

Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir

Í árslok 2004 voru eignir lífeyrissjóðanna nokkru meiri en andvirði landsframleiðslu eins árs. Horfur eru á að þær vaxi um svipaða upphæð næstu 10 árin. Rúmlega fimmtungur eigna sjóðanna er nú varðveittur í erlendum verðbréfum, en til að ávaxta féð, sem bætast mun við, þarf væntanlega að fjárfesta hærra hlutfall erlendis. Afkoma lífeyrissjóða ræðst af dánarlíkum félagsmanna, starfsævi, launabróun og ávöxtun fjármagns sjóðanna. Sínd eru dæmi um stærð þessara þátta og sérstaklega hugað að óvissu um þá og áhrifum hennar á rekstur sjóðanna. Ekki er að sjá að stórfelldur peningasparnaður Íslendinga með lífeyrissjóðum hafi leitt til samsvarandi þjóðhagslegs sparnaðar.

Eftirlaun eru nú alvarlegt áhyggjuefni í ríkisfjármálum flestra iðnvæddra landa. Þau eru að mestu greidd með skattfé og fyrirsjáanlegt að framlög til þeirra þurfa að hækka mikið næstu áratugi. Ástæðan fyrir þessu er að fjölmennir árgangar nálgast eftirlaunaaldur, íbúar landanna ná hærri aldri og eignast færri börn. Hlutfall eftirlaunabega og fólks á starfsaldri mun því hækka mikið fram eftir 21. öld. Hliðstæð þróun í breytingu á aldurshlutföllum nær einnig til margra þróunarlanda, þ. á m. bæði Indlands og Kína³.

Enda þótt öldruðum Íslendingum muni einnig fjölga í hlutfalli við fólk á starfsaldri er þetta minna áhyggjuefni hér en víða annars staðar. Fyrir því eru tvær meginástæður. Önnur er sú að breyting á aldursskiptingu, sem við sjáum fram á, er minni en í Evrópulöndum sem búa við svipaðan efnahag vegna þess að fæðingartíðni er ekki orðin jafnlág hér, og eftirlaunaaldur er hár. Hin er að eftirlaunakerfi okkar miðast að mestu við að hver starfandi maður spari hluta af launum sínum og geymi í sjóði sem síðan er varið til að greiða eftirlaun hans. Það þarf því ekki að auka skattheimtu þó að hlutfall eftirlaunabega hækki.

Íslensku lífeyrissjóðirnir áttu tæplega 1000 ma.kr. við árslok 2004, en það ár var verg landsframleiðsla um 885 ma.kr. Iðgjaldtekjur lífeyrissjóða eru enn miklu hærri en lífeyrisgreiðslur. Eftirlaunabegar eru fáir í hlutfalli við starfandi sjóðfélaga og flestir þeirra hafa ekki greitt iðgjald af öllum tekjum sínum nema fyrir hluta starfsævinnar og eiga því lítill réttindi. Að auki hafa sjóðirnir fjármagnstekjur. Það er því fyrirsjáanlegt að eignir þeirra munu vaxa mikið næstu árin nema hrun verði á hlutabréfaverði.

Ellilífeyrisþegum á eftir að fjölga hlutfallslega miðað við fólk á starfsaldri og réttindi þeirra aukast. Samkvæmt skýrslu Fjármálaeftirlitsins⁴ duga eignir sjóðanna og væntanleg iðgjöld núverandi félaga ekki fyllilega fyrir skuldbindingum vegna þeirra. Mest vantar upp á hjá sjóðum með ábyrgð atvinnuveitenda sem eru ríki og sveitarfélög. Þeir eiga þó einnig drjúga sjóði. Í heild virðist vandi íslensku lífeyrissjóð-

1. Guðmundur er tölfræðingur og starfar við Hafrannsóknastofnun og hagfræðisvið Seðlabankans.

2. Kristína er deildarstjóri á tölfræðisviði Seðlabankans.

3. Hagfræðistofnun Háskólans efndi til ráðstefnu um efnið sl. vor í samvinnu við Center for Capitalism við Columbiu-háskóla. Glærur frá ráðstefnunni eru á vef Hagfræðistofnunar, www.ioes.hi.is.

4. Fjármálaeftirlitið, Lífeyrissjóðir, Ársreikningar 2004 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum. Reykjavík 2005.

anna léttvægur samanborið við erfiðleikana sem steðja að lífeyriskerfum flestra ríkra landa.

Segja má að Íslendingar hafi leyst lífeyrismálin með skyldu-sparnaði. Frá 1990 til 2004 nam hann 10% af atvinnutekjum flestra landsmanna en iðgjaldið hefur nú víða verið hækkað um 1 eða 2% af launum. Einnig hefur mótframlag atvinnurekenda til viðbótarlífeyrissparnaðar verið hækkað í 2% að því tilskildu að launþegi greiði líka 2% í slíkan sparnað svo að vænta má að flestir muni taka þátt í honum. Athygli vekur að þrátt fyrir allan peningasparnað lífeyrissjóðakerfisins er þjóðhagslegur sparnaður Íslendinga lágur samanborið við aðrar þjóðir.

