



ANALYTICA
ÁHÆTTU- OG FJÁRFESTINGARÁÐGJÖF



Raunhæf ávöxtunarviðmið lífeyrissjóða – Aðstæður og alþjóðlegt samhengi

23. janúar 2012



Tilgangur viðmiðs fyrir mat á „réttindum“

Mat á réttindum ætti gefa raunsæja mynd af stöðu sjóða

- Ávöxtunarviðmið ætti að
 - Vera í samræmi við bestu venju í reikningskilum
 - Taka tillit til þróunar og reynslu annarra þjóða
- Ávöxtunarviðmið ætti að endurspegla
 - Besta mat á hverjum tíma m.v. mögulega ávöxtun eigna
 - Lögmálið um eitt markaðsverð (e. Law of one price)
- Ávöxtunarviðmið ætti að
 - Vernda hagsmuni kynslóða, valda ekki *óþarfa* óþægindum (meðaltöl, samtrygging)
 - Styðja við langvarandi fyrirkomulag: Ekki skipulegt vanmat eða ofmat, gegnsæi
- Annað komi fram í skorðum á tryggingafræðilega stöðu

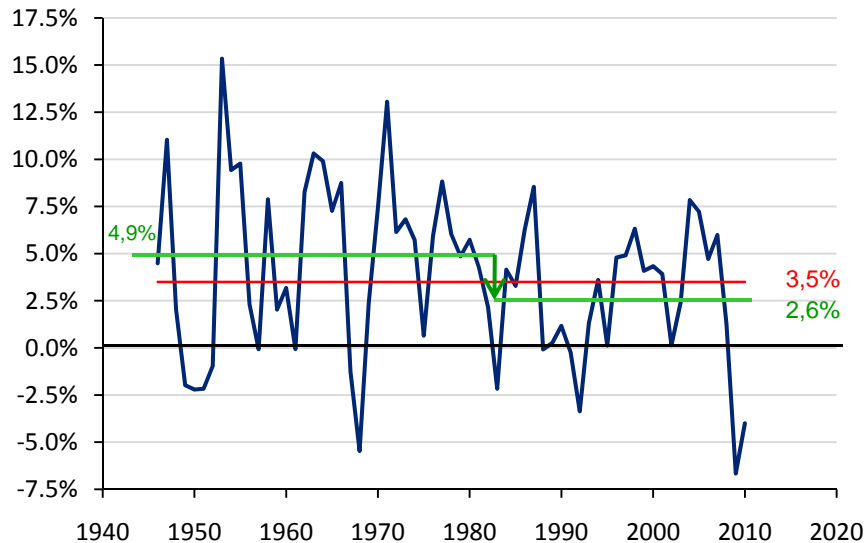


Möguleikarnir og viðmið um ávöxtun (1)

Gjaldeyrishöft, endurskipulagning og óvissa

- Hámark á ávöxtunarviðmið: Langtímahagvöxtur

Hagvöxtur á Íslandi 1945-2010



Meðalhagvöxtur	Ísland	Heimurinn
1945-1980	4.9%	4.9%
1981-2010	2.6%	3.4%
1945-2010	3.8%	4.4%

- Kostnaður við starfsemi dreginn frá (um 0,2-0,7%)
- Höft skerða mögulega ávöxtun



Möguleikarnir og markmið um ávöxtun (2)

Hvaðan kemur ávöxtun?

- Ávöxtun: Afrakstur framleiðslu.
- Til að fá raunávöxtun á fjármagn þarf raunaukningu í framleiðslu
- „Núningur“, s.s. gjaldþrot, kostnaður við menntun o.fl. dregst frá mögulegri ávöxtun

<u>Tegund ávöxtunar</u>	<u>Vænt ávöxtun</u>	<u>Tegund fjárfestingar</u>	<u>Hlutfall</u>
Áhættulausir vextir	2.0%	Eigið fé	40%
Hlutabréfaálag	4.5%	Skuldir, fyrirtæki	20%
Skuldaálag fyrirtækja (AA vs. AAA ríki)	1.0%	Skuldir, opinberar	40%
		<i>Vegin ávöxtun</i>	<i>4.0%</i>

- Er 4% hagvöxtur raunhæfur hérlendis? Einhverjar forsendur e.t.v. óraunhæfar. Verður að leita út fyrir landsteinana til að fá ávöxtun: Útflutningur - Fjárfesta eða fá fjármagn.

