

Vinnufundur á vegum Landssamtaka lífeyrissjóða
Hótel Selfossi

*Betri bíla, lægri vexti, eldra viskí,
meiri pening*

Benedikt Jóhannesson
23. jan. 2012

Fyrri hluti

Á að lækka

~~ávöxtunarkröfuna~~

ávöxtunarviðmið?

Hvað þýðir 3,5% ávöxtun?

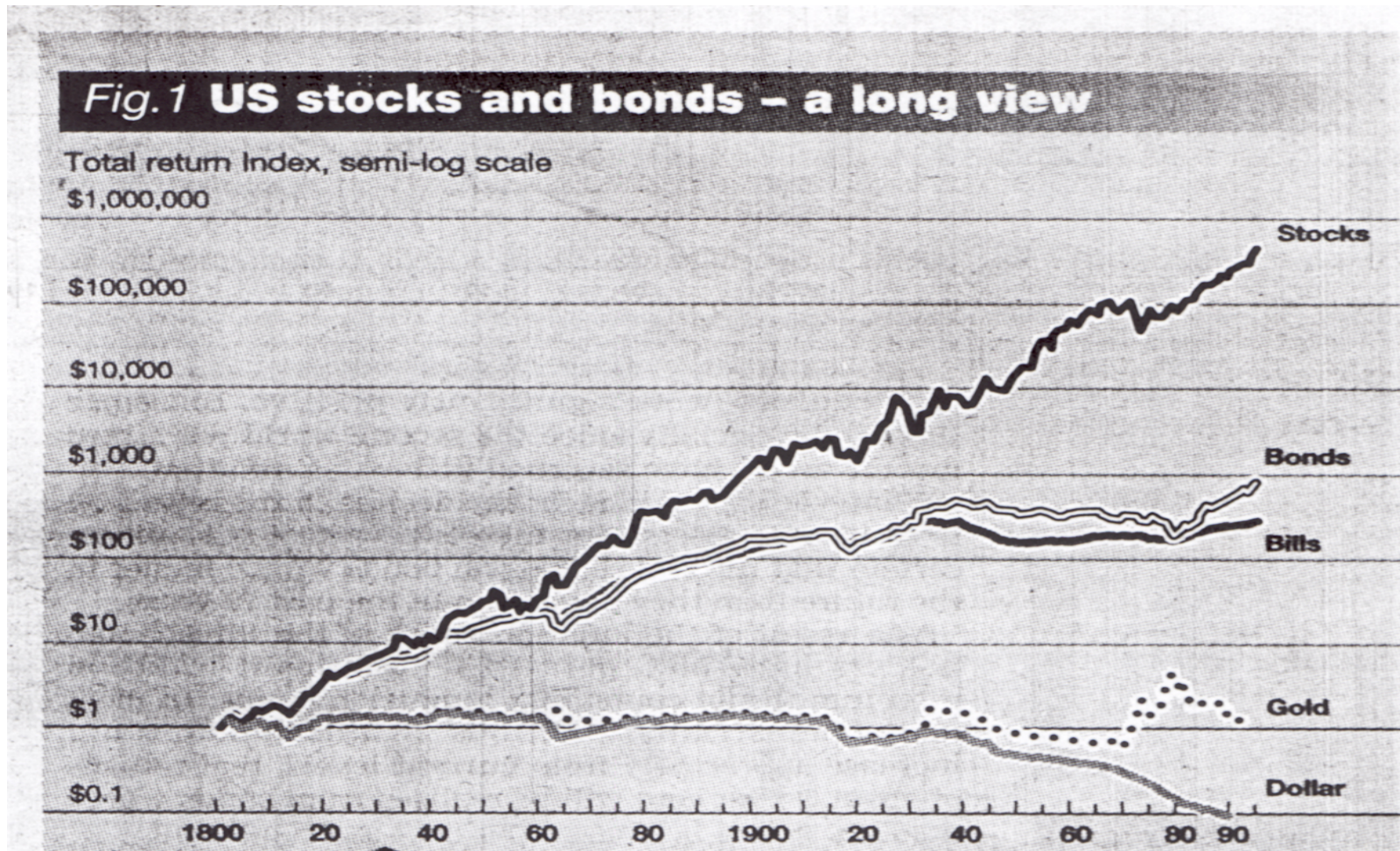
- Margir halda að talan merki ávöxtunarkröfu til lífeyrissjóðanna
- Svo er ekki heldur er 3,5% reiknital miðað við meðaltal langtímaávöxtunar
- Talan er byggð á reynslu um langtímaávöxtun yfir mjög langan tíma
- Vegna þess að hún er meðaltal verður ávöxtun stundum meiri, stundum minni

Ávöxtun

- Reiknað er með 3,5% raunvöxtum
- Hvers vegna?
- Langtímarannsóknir benda til þess að slík ávöxtun sé raunhæf fyrir örugg verðbréf
- Hlutabréf gefa meira en eru áhættusamari
- Verðtrygging eykur öryggi skuldabréfa
- Rannsóknir benda til þess að kaupmáttur launa aukist um 1,5% að raungildi á ári til lengdar

Ávöxtun 1802-1996

(FT Mastering Finance 12/5/97)



Ávöxtun 1802-1996

Real returns (%)				
	1802- 1996	1802- 1971	1871- 1925	1926- 1996
Stocks	6.9	7.0	6.6	6.9
Bonds	3.4	4.8	3.7	1.9
Bills	2.9	5.1	3.2	0.6
Gold	0.1	0.2	-0.8	0.6
Dollar	-1.3	-0.1	-0.6	-3.0