Nokkuð almenn sátt virðist ríkja um fyrirkomulag lífeyrismála á Íslandi og við hrósum happi að hafa valið aðra leið en þau lönd sem við líkjumst mest í lífsgæðum. Helstu óánægjuefni hafa verið að fólk hefur ekki frelsi um val á lífeyrissjóði og bág kjör margra núverandi lífeyrisþega sem eiga lítil réttindi.

Meginviðfangsefni greinarinnar er fjármagn lífeyrissjóðanna og þróun þess. Við byrjum á að lýsa stöðu sjóðanna og nokkrum sögulegum atriðum og sýnum síðan áætlun um stærð þeirra 20 ár fram á við. Afkoma söfnunarsjóða ræðst bæði af lýðfræðilegum og efnahagslegum þáttum. Ákvarðanir um iðgjöld og lífeyri styðjast við spár um þá þætti marga áratugi fram í tímann. Við sýnum dæmi um áhrif sumra þeirra og fjöllum um óvissu um þá og áhrif hennar á rekstur sjóðanna.

Núverandi staða lífeyrissjóða

Meginhlutverk lífeyrissjóða er að tryggja félagsmönnum viðunandi tekjur eftir að þeir láta af störfum vegna aldurs. Sjóðirnir greiða einnig maka-, barna- og örorkubætur. Í alþjóðlegum skrifum um lífeyrismál er algengt að tala um þrjár stoðir lífeyriskerfis. Sú fyrsta er greiðslur frá opinberum stofnunum, hér Tryggingastofnun ríkisins, kostuð af skattfé, og er slíkt greiðslufyrirkomulag venjulega nefnt gegnumstreymi í lífeyrissjóðafræðum. Önnur stoðin er söfnunarsjóðir með skylduaðild og þriðja stoðin söfnunarsjóðir með frjálsri þátttöku.

Á Íslandi er lífeyrissjóðum með skylduaðild ætlað að verða meginstoð lífeyriskerfisins. Núgildandi lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða eru frá 1997 með nokkrum síðari breytingum. Þar er kveðið á um lágmarksiðgjald, 10% af launum, og var það um nokkurt skeið algengasta iðgjaldið, en nú er iðgjald flestra sjóða orðið hærra. Núna reynir meira á ákvæði í 4. grein laga nr. 129/1997 sem segir: „Lágmarkstryggingavernd sem lífeyrissjóður veitir miðað við 40 ára inngreiðslutíma iðgjalds skal fela í sér 56% af þeim mánaðarlaunum sem greitt er af í mánaðarlegan ellilífeyri ævilangt frá þeim tíma sem taka hans hefst, þó ekki síðar en frá 70 ára aldri, ...“ Samkvæmt reglugerð nr. 391/1998, um skyldutryggingu lífeyrissjóða og starfsemi lífeyrissjóða, er þetta túlkað þannig að lágmarksréttindaöflun sé 1,4% á ári við jafna réttindaöflun, en að meðaltali 1,4% á ári við aldurstengingu.

Íslenskir lífeyrissjóðir hafa breyst mikið á liðnum áratugum. Upp úr 1970 urðu flestir launþegar félagsmenn í lífeyrissjóði og greiddu 10% iðgjald af dagvinnutekjum. Sjóðirnir tengdust starfsgreinum og stéttarfélagum. Lífeyrissjóðir opinberra starfsmanna og einstöku starfs-

stétta voru talsvert eldri. Þetta fyrirkomulag hefur tekið ýmsum breytingum. Sjálfstætt starfandi einstaklingar urðu þátttakendur í kerfinu 1980 og frá 1987-1990 var það vikkað til að ná til allra launa. Fjármálaeftirlitið lítur eftir starfsemi lífeyrissjóða og gefur út skýrslur um starfsemi þeirra.

Stærð lífeyrissjóða

Í töflu 1 má sjá stærð og umfang lífeyrissjóðanna í lok ársins 2004 svo og tölur úr greiðslufirliti þeirra, annars vegar almennu sjóðanna og hins vegar sjóðanna í heild.

Tafla 1 Stærð og umfang lífeyrissjóða í árslok 2004

Í milljörðum króna	Almennir sjóðir ¹	Lífeyrissjóðir alls
Hrein eign	738,8	986,5
Iðgjöld	42,9	75,1
Kostnaður vegna rekstrar og fjárfestingar	2,0	3,0
Lífeyrir	16,4	31,1
þar af ellilífeyrir	9,9	20,8
þar af örorkulífeyrir	4,5	5,2
þar af makalífeyrir	1,7	4,7
þar af barnalífeyrir	0,3	0,3
þar af annar lífeyrir	-	0,2

1) Almennir lífeyrissjóðir taka við lögbundnum lífeyrisgreiðslum og atvinnurekendur bera ekki ábyrgð á skuldbindingum þeirra.