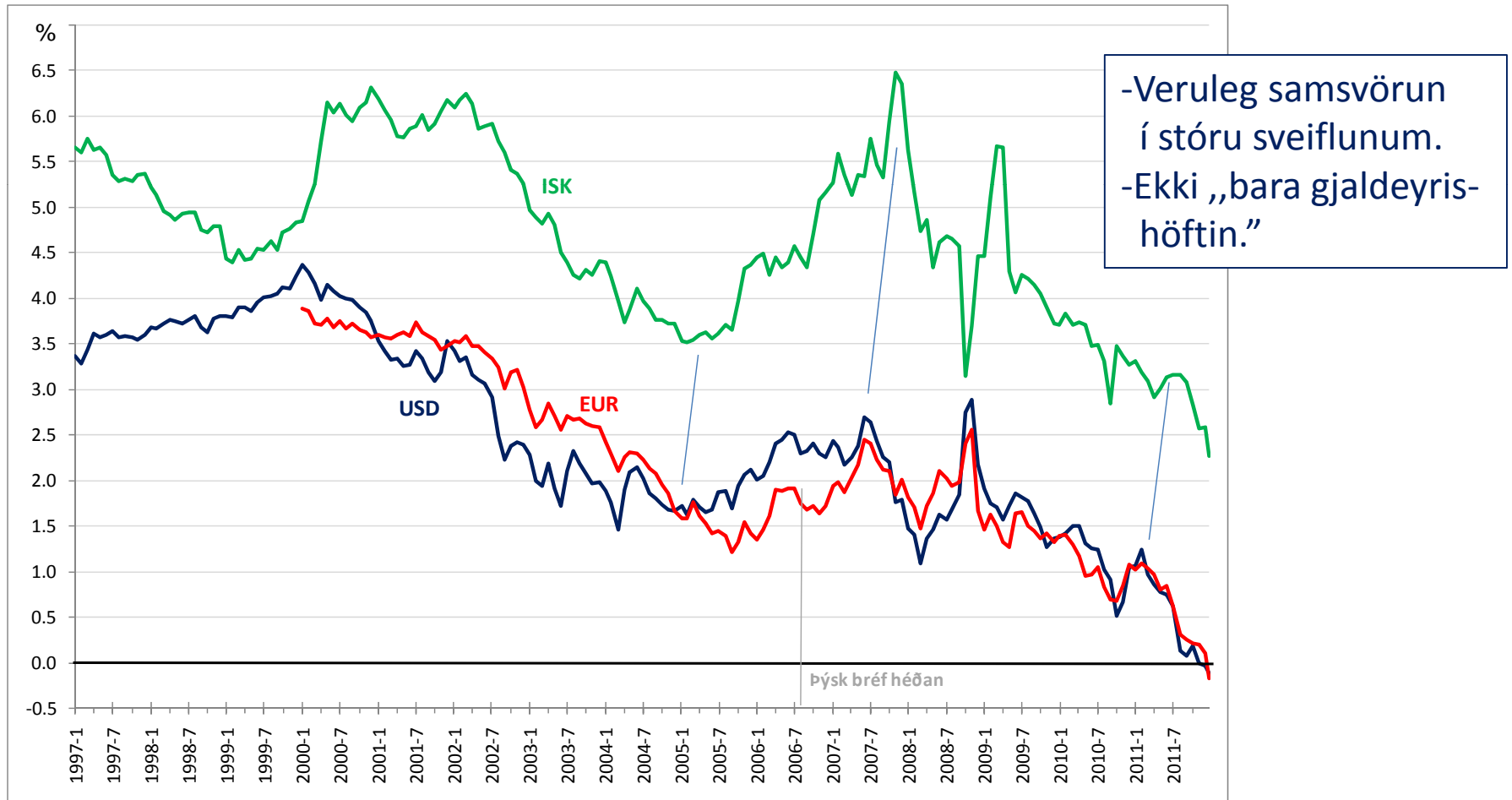


Söguleg þróun ávöxtunarkröfu





Verðtryggð ávöxtun í alþjóðlegu samhengi





Japan: Nafnávöxtunarkrafa 1985-2012





Yfirlit yfir nokkur lönd

Ávöxtunarviðmið

Skuldbindingar

Verð-trygging	Markaðskrafa Ávöxtunarferill	Ein tala	Föst ávöxtun
Já			NO*, IS
Nei	DK, NL, SE	UK	FI