Úr *Financial Times* 1997

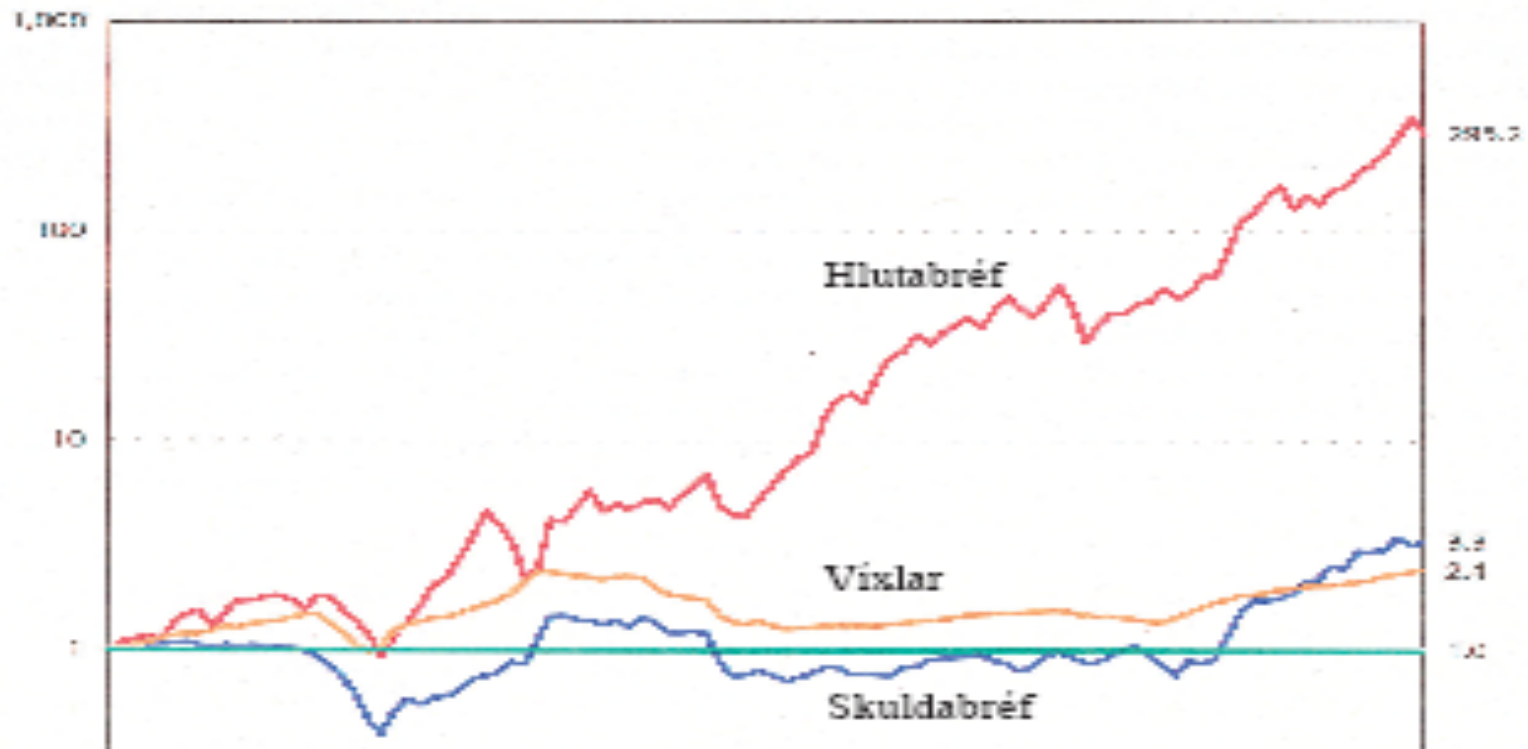
Ávöxtun 1802-2000

Raunávöxtun á ári (%)				
	1802- 1996	1802- 1971	1871- 1925	1900- 2000
Hlutabréf	6,9	7,0	6,6	5,8
Skuldabréf	3,4	4,8	3,7	1,2
Víxlar	2,9	5,1	3,2	0,9
Gull	0,1	0,2	-0,8	0,5
Bandaríkjadalur	-1,3	-0,1	-0,6	-3,0

Ávöxtun á 20. öld

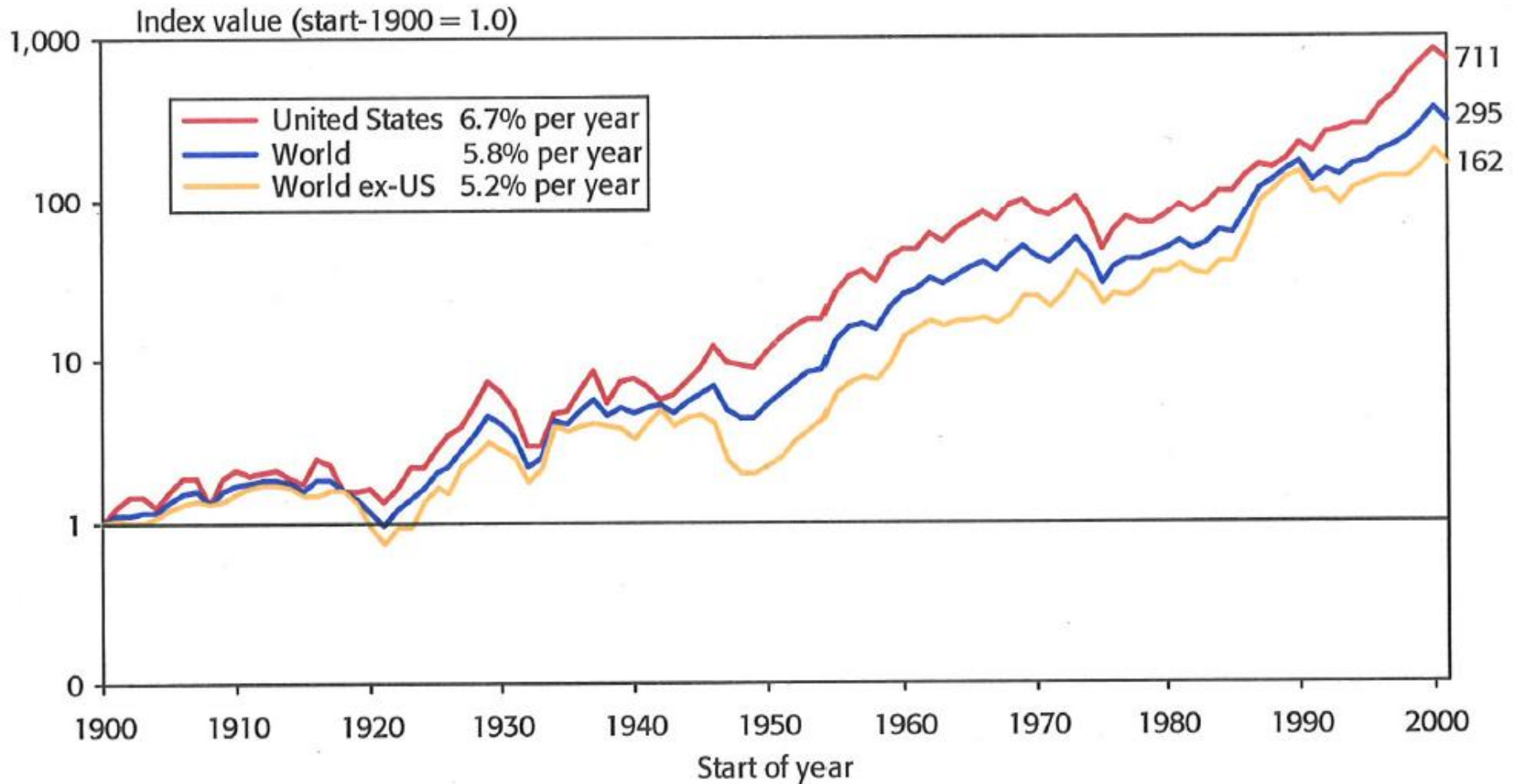
(Triumph of the Optimists, Princeton UP 2002)

