



14. október 2011

Íslenska lífeyriskerfið: styrkleikar og veikleikar í alþjóðlegu samhengi

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Málþing til heiðurs Hrafni Magnússyni, fyrrverandi framkvæmdastjóra Landssambands lífeyrissjóða, haldið í Hörpu 14. október 2011.

Fundarstjóri, kæri Hrafn, ágætu málþingsgestir,

Það er mér alveg sérstök ánægja að tala á þessum vinafundi til heiðurs Hrafni Magnússyni. Ég kynntist Hrafni að einhverju gagni þegar ég var efnahagsráðgjafi fjármálaráðherra á árunum 1988-1991. Þá eins og oft síðar var verið að semja við lífeyrissjóðina um fjármögnun ríkissjóðs og fleiri málefni, en auk þess var ég um hríð formaður í einni af mörgum stórum nefndum sem um árabíl undirbjuggu rammalöggjöf um lífeyrissjóði. Best kynntist ég þó Hrafni þegar við sátum saman í stjórn Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda.

Það var hins vegar ekki fyrr en eftir að ég varð aðalhafgfræðingur Seðlabanka Íslands um miðjan tíunda áratuginn að ég varð virkilega sannfærður um að það lífeyriskerfi sem hafði þróast á Íslandi væri mikilvægur hluti af styrk íslensks efnahagslífs. Ég sannfærðist enn um þetta þegar ég í kringum aldamótin skrifaði ýtarlega greinargerð um íslenska lífeyriskerfið, bar það saman við fræðilegar staðalmyndir og lífeyriskerfi annarra landa og greindi möguleg áhrif þess á efnahag landsins og fjármálakerfi.¹ Ég fékk mikinn stuðning frá Hrafni og Þorgeiri Eyjólfssyni, þáverandi framkvæmdastjóra Lífeyrissjóðs verzlunarmanna, í þessu verki sem með þekkingu sinni á lífeyriskerfinu og reynslu björguðu mér um leið frá margvíslegum skekkjum.

Á hverju byggðist þessi skoðun? Til að svara því er nauðsynlegt að minna á hvaða eiginleika við ætlum góðu lífeyriskerfi. Það verður auðvitað að vera farvegur fyrir sparnað til elliáranna. En eigi það að vera vel uppbyggt þarf það einnig að taka eðlilegt tillit til þeirra áhættuþátta sem einstaklingarnir og þjóðfélagið standa frammi fyrir og tengjast æviskeiðum fólks. Þetta eru áhættuþættir sem til dæmis markast af lífslíkum, starfsgetu, lýðfræði, framleiðni vinnuafls og ávöxtun eigna. Ennfremur getum við gert þá kröfu til góðs lífeyriskerfis að einhver tekjujöfnun sé innbyggð í kerfið, a.m.k. getum við gert þá lágmarkskröfu að það stuðli ekki að auknum tekjumun. Þá viljum

¹ Sjá: Már Guðmundsson, „Íslenska lífeyrissjóðakerfið“, fjölrit, útg. Landssamband lífeyrissjóða, 1995 og Már Guðmundsson, „Íslenska lífeyriskerfið: Uppbygging og lærdómar“, *Peningamál 2004/1*, útg. Seðlabanki Íslands, 2004.

við að lífeyriskerfið búi yfir vissum sveigjanleika og að það sé svigrúm fyrir að einstaklingarnir hafi val. Að lokum viljum við að lífeyriskerfið hafi jákvæð áhrif á þjóðarbúskapinn, þ.e. efli sparnað, auki hagvöxt og stuðli að þróun fjármálakerfisins.

Þetta eru miklar kröfur og að einhverju leyti munu þessi markmið stangast á. Töluverð sátt virðist vera um að til að mæta þessum kröfum, að minnsta kosti að hluta, þurfi gott lífeyriskerfi að vera byggt á þremur stöðum. Í fyrsta lagi skattafjármagnað almannatryggingakerfi sem greiði flatan eða tekjutengdan lífeyri. Í öðru lagi skylduaðild að lífeyrissjóðum sem byggist á fullri sjóðssöfnun og lúti opinberu eftirliti. Í þriðja lagi valkvæður lífeyrissparnaður, oft með skattalegu hagræði. Hvers vegna þrjár stöðir? Jú, við þurfum þær til að geta dregið úr árekstrum markmiða, til að gera kerfið í heild ónæmara fyrir einstökum áföllum og til að hafa sveigjanleika fyrir val einstaklinganna. Þetta er vel kunnugt og er þekktustu framsetninguna að finna í bók Alþjóðabankans frá 1994: *Averting the Old Age Crisis* (forðumst öldrunarkreppuna)².