Heimild: Fjármálaeftirlitið, Lífeyrissjóðir, Ársreikningar 2004 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum. Reykjavík 2005.

Eins og sjá má í töflu 1 var hrein eign lífeyrissjóðanna í árslok 2004 986,5 ma.kr., meðalstaða hennar á árinu 2004 var rúm 102% af vergri landsframleiðslu. Mynd 1 sýnir að hún hefur aukist mjög undanfarin ár. Á árinu 2001 stóð hún þó í stað, sé miðað við VLF, en þá var einmitt niðursveifla á hlutabréfavisitölum í heiminum og hafði þau áhrif að ávöxtun sjóðanna varð verulega neikvæð.

Samsetning verðbréfaeignar lífeyrissjóðanna hefur breyst mjög undanfarinn áratug. Á árinu 1995 var eign þeirra í verðbréfum með breytilegum tekjum einungis 5% af heildarverðbréfaeigninni en árið 2004 var hún komin í 45%, eins og sjá má á mynd 2⁵.

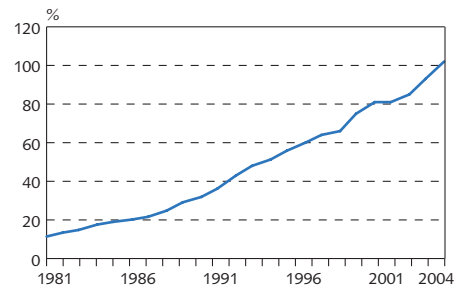
Um það bil helmingur verðbréfaeignar með breytilegum tekjum er útgefinn af erlendum aðilum.

Fjármögnun íbúðarhúsnæðis

Lífeyrissjóðir hafa á tvennan hátt komið að fjármögnun íbúðarhúsnæðis á Íslandi í gegnum tíðina. Þeirra þátttaka á íbúðamarkaðnum hefur annars vegar verið sú að veita sjóðfélögum lán með veði í íbúðarhúsnæði. Á mynd 3 má sjá hvernig sjóðfélagaláanin hafa þróast. Hin leiðin, sem lífeyrissjóðir hafa farið við að fjármagna íbúðarhúsnæði, er að kaupa ýmiss konar verðbréf sem gefin hafa verið út í því skyni að fjár-

Mynd 1

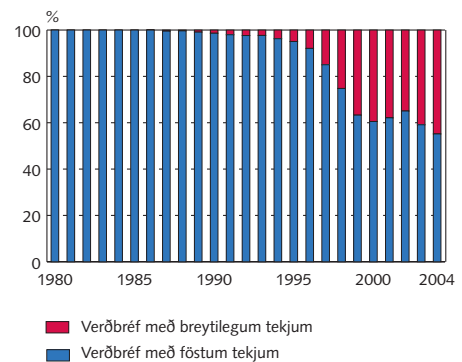
Meðalstaða hreinnar eignar sem hlutfall af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

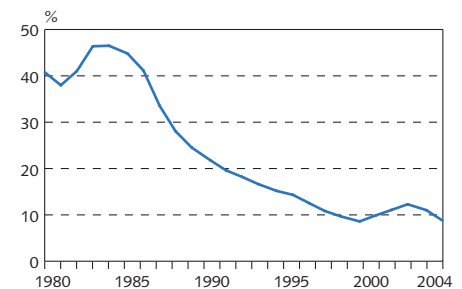
Skipting verðbréfaeignar lífeyrissjóðanna 1980-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Hlutfall sjóðfélagalána af hreinni eign lífeyrissjóða 1980-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

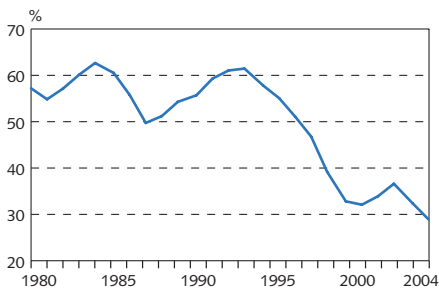
5. Verðbréf með breytilegum tekjum eru verðbréf þar sem ávöxtunin ræðst á markaði, þ.e. hlutabréf og hlutdeildarskirteini í verðbréfa- eða fjárfestingarsjóðum. Verðbréf með föstum tekjum eru hins vegar verðbréf sem bera ákveðna vexti.