Mynd 1: Ávöxtun í heiminum á 20. öld. Meðaltal úr 17 löndum.



Aðlagð að kvarðum er lógartískilur. Heitið: Triumph of the Optimists.

Raunávöxtun hlutabréfa 1900-2000



Úr *Triumph of the Optimists*

Raunávöxtun 1900-2000

16 helstu hlutabréfamarkaðir

Hlutabréf	5,8%
Skuldabréf	1,7%
Víxlar	1,0%

Blanda af þessu þrennu í hlutföllunum 50% hlutabréf, 40% skuldabréf og 10% víxlar hefði gefið **3,7% raunávöxtun**

Raunávöxtun 1900-2010

19 helstu hlutabréfamarkaðir

Hlutabréf	5,5%
Skuldabréf	1,6%
Víxlar	1,0%

Blanda af þessu þrennu í hlutföllunum 50% hlutabréf, 40% skuldabréf og 10% víxlar hefði gefið **3,5% raunávöxtun**

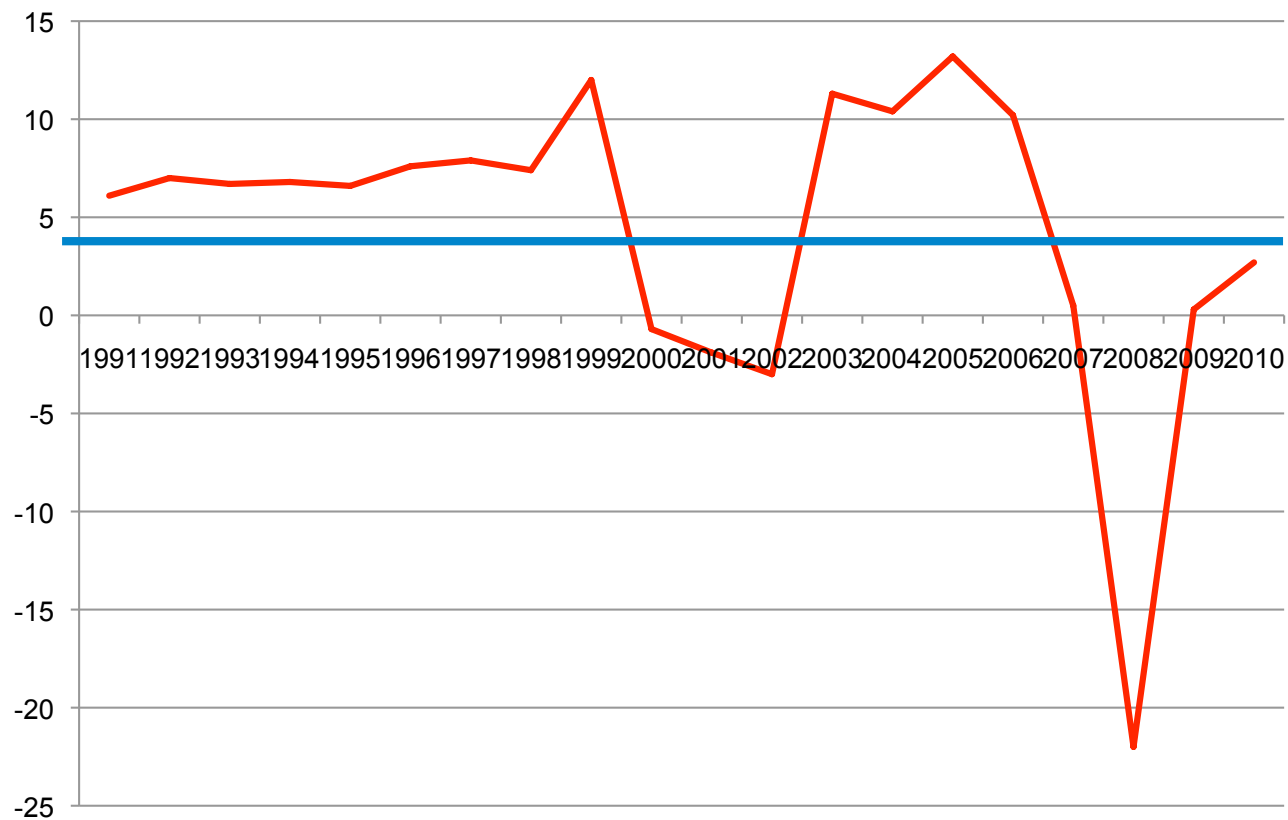
Ávöxtun 1900-2010

	Hlutabr.	Skuldabr.	Skammtín	Hlutabréf	Ávöxtun
Hlutföll	50	40	10	stærð	
Bandaríkin	6,3	1,8	1,0	50%	3,97
Japan	3,8	-1,1	-1,9	10%	1,27
Bretland	5,3	1,4	1,0	10%	3,31
