar í heiminum og ættu því að falla að flestum kerfum sem í dag eru notuð í tengslum við verðbréfavíðskipti. Það ætti líka að auðvelda sölu bréfanna erlendis að þau verða skráð í áðurnefnd viðskipta- og uppgjörskerfi, auk þess að vera skráð í upplýsingakerfi Bloomberg.

Ofangreindar breytingar miða allar að því að gera íslensk skuldabréf markaðshæfari á alþjóðlegum vettvangi, en sem fyrr segir eru bréfin mjög áhugaverður kostur fyrir erlenda aðila sökum hárra raunvaxta hér á landi samanborið við láns hæfi. Því er líklegt að breytingarnar stuðli að auknum kaupum erlendra fjárfesta og þar af leiðandi lægri raunvaxta hér á landi.

Áhrif lækkandi raunvaxta á íslenska lífeyriskerfið

Samkvæmt lögum um lífeyrissjóði nr. 139/1997 skal árlega fara fram tryggingafræðileg athugun á fjárhag lífeyrissjóða. Í reglugerð nr 391/1998 er kveðið á um almennar tryggingafræðilegar forsendur svo sem raunvexti sem athugunin byggir á og ávöxtunarkröfu sem nota skal við núvirðingu framtíðariðgjalda og væntanlegs lífeyris sjóðsins. Í reglugerðinni kemur fram að við núvirðisreikning væntanlegs lífeyris og framtíðariðgjalda skuli nota 3,5% vaxtaviðmiðun umfram vísitölu neysluverðs. Einnig kemur þar fram að núvirði verðtryggðra verðbréfa með föstum tekjum skal metið miðað við 3,5% raunávöxtunarkröfu. Samkvæmt núverandi kerfi má nota þá nálgun að lífeyrissjóðirnir þurfi til lengri tíma að ná 3,5% raunávöxtun á ári til að geta staðist skuldbindingar. Ef eignir ná ekki að vaxa að meðaltali sem nemur fyrrgreindri raunávöxtun ár hvert munu skuldbindingar hægt og bítandi aukast hraðar en eignir og skerða verður þá réttindi sjóðfélaga. Lífeyrissjóðunum hefur gengið vel að ná þessu markmiði um raunávöxtun síðustu áratugi enda umhverfi á skuldabréfamarkaði mjög hagstætt, raunvextir hér á landi langt fyrir ofan 3,5% og mestur hluti eigna lífeyrissjóðanna í verðtryggðum skuldabréfum.

Sú breyting sem er að eiga sér stað á íslenskum skuldabréfamarkaði gæti hæglega kallað á mun lægri raunvaxtamun og ekkert óeðlilegt að munurinn minnki á næstu mánuðum. Ef við gefum okkur að raunvaxtamunurinn fari niður í 0,5%-1,5%, samfara áðurnefndum breytingum, gætu raunvextir á Íslandi farið niður í 2,5%-3,5%. Við slíkt raunvaxtastig myndu lífeyrissjóðir í raun tapa á því tryggingafræðilega að kaupa verðtryggð ríkisskuldabréf þar sem ávöxtunarkrafa þeirra væri undir 3,5% raunávöxtunarmörkum sem lífeyrissjóðir eiga að ná.

Hugsanleg viðbrögð sjóðstjóra lífeyrissjóða við lækkandi raunvaxtastigi

Hvernig gætu sjóðstjórar lífeyrissjóða þá brugðist við til að ná hærri ávöxtun en verðtryggð ríkisskuldabréf byðu upp á miðað við óbreyttar forsendur? Eina leiðin til að

auka ávöxtun í eignasöfnum er með auknum kaupum á áhættusamari eignum á borð við hlutabréf, vogunarsjóði, framtakssjóði og skuldabréf sem bera hátt skuldaraálag. Slíkar fjárfestingar bera hærri vænta ávöxtun en einnig meiri áhættu. Segja má að þessi þróun sé að einhverju leyti hafin þar sem sjóðstjórar lífeyrissjóða hafa aukið kaup í erlendum hlutabréfum.