Tafla II Eignir lífeyrissjóða

	Staða í ma.kr. 31.12.1995 á verði 2004	Hlutfall af hreinri eign	Staða í ma.kr. 31.12.2004	Hlutfall af hreinri eign
Verðbréf með föstum tekjum	313,2	87,4	524,3	53,1
þar af vegna húsnæðis	197,4	55,1	285,2	28,9
Verðbréf með breytilegum tekjum	16,2	4,5	426,0	43,2
þar af innlend	10,5	2,9	215,2	21,8
þar af erlend	5,7	1,6	210,8	21,4
Annað	28,9	8,1	36,2	3,7
Hrein eign	358,4		986,5	

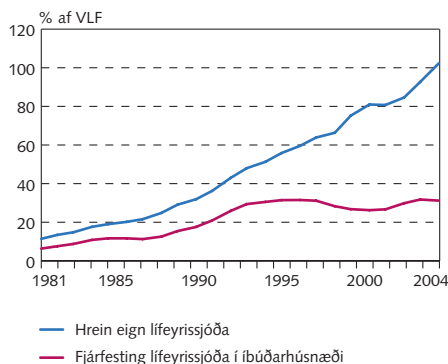
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Hlutfall fjárfestinga v/íbúðarhúsnæðis af
hreinri eign lífeyrissjóða 1980-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Fjárfesting lífeyrissjóða í íbúðarhúsnæði
og hrein eign lífeyrissjóða 1981-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

magna fasteignalán til heimila. Það byrjaði þegar þeir voru skyldaðir með lögum nr. 54/1986 til að verja ákveðnum hluta af ráðstöfunarfé sínu til að kaupa skuldabréf Húsnæðisstofnunar. Á fyrri hluta tíunda áratugarins komu húsnæðisbréf og húsnæðisbréf til sögunnar og hófu lífeyrissjóðirnir strax að fjárfesta í þeim og næstu árin vorðu þeir u.þ.b. fjórðungi ráðstöfunarfjárins þannig. Á árinu 1997 drógust kaup þeirra á húsnæðisbréfum töluvert saman en það er einmitt á því ári sem þeir fóru verulega að renna hýru auga yfir hafið. Þegar útgáfu húsnæðisbréfa var hætt á árinu 2004 og íbúðabréf komu í staðinn skiptu lífeyrissjóðirnir strax töluverðum hluta húsnæðisbréfa sinna yfir í íbúðabréf og hafa síðan haldið áfram að kaupa þau í einhverjum mæli.

Á mynd 4 má sjá hvernig hlutfall fjárfestinga lífeyrissjóðanna vegna íbúðarhúsnæðis hefur dregist saman undanfarinn áratug sé miðað við hreina eign þeirra. Ástæða þessa samdráttar er meðal annars sú að á þessum tíma jukust fjárfestingarmöguleikar sjóðanna þegar opnaðist fyrir erlenda markaði, auk þess sem þeir voru farnir að leggja fram allt fé, sem þurfti til húsnæðisbréfa, með þeim veðkröfum sem þeir og Húsnæðisstofnun kröfðust. Þetta var afbragðsfjárfesting, en þeir höfðu yfir meira fjármagni að ráða sem þeir þurftu að ávaxta.

Þessi fjárfesting hefur, sem hlutfall af landsframleiðslu, verið býsna stöðug síðasta áratuginn eða á bilinu 26-31% af VLF, miðað við meðalstöðu ársins, eins og sjá má á mynd 5. Á sama tíma tvöfaldaðist hlutfall hreinnar eignar sjóðanna af landsframleiðslu, úr 51% í 102%, reiknað á sama hátt. Af útgefnum bréfum Íbúðalánasjóðs (húsnæðisbréf, húsnæðisbréf og íbúðabréf) eiga lífeyrissjóðirnir 41% og af markaðsskuldabréfum í heild 47%. Þá eiga lífeyrissjóðirnir meirihlutann af innlendra verðbréfaútgáfu innlánsstofnana.

Erlend verðbréfaeign

Í ársbyrjun 1995 féllu úr gildi síðustu leifar takmarkana skv. reglugerð um gjaldeyrismál, nr. 471/1992, á fjárfestingum innlendra aðila í erlendum verðbréfum. Lífeyrissjóðirnir hófu þó ekki fjárfestingar erlendis að neinu marki fyrr en á árinu 1997. Síðan þá hafa þeir stöðugt aukið við eign sína erlendis og í árslok 2004 voru erlend verðbréf 22% af hreinri eign þeirra samtals, en sá sjóður sem mest sækir á erlend mið var þá með tæpan þriðjung eigna sinna bundinn í erlendum verðbréfum. Enn hafa því sjóðirnir töluvert svigrúm til að fjárfesta erlendis, en

lög nr. 129/1997 kveða á um að þeir skuli takmarka áhættu sína í erlendum gjaldmiðlum við 50% af hreinni eign. Þannig gætu þeir í raun fjárfest meira en 50% af hreinni eign sinni í erlendum verðbréfum ef þeir verja sig fyrir gengisáhættunni.