Kanada	5,9	2,1	1,6	5%	3,95
Frakkland	3,1	-0,1	-2,8	5%	1,23
Ástralía	7,4	1,4	0,7	4%	4,33
Þýskaland	3,1	-1,9	-2,4	4%	0,55
Sviss	4,2	2,1	0,8	4%	3,02
Spánn	3,6	1,3	0,3	2%	2,35
Svíþjóð	6,3	2,4	1,9	2%	4,30
Belgía	2,5	-0,1	-0,3	1%	1,18
Danmörk	5,0	3,0	2,3	1%	3,93
Finnland	5,4	-0,2	-0,5	1%	2,57
Írland	3,8	0,9	0,7	1%	2,33
Ítalía	2,0	-1,7	-3,6	1%	-0,04
Holland	5,0	1,4	0,7	1%	3,13
Nýja-Sjáland	5,8	2,0	1,7	1%	3,87
Noregur	4,2	1,7	1,2	1%	2,90
Suður-Afríka	7,3	1,8	1,0	1%	4,47
Heimurinn	5,5	1,6	1,0		3,49

Mörg lönd ná ekki 3,5% ávöxtun

- Af þessum 19 löndum ná
- 3 meira en 4,0% raunávöxtun
- 4 á bilinu 3,5 til 4,0%
- 3 á bilinu 3,0 til 3,5%
- 2 á bilinu 2,5 til 3,0%
- 2 á bilinu 2,0 til 2,5%
- 3 á bilinu 1,0 til 2,0%
- 2 undir 1,0%

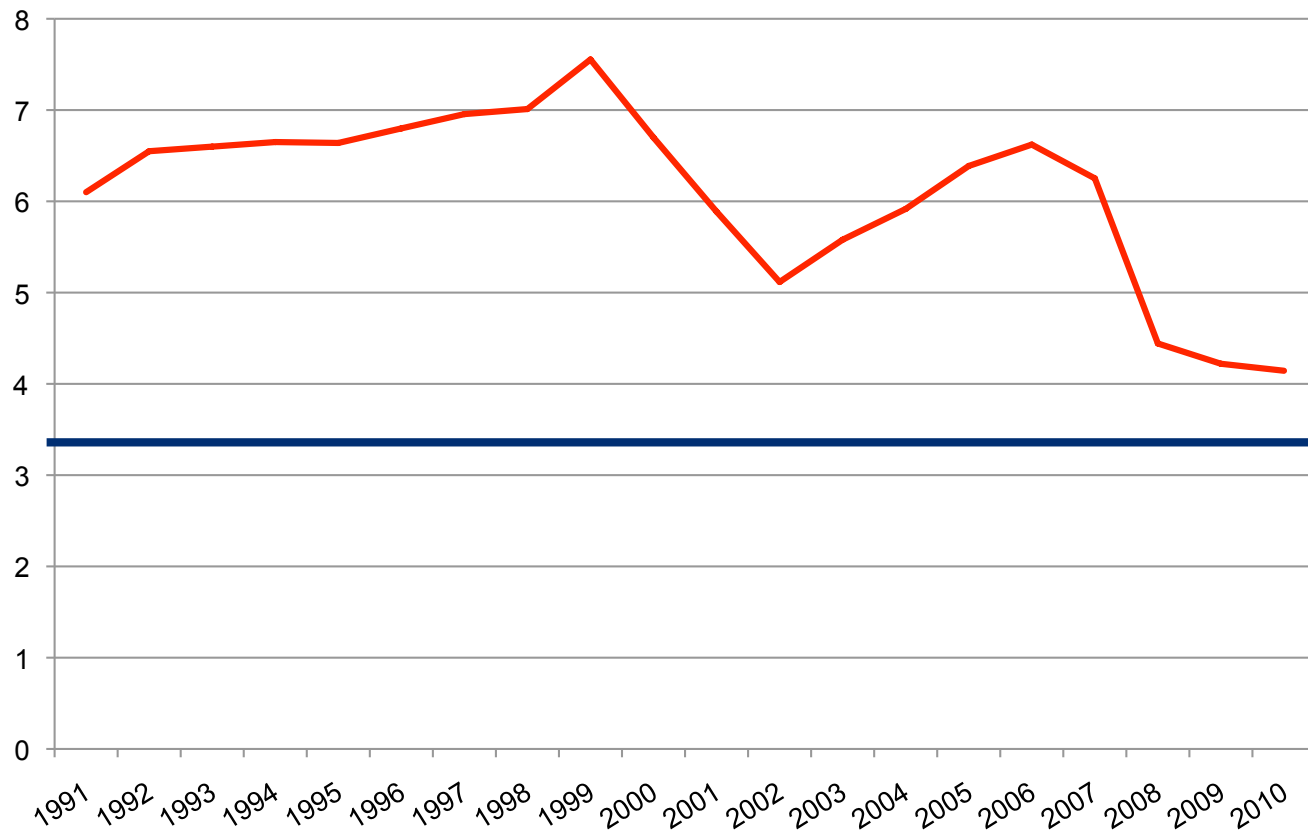
Raunávöxtun lífeyrissjóða á Íslandi 1991-2010 (á ári)