Fjárfestingarstefna

Verð-trygging	Skuldbindingamiðuð fjárfestingastefna	Sjálfstætt markmið	Föst ávöxtun
Já			NO*, IS
Nei	DK, NL, SE	UK	FI

*) Á við olíusjóðinn

Ríki	Staða á viðmiðum	Verðbólga (12m, haust 2011)
Kanada	1.70%	3.2%
Finnland	3.5-3.8%	3.5%
Þýskaland	< 2.25%	2.5%
Írland	Greiðandi: 7.25%, Þegi: 4.5%	2.8%
Japan	0.95-1.44%	0.0%
Holland	2.45%	2.6%
Noregur	2.75%	1.4%
Portugal	4.50%	4.2%
Spánn	4%; Verðbólguforsendur: 1,5-2%	3.0%
Sviss	3.50%	-0.1%
BNA	3.50%	3.9%
Bretland	Greiðandi: 5,1%, Þegi: 4,9%	5.2%
Danmörk	2.70%	2.8%
Svíþjóð	1.70%	2.9%

Byggt á könnun OECD 2008, uppfært m.v. mismunandi heimildir og stöðu á viðmiðum 18.11.2011 skv. Bloomberg. Nákvæm gildi kunna að vera frábrugðin þeim sem birt eru að ofan.



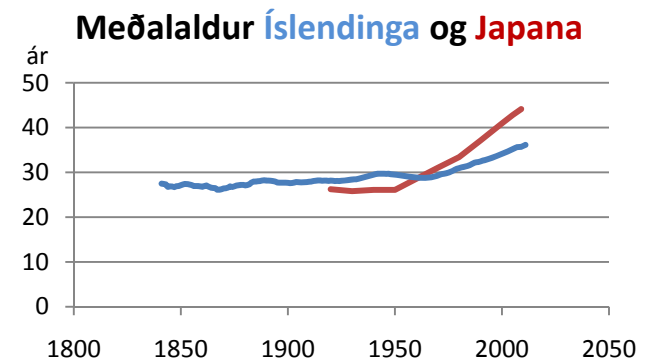
Breytileg krafa - Leiðir til að útfæra

- Ýmis óþægindi við að breyta kröfu
 - Ef tengt ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa - Hætta á víxlverkunum sem skaða kerfið
 - Skerðing réttinda deilist ójafnt á kynslóðir
 - Einstaklingar geta lent í óþægilegri aðstöðu þegar breytingar eru gerðar
- Dæmi um sveiflujafnandi aðgerðir:
 - Nota meðaltöl í stað punktstöðu
 - Sjóðfélögum boðin trygging gegn áföllum sem þeir greiði fyrir
 - „Tryggingasjóður lífeyrisréttinda“
 - Krafa um rúma tryggingafræðilega stöðu
- Ef kröfu ekki breytt til að endurspegla raunveruleikann – Þá tilflutningur réttinda á milli kynslóða þannig:
 - Fastiðgjaldakerfi: Réttindaskerðingar síðar!
 - Fastréttindakerfi: Síðari innborganir ábyrgðaraðila, ríkis og sveitarfélaga (skattlagning).
- Misvísandi upplýsingar: Réttindi ekki jafnmikil og talið – Dregur úr hvata sjóðfélaga til að gera eðlilegar ráðstafanir fyrir efri árin