Hlutabréf og hlutabréfasjóðir

Langstærsti hluti erlendu verðbréfaeignar lífeyrissjóðanna er hlutabréf, ýmist í einstökum félögum eða í verðbréfasjóðum sem fjárfesta eingöngu í hlutabréfum. Síðustu fimm árin hafa hlutabréf verið í kringum 80% af erlendum verðbréfum sjóðanna og um það bil 17-18% af hreinni eign þeirra. Niðursveifla í hlutabréfavísitölum, eins og átti sér stað í heiminum á árunum 2000-2002, hefur því töluverð áhrif á ávöxtun sjóðanna enda varð ávöxtun þeirra neikvæð á þessum árum eftir að hafa verið góð árin þar á undan þegar hlutabréfaverð var á uppleið.

Ef tekin eru saman öll hlutabréf og hlutabréfasjóðir, bæði erlend og innlend, kemur í ljós að slíkar fjárfestingar hafa aukist mjög á undanförunum einum og hálfum áratug. Árið 1990 var eign lífeyrissjóðanna í þeim aðeins liðlega 1% af hreinni eign en í lok árs 2004 rúmlega 31%, sjá mynd 6.

Samanburður við Holland

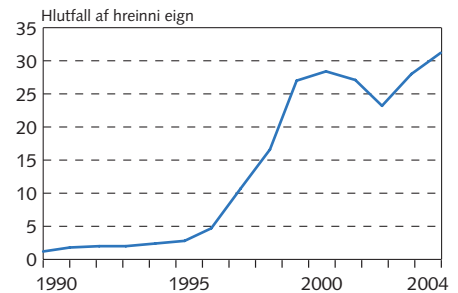
Auknar fjárfestingar lífeyrissjóðanna í hlutabréfum er sams konar þróun og átt hefur sér stað hjá lífeyrissjóðum erlendis, t.d. í Hollandi, en þar var eign í hlutabréfum komin í 40% af heildareignum í árslok 2000⁶. Afleiðing þessarar breyttu samsetningar í verðbréfaeign hefur gert lífeyrissjóðina viðkvæmari fyrir sveiflum á hlutabréfaverði, eins og glögggt má sjá á afkomu sjóðanna, bæði á Íslandi og í Hollandi.

Þannig versnaði tryggingafræðileg staða lífeyrissjóða í báðum löndunum töluvert á árunum 2000-2003. Enn versnaði síðan staða íslensku sjóðanna á árinu 2004, en í lok árs var hún neikvæð hjá 27 samtryggingardeildum af 40 sem eru án ábyrgðar annarra. Ekki má þó kenna sveiflum á hlutabréfaverði alfarið um verri stöðu deildanna en augljóslega áttu þær einhvern hlut að máli.

Hollenska lífeyrissjóðakerfið er að mörgu leyti líkt hinu íslenska. Þar er skylduáðild að lífeyrissjóðum sem er ætlað að annast hátt hlutfall af lífeyrisgreiðslum þó að það sé lægra en hér. Kerfið er sterklega tengt atvinnugreinum með því að starfsmenn skulu vera félagar í ákveðnum sjóðum eins og tíðkast hérlendis. Þetta hindrar samkeppni milli lífeyrissjóða. Hollendingar voru fyrir á ferðinni með viðbótarlífeyrissparnað en Íslendingar, en strax á árinu 1996 var yfirgnæfandi meirihluti fólks á vinnumarkaði þar með slíkan sparnað. Meginreglan í Hollandi hvað varðar verðtryggingu lífeyris er að hann fylgir breytingum á launavísitölu en hérlendis er oftast miðað við neysluverðsvísitölu. Þrátt fyrir sterka stöðu lífeyrissjóða horfir Holland fram á vandamál samfara fjölgun lífeyrisþega vegna meira langlífis. Jafnframt fækkar starfandi fólki á vinnumarkaði. Að auki hefur hreyfanleiki vinnuafis í Hollandi í för með sér áhættu fyrir lífeyrissjóði. Sú áhætta felst í því að launþegar eiga möguleika á að forðast sjóði sem standa illa, t.d. vegna óhagstæðrar

Mynd 6

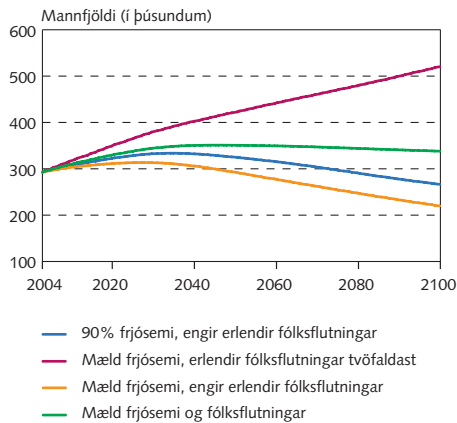
Hlutabréf og hlutabréfasjóðir í eigu lífeyrissjóða 1990-2004



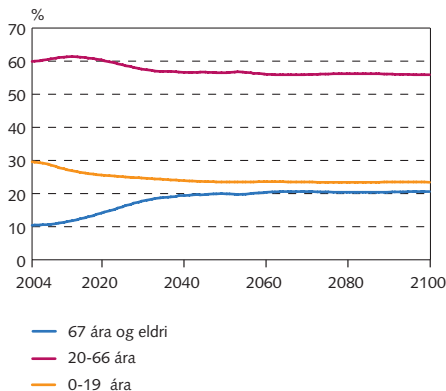
Heimild: Seðlabanki Íslands.