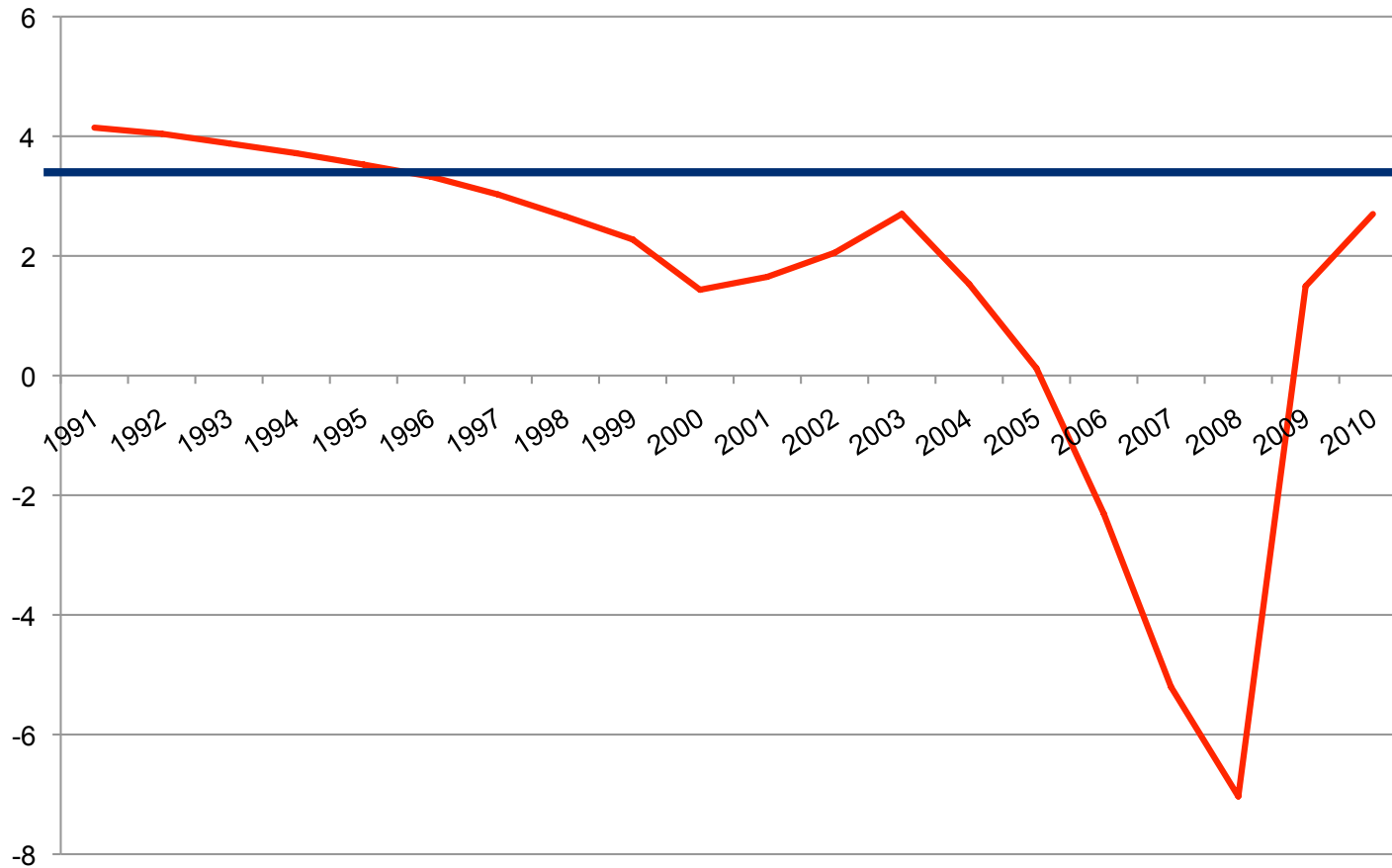
Raunávöxtun meðaltal 5 ára og 10 ára



Raunávöxtun lífeyrissjóða 1991 til reikniárs (meðaltal)



Raunávöxtun lífeyrissjóða reikniár til 2010 (meðaltal)



3,5% tvísýn í bráð

- Hruninn verðbréfamarkaður og gjaldeyrishöft
- Lokað land
- Hætta á að slök ávöxtun sé ávísun á frekari skerðingar á lífeyri
- Takmarkaðir fjárfestingarkostir
 - Bréf ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs (takmarkað framboð)
 - Bankainnstæður
- Verkefni á vegum ríkis og sveitarfélaga
 - Skýr arðsemiskrafa liggja fyrir um einstök verkefni

Lækkun vaxtaviðmiðs?

- Lægri raunávöxtun þýðir **meiri skuldbindingar** og/eða **minni lífeyri**

Bjarni Þórðarson hefur metið áhrifin:

- Hver yrðu áhrif þess að lækka núv. reikniforsendu vaxta úr 3,5% í 3,0%?
- Áfallnar skuldbindingar myndu hækka 10-12% og réttindatöflur lækka samsvarandi. Lífeyrir myndi **skerðast** sem því nemur
- Skerðing ætti að vera mismikil eftir aldri

Rangar líftöflur

- Vegna þess að við gerum ráð fyrir því að ævilengd haldi áfram að aukast er líklegt að líftöflur sem notaðar eru séu rangar
- Útreikningar Bjarna Guðmundssonar og Helga Bjarnasonar benda til þess að áhrif af því að taka upp réttari líftöflur hafi svipuð áhrif og að lækka vaxtaviðmiðun úr 3,5 í 2,9%.

Rangar líftöflur

- Áfallnar skuldbindingar myndu alls hækka um liðlega 20% og réttindatöflur lækka á þriðja tug prósentu. Lífeyrir myndi **skerðast** sem því nemur.
- Þegar haft er í huga að margir sjóðir eiga ekki fyrir reiknuðum skuldbindingum blasir við **skerðing upp á um 30%**.
- Þetta þarf samt að gera ef menn halda að þessar forsendur séu réttar. Spurningin er hvernig?