Íslensku lífeyrissjóðirnir vaxa hratt og verða smátt og smátt of stórir fyrir innlendan verðbréfamarkað. Sökum stærðar og kosta þess að dreifa fjárfestingum á fleiri eignaflokka hófust fjárfestingar lífeyrissjóða í erlendum hlutabréfum árið 1997. Þær jukust mikið til loka árs 2000 en minnkuðu svo aftur næstu tvö ár á eftir. Síðustu níu mánuði hefur aukningin hins vegar verið mikil í fjárfestingum í erlendum hlutabréfum og leiða má líkum að því að aukningin hafi verið meiri en ella sökum lækkandi raunvaxtastigs hér á landi. Stærstur hluti ráðstöfunarfjár lífeyrissjóða, sem er um 4-5 milljarðar á mánuði, hefur leitað í erlend hlutabréf og er hlutfall þeirra orðið um 20%. Auk innlendra hlutabréfa eru hlutabréf orðin að jafnaði rúmlega þriðjungur af eignum lífeyrissjóðanna. Því herra hlutfall lífeyrissjóðanna í áhættusamari eignum þeim mun meiri sveiflur í ávöxtun til skemmri tíma og tíðari réttindabreytingar. Skammt er að minnast verulegrar lækkunar á erlendum hlutabréfum á árunum 2000-2002 sem hafði neikvæð áhrif á tryggingafræðilega stöðu lífeyrissjóðanna og þurftu nokkrir lífeyrissjóðir að skerða réttindi sjóðfélaga sinna.

Í stað aukinnar áhættu í eignasöfnum lífeyrissjóða sem viðbrögð við lækkandi raunvöxtum væri hægt að endurskoða þá aðferð sem notuð er í dag í tryggingafræðilegu mati. Ávöxtunarkrafan til núvirðingar, 3,5%, hefur haldist óbreytt frá því byrjað var að gera reglulegar tryggingafræðilegar úttektir á lífeyrissjóðunum.

Frekar en að nota fasta ávöxtunarkröfu væri hægt að hafa kröfuna breytilega í takt við markaðsaðstæður hverju sinni. Skuldbindingar sem íslenskir lífeyrissjóðir standa frammi fyrir eru til langs tíma sökum aldurssamsetningar sjóðsfélaga. Ein leið til að standast slíkar skuldbindingar er að eiga skuldabréf sem er með jafnlangan líftíma og sama greiðsluflæði og skuldbindingarnar bera. Þar sem ekki er til skuldabréf sem jafnar alveg út greiðsluflæði skuldbindinga gæti verið nálgun að nota ávöxtunarkröfu lengsta verðtryggða skuldabréfsins sem til er á markaði til að núvirða skuldir og eignir lífeyrissjóðanna en þá tæki tryggingafræðilegt mat mið af markaðsaðstæðum hverju sinni. Þessi aðferð hefur þó galla líkt og núverandi aðferð. Í báðum aðferðum er ekki tekið mið af skuldaraáhættu í tryggingafræðilegu mati. Þannig er hægt að kaupa langt skuldabréf á ótraustan skuldara sem bæri þar af leiðandi háa vexti og kæmi vel út í tryggingafræðilegu mati. Annar galli er að aðeins hluti eigna lífeyrissjóða er í skuldabréfum, en einungis má núvirða verðbréf með fastar tekjur í tryggingafræðilegu mati. Þar að auki eru skuldabréfasöfn lífeyrissjóða nánast í öllum tilvikum með styttri meðallíftíma en skuldbindingar og hafa því minni vaxtanæmni. Breytingar á ávöxtunarkröfu í núvirðingu hafa því meiri áhrif á skuldbindingar en eignir lífeyrissjóðanna og við lækkandi raunvexti hækka skuldbindingar meira en eignir. Helsti kosturinn við þessa aðferð er aftur á móti að sjóðirnir þurfa ekki að taka aukna áhættu til að ná hærri ávöxtun þar sem núvirðisstuðullinn lækkar í takt við lækkandi vaxtastig. Þar að auki fæst réttari mynd af stöðu eigna og skulda á hverjum tímapunkti þar sem miðað er við markaðsaðstæður hverju sinni.

Önnur aðferð og í raun næsta skref við núvirðingu samkvæmt tiltekinni markaðskröfu er að gera eignir lífeyrissjóðanna upp á markaðsvirði en skuldbindingar á sama hátt og að ofan. Með því að gera eignir upp á markaðsvirði fæst réttari mynd af eignasafni þar sem tekið er tillit til skuldaraáhættu í skuldabréfasafni. Stór hluti eigna lífeyrissjóðanna er aftur á móti í bréfum sem ganga ekki að kaupum og sölum á markaði og því erfitt að finna markaðsverð á slíkar eignir. Almenna reglan í viðskiptalöndum í kringum okkur er að gera eignir upp á markaðsvirði og því líklegt að lífeyriskerfið hér á landi þróist í þá átt.

Hver svo sem viðbrögðin verða við lækkandi raunvaxtastigi þá er ljóst að þær breytingar sem eru að verða á íslenskum skuldabréfamarkaði koma til með að hafa áhrif á íslenska lífeyriskerfið.

Höfundar eru sjóðstjórar á eignastýringarsviði KB banka hf.

Arnór Gunnarsson

Þorkell Magnússon