6. Pension funds at risk, Casper van Ewijk og Martijn van de Ven, cpb Report 2003/1.

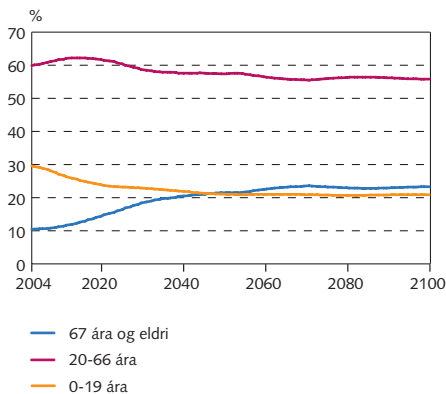
Mynd 7
Framreikningar á mannfjölda 2004-2100



Mynd 8
Aldursskipting samkvæmt
grunnðæmi mannfjöldaspár 2004-2100



Mynd 9
Aldursskipting ef frjósemi lækkar í 90%
af meðaltali árunna 2004-2100



aldurssamsetningar, með því jafnvel að flytja sig til annarra landa. Líklegt er að launþegar muni gera slíkt í vaxandi mæli til að forðast tap vegna vandamálanna sem víða blasa við lífeyrissjóðum. Hér höfum við lengi búið við að lífeyrisréttindi opinberra starfsmanna hafa verið betri en annarra launþega. Ef almennir sjóðir verða sumir með aldurstengda réttindaöflun og aðrir fasta skapast nýr hvati fyrir launþega að velja sér starf með hliðsjón af lífeyrisréttindum⁷.

Lýðfræði

Framtíðarhorfur lífeyrissjóða ráðast m.a. af aldurskiptingu félagsmanna og lífslíkum þeirra. Upphafsríði í reikningum okkar er 2004, en eftir það ræðst mannfjöldi og aldurskipting af frjósemi, dánarlíkum og fólksflutningum til og frá landinu. Í grunnðæmi er stuðst við meðaltal af mælingum Hagstofu Íslands⁸ fyrir árin 2001-2004 nema um flutninga fólks með erlent ríkisfang til og frá landinu. Þar er árinu 2004 sleppt þar sem það er sennilega ekki dæmigert vegna áhrifa stóriðju-framkvæmda á Austurlandi.

Í grunnðæmi er reiknað með að fjöldinn, sem kemur og fer, verði sama hlutfall af fjölda landsmanna í árganginum og árin sem við notum mælingar frá. Þetta er eðlileg viðmiðun um búferlaflutninga Íslendinga þótt fleira komi þar sjálfsagt við sögu, einkum efnahagsaðstæður hér samanborið við lönd sem Íslendingar flytja helst til. Um fjölda útlendinga, sem flytjast hingað eða hverfa á braut, höfum við enga nærtæka viðmiðun, en fjöldi í árganginum er ekki verri en hver önnur og felur í sér að þessir fólksflutningar verði í svipuðu fari framvegis og árin 2001-2003.

Árin, sem miðað er við, fluttust talsvert fleiri Íslendingar úr landi en þeir sem sneru aftur. Hins vegar fluttu fleiri með erlent ríkisfang hingað en þeir sem yfirgáfu það aftur svo að heildaráhrif búferlaflutninga eru ekki stórvægileg. Mynd 7 sýnir nokkur dæmi um mannfjöldapróun til ársins 2100. Hún sýnir einnig mannfjöldapróun miðað við að flutningar fólks með erlent ríkisfang hætti eða að þeir tvöfaldist. Í fjórða dæminu á myndinni eru fólksflutningar samkvæmt mælingunum, en frjósemi lækkar í 90% af því sem mældist 2001-2004.

Mynd 8 sýnir hlutfallslega skiptingu mannfjöldans í fólk á starfsaldri og eftirlaunaaldri. Núna er fjöldi 67 ára og eldri rúm 17% af fjölda á starfsaldri og þyrfti þá að verja rúmum 12% af tekjum þeirra sem eru að störfum til að veita ellilífeyrisþegum 70% af tekjum hinna starfandi ef stuðst væri við gegnumstreymiskerfi. Hlutfall mannfjöldans, sem er á eftirlaunaaldri, á eftir að hækka samkvæmt þessari mannfjöldaspá og kostnaðurinn við 70% ellilífeyri færi í nálægt 26% af launum.