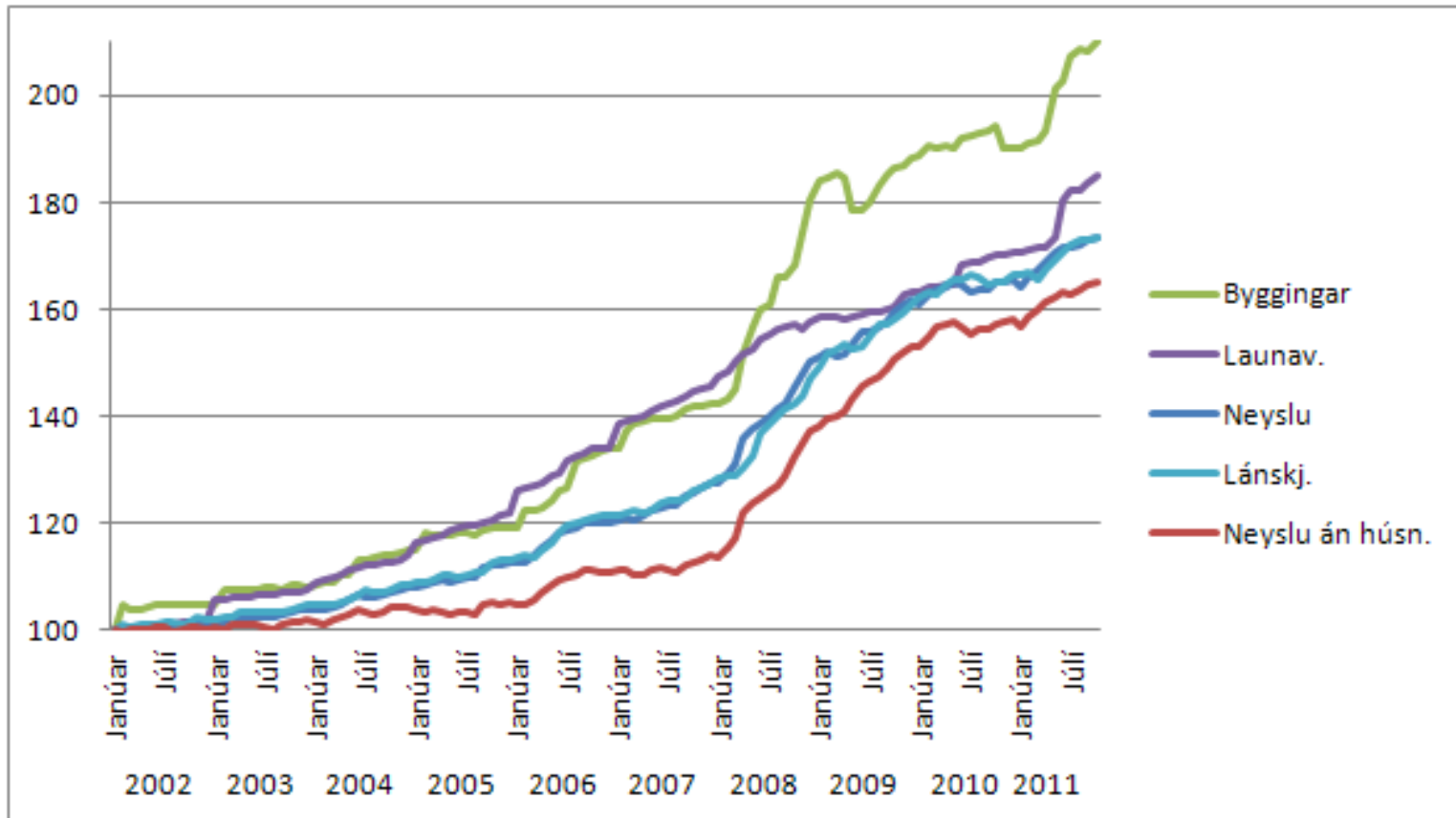
Eru allir sáttir?



Seinni hluti

**Er rétt að
verðtryggja lífeyri?**

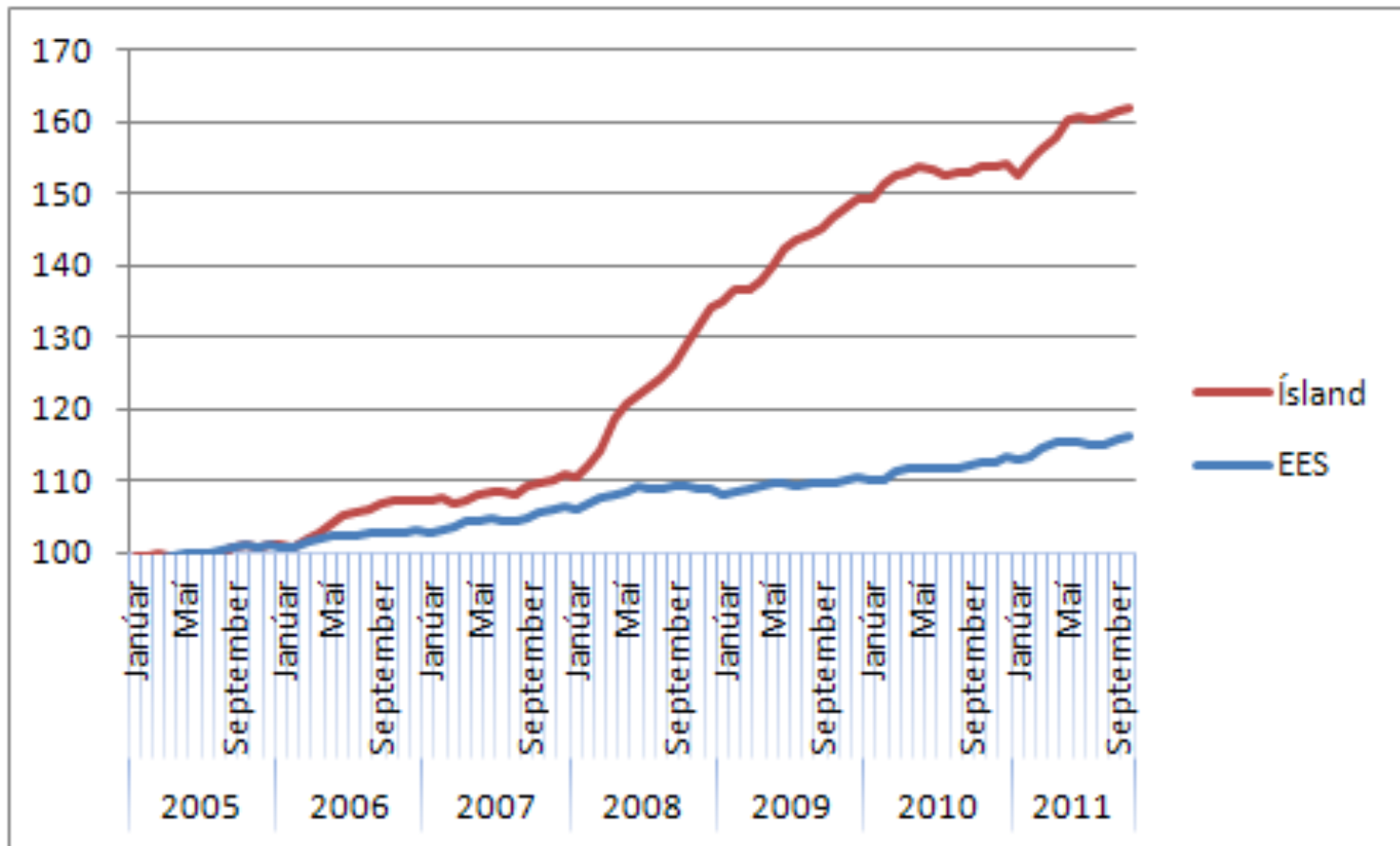
Verðbólga á Íslandi í áratug



Hún er mismikil eftir viðmiði

- 65% á áratug (um 5% á ári) (Neysla án húsnæðis)
- 110% á áratug (tæplega 8%) (Húsnæðisvísitala)
- Svo dæmi sé tekið m.v. 10 ár