Um síðustu aldamót hafði íslenska lífeyriskerfið öðlast marga þessara eiginleika. Almannatryggingakerfið greiðir lágan grunnlífeyri en mun hærri viðbótarlífeyri sem er hins vegar tekjutengdur, einnig gagnvart lífeyri af öðrum uppruna. Þetta hefur í för með sér að samfara því að atvinnutengdir lífeyrissjóðir ná þroska fellur hlutdeild almannatrygginga í lífeyrisgreiðslum. Um aldamótin voru greiðslur almannatrygginga þó enn nokkru hærri en lífeyrisgreiðslur sjóðanna. Ekki munaði þó miklu og lífeyrisgreiðslur sjóðanna urðu síðan meiri en almannatrygginga fljótlega eftir aldamótin. Það er athyglisvert í þessu sambandi að meðal aðildarlanda Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) var Ísland nýverið með hæstu hlutdeild lífeyrisgreiðslna utan almannatryggingakerfisins. Meðal annars þess vegna nema lífeyrisgreiðslur almannatryggingakerfisins að tiltölu við landsframleiðslu vel innan við þriðjungi af því sem gerist og gengur meðal aðildarlanda Efnahags- og framfarastofnunarinnar.

Almennu lífeyrissjóðirnir hafa vaxið hratt á undanförunum áratugum. Þar skipti sköpum skylduaðildin, það að farið var að greiða af öllum atvinnutekjum, að rekstrarkostnaður hefur á heildina verið tiltölulega lítill og ávöxtun hefur á löngum tímabilum verið góð. Um aldamótin voru íslensku lífeyrissjóðirnir þeir þriðju stærstu meðal ESB- og EFTA-landa mælt með hlutfalli eigna af landsframleiðslu, sem var þá í kringum 80%, á eftir Sviss og Hollandi. Skömmu áður en hin alþjóðlega fjármálakreppa reið yfir hafði Ísland farið framúr þessum löndum. Horfur voru á að sjóðirnir myndu vaxa mun meira þar sem þeir áttu töluvert í land með að ná fullum þroska í þeirri merkingu að flestir lífeyrisþegar sjóðanna höfðu ekki hlaðið upp réttindum á heilli starfsævi. Þetta kom fram í því að lífeyrisbyrðin, eða hlutfall lífeyrisgreiðslna af iðgjöldum, var enn innan við 50%. Á þessum tíma var áætlað að framtíðarstærð lífeyrissjóðanna yrði mest í kringum ein og hálf landsframleiðsla. Þeir urðu að

² World Bank, „Averting the Old Age Crisis“, *World Bank Policy Research Report*, Oxford University Press, 1994.

vísu næstum því svo stórir rétt fyrir fjármálakreppuna, en það var ekki „raunverulegt“ eins og ég kem að síðar.

Það er athyglisvert að það er ekki einfalt að flokka íslensku lífeyrissjóðina eftir hefðbundnum alþjóðlegum viðmiðum um sjóði sem annars vegar byggja á skilgreindum réttindum þar sem atvinnurekandinn ber fjárfestingaráhættuna og hins vegar á skilgreindum iðgjöldum þar sem hinn einstaki sjóðfélagi ber fjárfestingaráhættuna. Auðvitað eru sumir sjóðirnir með ábyrgð atvinnurekenda og myndu skilgreinast sem sjóðir sem byggjast á skilgreindum réttindum, en samkvæmt lögum geta aðeins ríkið, sveitarfélög og bankar ábyrgst lífeyrissjóði. En hinir eru ekki allir hreinir iðgjaldasjóðir. Fjárfestingaráhættan er borin sameiginlega af sjóðfélögunum og það er möguleiki á ákveðinni áhættudreifingu á milli kynslóða. Þetta hefur kosti og galla en hinar jákvæðu hliðar koma m.a. fram þegar það eignahrún, sem gerist kannski einu sinni á mannsævi, ríður yfir.