Frjósemi hefur farið lækkandi um alllangt skeið. Þetta er í samræmi við þróun í öðrum löndum. Mynd 9 sýnir dæmi þar sem þróun mannfjölda fylgir grunnforsendum, nema fæðingartíðni er 90% af meðaltali árunna 2001-2004. Það ætti ekki að hafa mikil áhrif á afkomu söfnunarlífeyrissjóða, en í lífeyriskerfi með gegnumstreymisfyrirkomulagi stefndi kostnaðurinn við 70% ellilífeyri á 29% af launum.

7. Guðmundur Guðmundsson, Þróun lífeyrissjóða, Fjármálatíðindi 1998.

8. Í þessari grein er víða stuðst við gögn frá Hagstofunni. Margt af því er aðgengilegt á netsíðum stofnunarinnar, en annað hafa starfsmenn hennar fundið fyrir okkur í gagnasafni hennar og kunnum við þeim bestu þakkir fyrir.

Vesturlandabúar hafa stöðugt verið að ná hærri aldri vegna bættra lífsskilyrða og framfara í lækniþætti, bæði við að lækna sjúkdóma og koma í veg fyrir að fá þá eða seinka því. Þar sem aldursmörkum fyrir ellilífeyri hefur ekki verið breytt hefur þetta slæm áhrif á fjárhag lífeyrissjóðanna og verður vikið nánar að því síðar. Þessi þróun gæti haldið áfram, t.d. er enn hægt að draga úr reykingum. Það er þó engan veginn útilokað að hún stöðvist eða snúist við. Velmegun stuðlar að hættulegri offitu og hreyfingarleysi og nýir smitsjúkdómar eða eldri smitsjúkdómar, sem lyf virka verr á en áður, gætu hækkað dánartíðni í yngri aldurshópum.

Upphæð örorkubóta, sem almennir lífeyrissjóðir greiða, er nú um helmingur af ellilífeyrisgreiðslum. Talsverðar umræður hafa verið um fjölgun öryrkja en hér verður ekkert fjallað um þau mál. Örorkulíkur, sem við reiknum með, eru sýndar á mynd 10 og eru að mestu teknar eftir gögnum úr grein Tryggva Þórs Herbertssonar (2005), en breytt svoltiði í elstu flokkunum þar sem mælingarnar sýndu hærri örorkulíkur 60-64 ára en 65-67 ára. Teljum við líklegt að þar sé um tímabundna óreglu í gögnum að ræða og jöfnum líkunum út þannig að þær fari vaxandi fram að eftirlaunaaldri.

Vextir

Ávöxtun af innlendum verðbréfum í eigu lífeyrissjóðanna hefur tekið afar miklum breytingum á starfstíma þeirra. Sú saga hefur lítið forspárgildi um framtíð innlendra vaxta og verður ekki rakin hér. Raunvextir innlendra skuldabréfa eru nú nokkru hærri en erlendir skuldabréfavextir, en munurinn hefur minnkað. Líklegt er að vaxtamunurinn eigi enn eftir að minnka vegna vaxandi tengsla innlands og erlends fjármála-markaðar. Vegna gengisáhættu má þó búast við að vextir skuldabréfa í íslenskum krónum verði að jafnaði hærri en samsvarandi bréfa í alþjóðlegum gjaldmiðlum.

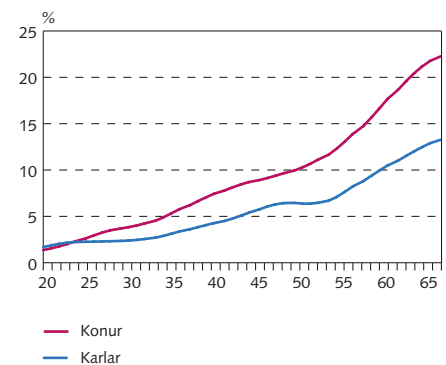
Lífeyrissjóðirnir veita verðtryggð réttindi og stór hluti eigna þeirra hefur verið verðtryggð skuldabréf. Fyrir liggur nýleg skýrsla um áhrif verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina⁹.

Fjárfestingar íslenskra lífeyrissjóða erlendis hafa aukist ört síðan 1997 og horfur eru á að hlutfall þeirra af heildareignum sjóðanna eigi enn eftir að vaxa. Ávöxtun hefur verið mjög breytileg, en nánar verður fjallað um hana síðar.

Launabreytingar

Til lengdar er breyting á framleiðni meginforsenda raunlaunabreytinga og hér verður gert ráð fyrir að þetta fylgist að þó að það gildi ekki nákvæmlega. Framleiðniaukning leiðir til þess að fólk fær herra kaup en það hafði fyrr á ævinni. Í lífeyriskerfi þar sem iðgjald er fast hlutfall af launum alla starfsævi verður lífeyrir því lágt hlutfall af launum þeirra sem eru að störfum ef framleiðni vex mikið. Ef ákveðnar kröfur eða reglur eru um að lífeyrir miðist við laun á vinnumarkaði þyrfti þá að hafa lífeyrissjóðsiðgjöld herra hlutfall af launum.