Hún er miklu meiri en víða annars staðar



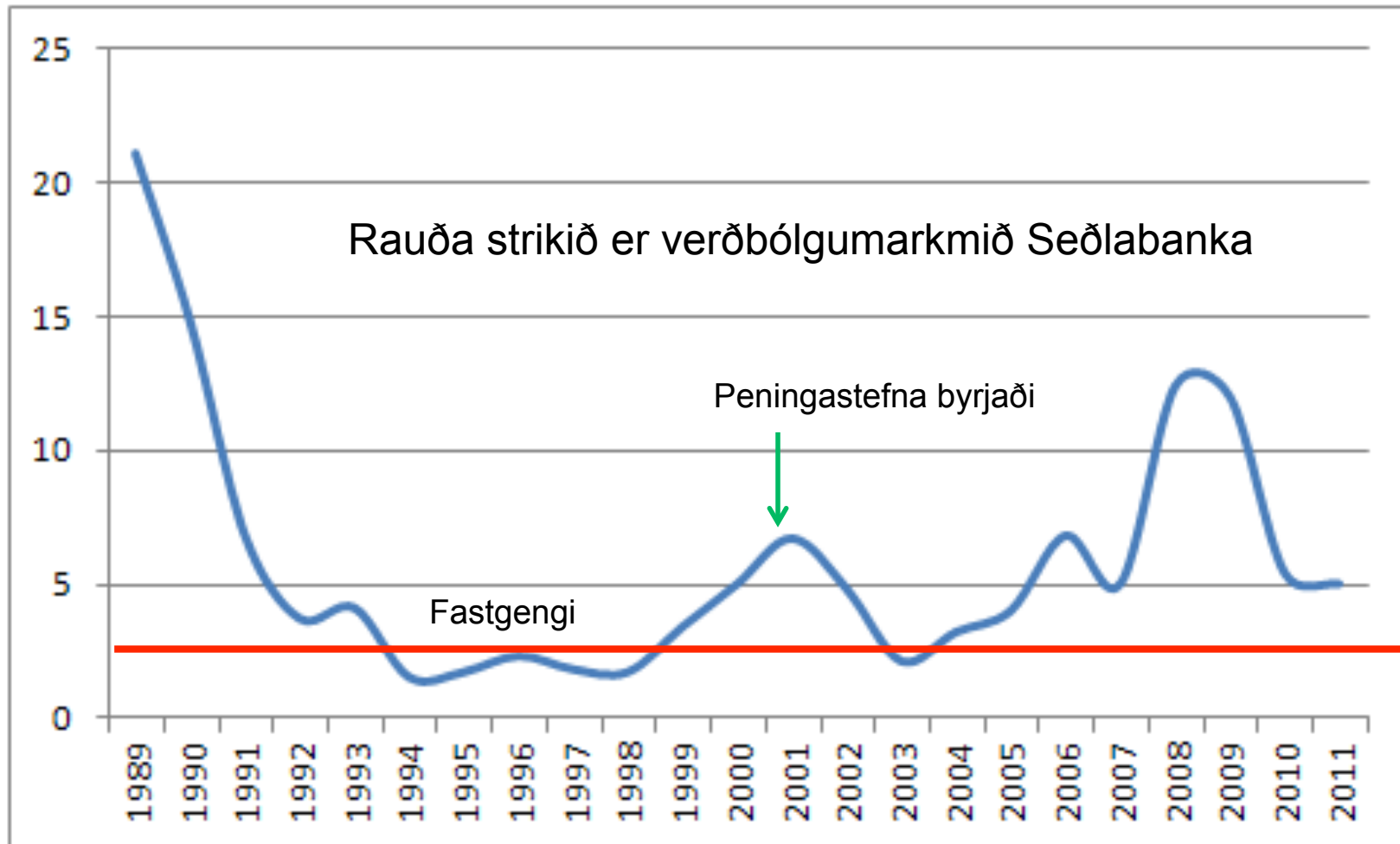
Áhrif verðbólgu á vexti

- Vextir eru samsettir úr raunvaxtaþætti og verðbólguþætti
- Spurningin er hversu raunverulegir eru raunvextirnir (of eða van)
- Þegar verðbólga er mikil er meiri óvissa um raunávöxtun en ella

Vaxtastefna gegn verðbólgu

- Vextir hækka á öllum lánum
 - Almennitur (fólk og fyrirtæki) verður að greiða meira til bankanna
 - Allir hafa minna til ráðstöfunar
 - Það dregur úr neyslu
-
- Með sama hætti má örva neyslu með vaxtalækkun

Peningastefnan virkaði ekki



Árs verðbólga frá upphafi til loka árs

Þessi stefna virkar ekki með þreföldu hagkerfi

- Krónulánum
- Verðtryggðum krónulánum
- Erlendum lánum

- Sem hvert um sig fylgir sínum lögmálum

Til hvers er verðtrygging?