Þriðja stoð lífeyriskerfisins þróaðist síðar hér á landi en víða annars staðar. Það var ekki fyrr en 1998 að löggjöf var sett um skattahvata vegna valkvæðs lífeyrissparnaðar en þeir voru síðan auknir á árunum þar á eftir. Þessi sparnaður jókst síðan stórum skrefum og náði stofn hans 10% af landsframleiðslu árið 2002 og 15% 2007. Það má auðvitað deila um þá framkvæmd en þessi sparnaður hefur verið mikilvægur stuðpúði í fjármála- og efnahagskreppunni. Hingað til hefur fyrirframgreiðsla þessa sparnaðar numið nærri 4% af landsframleiðslu. Hvað eftirspurnaráhrif varðar jafngilda þessar greiðslur örvandi ríkisfjármálaaðgerðum án þess að birtast sem aukinn halli eða skuldsetning. En auðvitað er í efnahagslegum skilningi verið að fá að láni úr framtíðinni. Það að ganga í sjóði framtíðarinnar getur auðvitað verið réttlætlanlegt þegar tímabundnar þrengingar ganga yfir, en það er alltaf álitamál á hverjum tíma hversu langt eigi að ganga.

Sný ég mér nú að áhrifum þess lífeyriskerfis sem við höfum byggt upp á efnahagslíf og fjármálakerfi. Það fyrsta sem við þurfum að hafa í huga í því sambandi er að það eru alltaf þeir sem eru starfandi á hverjum tíma sem halda uppi eftirlaunaþegum, óháð því hvernig kerfið er byggt upp. Neysla eftirlaunaþeganna er hluti af þjóðarframleiðslu hvers tíma sem framleidd er af þeim sem þá eru vinnandi. Hvað þetta varðar er því enginn grundvallarmunur á milli gegnumstreymiskerfa og kerfa sem byggja á sjóðssöfnun sem hið íslenska gerir að stórum hluta til. Í litlu og opnu hagkerfi getur hönnun lífeyriskerfisins hins vegar haft áhrif á þessa byrði á a.m.k. fernan hátt. Í fyrsta lagi með áhrifum sínum á atvinnuþátttöku þeirra sem eldri eru. Í öðru lagi með því að hafa áhrif á þann fjármagnsstofn sem hinir vinnandi hafa til ráðstöfunar og þar með á framleiðni vinnuafls. Í þriðja lagi með því að byggja upp erlendar eignir sem mynda kröfu á framleiðslu þeirra sem er virkir í atvinnulífi annarra landa. Í fjórða lagi með því að stuðla að þróun fjármálamarkaða sem aftur gæti leitt til betri nýtingar fjármagns og þar með meiri framleiðni vinnuafls. Það getur verið umtalsverður munur á því hvaða áhrif gegnumstreymiskerfi eða sjóðssöfnunarkerfi hafa á þessa fjóra þætti. Í sumum tilfellum sjáum við þessi

jákvæðu áhrif skýrt í íslenska lífeyriskerfinu en í öðrum tilfellum er myndin óskýrari eða þá að of snemmt er að segja til um niðurstöðuna.

Ljóst er að neikvæð áhrif lífeyrissjóða á atvinnuþátttöku hinna eldri eru hér mun minni en í mörgum öðrum löndum meðal annars þar sem lífeyrissjóðakerfið er í stórum dráttum hlutlaust varðandi snemmtöku lífeyris, enda er atvinnuþátttaka hinna eldri tiltölulega mikil og sama má segja um virkan eftirlaunaaldur. Þannig er opinber eftirlaunaaldur 67 ár sem er hærra en víða í nágrannalöndum sem hafa hins vegar þurft upp á síðkastið að færa sig í átt að okkur hvað þetta varðar vegna öldrunar þjóðanna og erfiðrar stöðu ríkisfjármála. Hvað atvinnuþátttöku eldra fólks varðar má nefna að 35% af 65-74 ára fólki unnu launavinnu í að minnsta kosti eina stund á viku á síðasta ári sem er hátt í alþjóðlegum samanburði. Það verður athyglisvert að fylgjast með því í hvaða mæli núverandi efnahagskreppa mun breyta þessu.