Núverandi fyrirkomulag - Sjónarmið

- „Blekkir” regluverkið sjóðfélaga með of háu viðmiði?
- Áhættuþættir nú óvarðir sem áður mátti telja *varða* af varkáru mati á réttindum í gegnum „lága ávöxtunarkröfu”:
 - Aukin ævilengd (=> Hækka eftirlaunaaldur)
 - Eldri þjóð (=> Sjóðasöfnun)
 - Aukningur heilbrigðisútgjalda í heildarútgjöldum þjóðarinnar (sennilega meira en tvöföldun næstu 40 ár sem hlutfall af VLF)
- Áhættu ætti að meta samhliða mati á tryggingafræðilegri stöðu
- Núverandi réttindi jafnvel 40-60% hærri en tryggingafræðilegt mat gæti gefið til kynna
- Hlutdeild ríkis- og sveitafélagaskuldabréfa afar mikil





Verðtryggt eða óverðtryggt viðmið?

- Viðmið þarf að endurspegla mögulegar fjárfestingar...
...en réttindin eru verðtryggð
- Verðtrygging réttinda: Markmið eða skylda?
- Samhengi verðtryggingar við skerðingu...
...og tryggingafræðilega stöðu
- Ávöxtun óverðtryggðra bankalána hærri en verðtryggðra
 - vextir þeirra breytilegir
- „Vænt” 10 ára verðbólga ca. 4,4% en 5 ára ca. 4,2%
- Í verðtryggingu deilast verðbætur niður á lánstíma
- Meira sjóðstreymi af óverðtryggðum eignum
 - Meiri umsýsla í eignastýringu vegna endurfjárfestingar



Áhrif óvænttrar verðbólgu?

- Verðtrygging dregur úr óvissu í kerfinu
- Réttindi sjóðfélaga þeirra „eign“ á móti skuldum
- Ef skuldir og réttindi verðtryggð:
 - Verðbólga hækkar skuldir en réttindi á móti a.m.k að hluta
- Ef skuldir og réttindi óverðtryggð:
 - Verðbólga rýrir skuldir, eykur mögulega greiðslubyrði en dregur úr réttindum
 - Verðbólga hefur þannig svipuð áhrif og minni sparnaður
- Ef skuldir óverðtryggðar og réttindi verðtryggð...
 - Gengur það upp?
- Verðbólgu oftar vanspáð en ofspáð

Eignaflokkur	Fjárh., ma	Hlutfall
Ísl. hlbr	50	2.5%
Óverðtryggt	300	15.2%
Verðtryggt	1 130	57.4%
Gengisbundið	490	24.9%
Eignir alls	1 970	100.0%



Mælikvarðar til að meta gæði breytinga

Rammi Alþjóðabankans

- Upphafsskilyrði:
 - Kerfi í dag
 - Þarfir fyrir umbætur
 - Umhverfi
- Fyrstu skilyrði fyrir mat á breytingum:
 - *Fullnægjandi, viðráðanlegt, sjálfbært, réttlátt (equity), fyrirsjáanlegt og sterkt*
- Önnur skilyrði:
 - Valdi ekki bjögun á vinnumarkaði
 - Stuðli að sparnaði
 - Stuðli að framþróun á fjármálamarkaði

Æskilegir eiginleikar viðmiðs:

Áhættulaust, auðmælanlegt, unnt að eiga viðskipti með, sterkt (robust)
(Skv. hollenskum tryggingastærðfræðingum [AI & AG 2009])



Niðurstöður

Kerfi ekki í stöðugu ástandi nú

- Ávöxtunarviðmið virðist of hátt m.v. aðstæður: „Of stórt loforð”.
Ytir undir óraunhæfar væntingar sjóðfélaga
- Tregbreytilegt viðmið virðist heppilegt
- Forðast að festa í sessi „bólú“-viðmið
- Verðtryggt markmið:
 - Helst í hendur við skuldir sjóðfélaga, eða hvað?
 - Í takt við meðmæli Alþjóðabankans
- Það eru til góðir mælikvarðar til að meta gæði breytinga og varða veginn



ANALYTICA
ÁHÆTTU- OG FJÁRFESTINGARÁDGGJÖF

Analytica ehf.
Síðumúla 14
108 Reykjavík
yngvi@analytica.is

www.analytica.is

Sími: 527 8800
Fax: 568 4998