1. Þegar hér var óðaverðbólga á árunum 1973-83 (30 til 120%) lækkaði höfuðstóll skulda mjög hratt að raunvirði
2. Þó að vextir væru mjög háir í prósentum (40-60% sum ár) voru þeir miklu lægri en verðbólgan og því raunávöxtun neikvæð
3. Afleiðingin var sú að sparnaður rýrnaði að raunvirði og fé til þess að lána var lítið

Kostir verðtryggingar

4. Með verðtryggingu er raunvirði höfuðstóls haldið föstu
5. Sparnaður óx og auðvelt var að fá lán
6. Vaxta- og greiðslubyrði er svipuð ef laun og verðlag haldast í hendur
7. Lífeyrissjóðakerfið byggðist upp

Ókostir verðtryggingar

8. Höfuðstóll lána gengur hægt niður
9. Höfuðstóllinn getur hækkað mikið ef verðbólga rýkur upp
10. Greiðslubyrði vex ef laun vaxa hægar en verðlag
11. Peningastefna þar sem vaxtahækkunarir eiga að hafa áhrif á verðbólgu er gagnslítill

Skýringin á verðtryggingu

- Krónan var (og er) svo lélegur gjaldmiðill að menn urðu að finna upp nýja einingu, þ.e. *verðtryggða* krónu.
- Þegar krónan rýrnar stöðugt er hætt við að sparnaður fari í steinsteypu, flatskjái og aðra hluti sem menn kaupa fyrst og fremst til þess að verja verðgildi eigna sinna, ekki vegna þess að þeir þurfi þá

Verðtrygging

- Það er rangt að verðtrygging sé bundin við Ísland
- Hún er til víða um lönd, en er algengari þar sem verðlag er óstöðugt
- Hún er líklega hvergi jafnútbreidd og hér
- Óverðtryggð lán eru yfirleitt með **hærri** raunvexti en verðtryggð

Verðtrygging

- Það er óviðunandi að verðmæti peninga sveiflist stöðugt og geti rýrnað um helming í einu vetfangi
- Þess vegna þurfum við stöðugra verðlag, stöðugri mynt og minni verðtryggingu

Verðtrygging

- Ef vægi verðtryggingar minnkar í langtímalánum er líklegt að:
 - Áhætta lífeyrissjóðanna við lánin verði meiri en af verðtryggðum lánum
 - Ávöxtun verði að meðaltali hærrí en af verðtryggðum lánum

Á að verðtryggja lífeyrisréttindi?

- Réttindi ráðast alltaf af því hvernig raunávöxtun næst
 - Í raun fá sjóðfélagar aðeins það sem er í sjóðnum
 - Líklega voru margir sjóðir of örlátir í því að gefa bónusa þegar vel gekk
 - Jafnframt er alltaf tregða til þess að skerða þegar staðan er neikvæð

Ættu réttindi að fara eftir stöðu sjóða hverju sinni?

- Þá ætti hver sjóðfélagi hlutdeild í sjóðnum eins og staðan er hverju sinni
- Upp hefur komið hugmynd um að aðskilja sjóði á innvinnslutíma og útborgunartíma
- Útborgunarsjóðir væru íhaldssamari í fjárfestingum. Lengri ævilengd nú en áður veldur því að jafnvel útborgunarsjóðir ættu að eiga hlutabréf tþa ná upp ávöxtun

Er þá allt ljóst?



Spurningar til umræðuhópa

Á að verðtryggja lífeyri?

- Hvernig er verðtrygging lífeyrisréttinda í nógildandi lögum?
- Hvort ætti frekar að skerða en afnema verðtryggingu tímabundið ?

Spurningar til umræðuhópa

Á að lækka viðmiðunarvexti?

- Hver eru töluleg áhrif á mat skuldbindinga?
 - Hvort ræður lífeyrisréttindum :
 - Viðmiðunarvextir eða
 - Ávöxtun lífeyrissjóðsins
- Hver eru áhrif á mat skuldbindinga?
 - Hvernig á að útfæra lækkunina?

Spurningar til umræðuhópa

Ávöxtun

- Hvernig á ávöxtun lífeyrissjóðsins að endurspeglast í lífeyrisréttindum?
- Gefur það sjóðfélögum rétta mynd að tala um lífeyris*réttindi* sem ráðast af eignastöðu?

Spurningar til umræðuhópa

Hvernig er brugðist við breytingum?

- Á að takmarka rétt til þess að veita bónusa þannig að það verði aðeins gert á fimm ára fresti?
- Á að skylda lífeyrissjóði til þess að skerða réttindi strax og ljóst þykir að þeir eigi ekki fyrir skuldbindingum?
- Ætti strax að hækka iðgjöld ef lífeyrissjóðir geta ekki staðið undir lágmarksréttindum?

Spurningar til umræðuhópa

Áhrif breytinga á lífslíkum

- Réttindatöflur sjóðanna miða við fasta vexti og fastar lífslíkur. Veruleikinn er fjarri þessu.
- Talað er um aldursháða réttindaöflun, en tengsl við aldur eru vegna áætlaðrar ávöxtunar, svo réttara væri að segja vaxtaháð réttindaöflun.

Spurningar til umræðuhópa

Áhrif breytinga á ávöxtun

- Er betra að ákvæði um réttindaöflun verði: Uppsöfnun í sameiginlegan sjóð á starfstíma sem vex með ávöxtun og fyrst þegar kemur að töku lífeyris verði réttindi fest. Ef hægt verður að fjárfesta í verðtryggðum bréfum mætti verðtryggja lífeyri, eða ef verðbólga er skapleg verður það óþarft og lífeyrir fer einfaldlega lækkandi að raunvirði eftir því sem aldur hækkar.

Spurningar til umræðuhópa

Ábyrgð starfandi á lífeyrispegum ?

- Er betra að skilja að sjóðina þannig að lögð verði áhersla á að verðtryggja sem best ellilífeyrispega og fjárfesta í „öruggum“ bréfum fyrir þá?
- Þeir sem eru starfandi væru með breytileg réttindi sem réðust m.a. af ávöxtun og mati á lífslíkum hverju sinni. Við töku ellilífeyris væri „fest“ viðmiðun

Spurningar til umræðuhópa

Hvaða áhrif hefur niðurfelling á endurmati eigna ?

- Gæti etv dregið úr þeim skaðlegu áhrifum sem talið er að vitneskja um vaxtaviðmið tryggingafræðinga hafi á fjármálaspekúlanta.
- Nú nær endurmat aðeins til hluta eigna. Í Bretlandi var venja að tryggingafræðingar endurmatu hlutabréf jafnt sem annað og gerðu þar ráð fyrir að raunávöxtun yrði hærri en fyrir skuldabréf. (Ekki endilega mælt með þessu)

Aðeins úrvinnsla er eftir