Áhrifin á framleiðni og hagvöxt í gegnum hærri sparnaðarhneigð og fjárfestingarstig er hins vegar enn erfitt að staðfesta enda hefur þjóðhagslegur sparnaður lengi verið lítill að tiltölu við landsframleiðslu og sérstaklega í aðdraganda fjármálakreppunnar. Uppbygging lífeyriskerfis með sjóðssöfnun getur vissulega við ákveðin skilyrði stuðlað að auknum þjóðhagslegum sparnaði og þannig aukið framleiðslufjármuni og hagvöxt. Auðvitað er erfitt að vita hvað hefði gerst án uppsöfnunar lífeyrissjóða og hingað til hefur reynt erfitt að staðfesta þessi áhrif. Einnig er umhugsunarefni að íslensk heimili hafa verið meðal þeirra skuldsettustu í heiminum. Í Danmörku og Hollandi hafa skuldir heimila í hlutfalli við ráðstöfunartekjur reyndar verið enn meiri. Í báðum þessum löndum eru lífeyriseignir í annarri og þriðju stoð lífeyriskerfisins mjög miklar. Það er hugsanlegt að fólk treysti slíkum kerfum betur en opinberum gegnumstreymiskerfum og sé því viljugra til að safna skuldum í þeirri trú að lífeyrir þess sé tryggur. Enn og aftur verður athyglisvert að fylgjast með hvort fjármálakreppan muni hafa veruleg áhrif á þetta mynstur. Þannig er hugsanlegt að jákvæð áhrif íslenska lífeyriskerfisins á þjóðhagslegan sparnað eigi enn eftir að koma fram.

Hvað varðar erlendar eignir er myndin hins vegar skýr. Sjóðirnir byggðu upp á skömmum tíma miklar erlendar eignir og námu þær 26% heildareigna fyrir hrun, þ.e. í lok árs 2007. Þessar eignir námu 7% af vergum erlendum eignum þjóðarinnar og 29% af erlendri verðbréfaeign hennar, sem er auðvitað verulegt. Til viðbótar því að færa hluta af lífeyrisbyrði landsmanna í framtíðinni til útlanda hafa þessar eignir orðið mikilvægur varaforði þjóðarinnar þegar harkalegur viðsnúningur varð í fjármagnsstraumum til landsins á árinu 2008. En þessi fjárfesting er auðvitað áhættusöm eins og þróun síðustu missera hefur sýnt.

Áhrifin á þróun fjármálamarkaða hér á landi blasa líka við og augljóst er að lífeyrissjóðirnir stuðluðu verulega að vexti þeirra. Um hríð voru reyndar uppi áhyggjur af því að þeir væru orðnir of yfirgnævandi og til marks um það var m.a. nefnt að hlutdeild þeirra í útstandandi markaðsskráðum skuldabréfum nam um 40% í árslok 2002. Ofþensla bankakerfisins bægði þessum áhyggjum

frá á tímabili en nú gætir þeirra aftur, þótt í öðru formi sé. Hitt er ljóst að þar sem gjaldeyrishöftin hafa stöðvað erlendar fjárfestingar sjóðanna um hríð þá hafa þeir leikið lykilhlutverk í því að fjármagna halla ríkissjóðs á viðráðanlegum kjörum nú á fyrstu árunum eftir hrun. Ríkissjóðir ýmissa smárra Evrópuþjóða öfunda hinn íslenska um þessar mundir hvað þetta varðar. Eigi að síður er það auðvitað umhugsunarefni, og vonandi tímabundið ástand, að markaðshlutdeild lífeyrissjóðanna í markaðsverðbréfum var yfir 50% og nærri 70% í íbúðarbréfum.

En þessi trú mín á styrkleika íslenska lífeyriskerfisins; er hún enn til staðar eftir að við höfum farið í gegnum eitt mesta álagspróf allra tíma þar sem nær allt bankakerfi landsins hrundi og lífeyrissjóðirnir töpuðu á því miklum fjármunum og eru nú til viðbótar að tapa miklu á erlendum fjárfestingum sínum? Ég ætla að halda ykkur í spennu varðandi það í hálfu mínútu því nauðsynlegt er að segja fyrst nokkur orð um fjármálakreppuna sem slíka.

Fjármálakreppan sem hér reið yfir er hluti af alþjóðlegri fjármálakreppu og eins og oft í slíkum tilfellum er bæði um að ræða alþjóðlegar og innlendar rætur þeirra viðburða sem verða á hverjum tíma. Ég hef skrifað um alþjóðlegan hluta fjármálakreppunnar í grein sem birtist í Skírni vorið 2009³ og þar má sjá að orsakasamhengið er flókið, þ.e. allt frá gloppum í hinu alþjóðlega peningakerfi og samspili gengis- og peningastefnu í Kína og fleiri nýmarkaðsríkjum annars vegar og í Bandaríkjunum hins vegar, og yfir í galla í regluverki og eftirliti með fjármálakerfinu og einstökum hlutum þess. Hvað hinn innlenda þátt varðar er mikilvægt að hafa í huga að þar runnu saman tvær sögur, annars vegar mögnuð innlend hagsveifla og hagstjórnarmistök og hins vegar útpensla og fall alþjóðlegra banka á grundvelli regluverks ESB sem höfðu höfuðstöðvar á Íslandi. Fjármálakreppan birtist fyrst sem lausafjáarkreppa en undirliggjandi voru áhyggjur um eiginfjárstöðu banka sem ekki hafa horfið. Síðan þróast kreppan í samspil greiðslujafnaðarkreppu, bankakreppu og ríkisskuldakreppu í sumum löndum. Og beggja vegna Atlantshafsins er sagan enn í gangi. Það er því of snemmt að gera upp hvaða afleiðingar hún mun hafa til lengdar á lífeyrissjóði og hugsun manna um hönnun lífeyriskerfa.

Kem ég þá aftur að íslenska lífeyriskerfinu. Lífeyrissjóðirnir hafa auðvitað orðið fyrir verulegu höggi með neikvæðri ávöxtun upp á 22% 2008 og lækkun eigna úr 134% af landsframléiðslu 2007 í 119% í lok árs 2009. En þá verðum við að muna að hluti af þessari þróun er leiðrétting. Eignaverðsbólan og samsvarandi ávöxtun lífeyrissjóða var að hluta til froða. Í þeim skilningi var sú ávöxtun aldrei raunveruleg. Afturkipturinn eftir hrundi er einnig eitthvað að ganga til baka og á síðasta ári námu lífeyriseignir Íslendinga sem hlutfall af landsframléiðslu 124% af landsframléiðslu og vorum við í öðru sæti OECD-þjóða á eftir Hollendingum.⁴

³ Már Guðmundsson, „Hin alþjóðlega fjármálakreppa. Rætur og viðbrögð“, Skírni, 183. ár vor 2009.

⁴ http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PNNI_NEW

Við vissum alltaf að áfall af þessu tagi var ein stærsta áhættan sem lífeyriskerfi byggð á sjóðssöfnun stóð frammi fyrir. Kerfið fékk vissulega á sig högg en það brotnaði ekki, og það er ekkert sem segir á þessum tímapunkti að litið fram á við verði raunávöxtun á fjármálamarkaði lægri en hagvöxtur, en það er skilyrði þess að gegnumstreymiskerfi borgi sig betur en sjóðssöfnunarkerfi.

Trú mín á styrkleika íslenska lífeyriskerfisins er því í grundvallaratriðum hin sama og áður. En það er auðvitað háð því að við lærum okkar lexíu af fjármálakreppunni þannig að hún verði í raun atburður sem gerist ekki oft en einu sinni á mannsævi. Við verðum að draga rétta lærdóma varðandi hvata og áhættustjórnun, varðandi bókhaldsreglur og eignamat, varðandi regluverk og eftirlit, varðandi hagstjórn og varðandi samspil efnahagslífs og fjármálakerfis. Í því sambandi hef ég með ánægju fylgst með því að lífeyrissjóðirnir hafa fyrir sitt leyti sett upp ferli til að draga sína lærdóma. Eitt af því sem nefnt hefur verið í því sambandi er að sjóðirnir þurfi að vera gagnrýnni í framtíðinni. En það á líka við um okkur öll.

Að lokum langar mig að líta örstutt aftur til árdaga lífeyrissjóðanna, þ.e. að segja kjarasamninganna 1969 og þess sem gerðist á næstu árum þar á eftir. Þegar við gerum það verður okkur ljóst að þróun íslenska lífeyriskerfisins byggist að hluta til á sögulegri tilviljun. Umbreyting úr gengnumstreymiskerfi á vegum ríkisins í það kerfi sem þá var lagður grundvöllur að hefði verið mun erfiðari ef almannatryggingar á þeim tíma hefðu verið ríflegar. En þróun kerfisins byggðist líka á forystu einstaklinga í gegnum árin og eru sumir þeirra hér inni. Hrafn var kannski ekki með í árdaga en hann hefur hins vegar verið í þessari forystu í nær fjóra áratugi og það er erfitt að hugsa sér lífeyriskerfið án hans. En nú erum við á krossgötum og aðrir taka við keflinu. Hrafn, þú getur verið stoltur af þínu mikla framlagi.