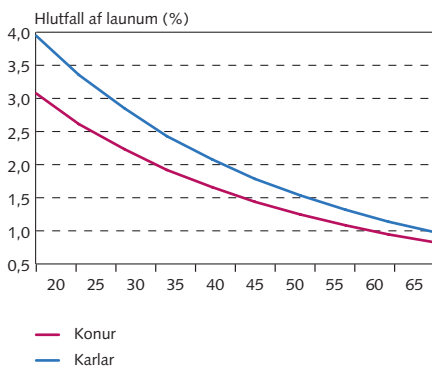
Mynd 10
Líkur á örorku



Heimild: Að mestu eftir: Fjölgun öryrkja á Íslandi. Orsakir og afleiðingar eftir Tryggva Þór Herbertsson (2005).

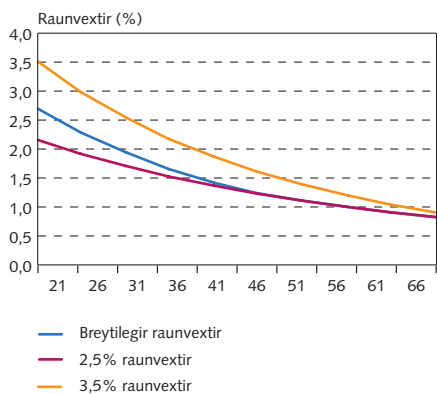
9. Tryggvi Þór Herbertsson, Greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða, nóvember 2004.

Mynd 11
Aldurstengd réttindavinnsla¹



1. Miðað við 10% iðgjald af launum og 3,5% raunvexti.

Mynd 12
Aldurstengd réttindavinnsla¹



1. Miðað við meðaltal samkvæmt dánar- og örorkulikum karla og kvenna, 10% iðgjald af launum.

Aldurstengd réttindi

Sumir lífeyrissjóðir hafa tekið upp það fyrirkomulag að lífeyrisréttindi, sem félagsmenn öðlast fyrir sama iðgjald, séu mishá eftir aldri þeirra. Væntanlega liggja réttlætissjónarmið að baki þessu vali. Óréttlátt sé að ávöxtun af iðgjöldum þeirra sem ganga ungir í sjóðinn sé varið til að greiða lífeyri annarra sem komi í sjóðinn seinna á starfsævinni.

Aldurstenging réttinda stefnir að því að hver iðgjaldagreiðsla myndi réttindi sem svari til þess lífeyris sem vænta megi að hún dugi til að greiða. Til að meta réttindi fyrir iðgjald við tiltekinn aldur þarf því að spá raunvöxtum þar til ellilífeyrisgreiðslum lýkur og einnig gefa sér dánarlíkur, reglur um eftirlaunaaldur og líkur á öðrum útgjöldum sem sjóðurinn gæti þurft að greiða vegna félagsmanna.

Mynd 11 sýnir dæmi um aldurstengda réttindaöflun. Til einföldunar hefur aðeins verið reiknað með útgjöldum vegna örorku- og ellilífeyris. Fylgt er grunnforsendum um ævilíkur en reiknað fyrir hvort kyn fyrir sig. Þarna vantar maka- og barnalífeyri sem kosta sjóðina meira vegna karla, og kostnaður við rekstur sjóðanna er væntanlega sá sami fyrir bæði kyn. Línuritinn á myndinni sýna því heldur meiri mun á réttindum sem hægt er að veita fyrir iðgjöld karla og kvenna en ætti við í raunverulegum sjóði við núgildandi reglur. En örorku- og ellilífeyrir eru miklu stærri útgjaldaliðir svo að raunverulegur munur er mikill og stafar af því að konur lifa lengur og meiri líkur eru á að þær verði öryrkjar. Myndin sýnir lífeyri sem hundraðshluta launa sem 10% iðgjald var greitt af.

Erfitt er að breyta skipulagi lífeyrissjóða án þess að það komi á einhvern hátt ójafnt niður á félagsmönnum. Auk almennra lagaákvæða, sem kynnu að eiga við slíkar breytingar, þurfa þær að hlíta skilyrðum um lágmarkstryggingavernd. Augljóst er að breyting frá kerfi með jafnri ávinnslu réttinda til aldurstengdar réttindaöflunar getur haft mikil og ólík áhrif á hag einstakra félagsmanna eftir aldri þeirra og þarf að gæta að því við skiptin¹⁰. En hugum að áhrifum af óvissu um ýmsa þætti sem reikna þarf með við aldurstengingu lífeyrisréttinda.

Við útreikning á réttindum fyrir iðgjald 25 ára gamals félagsmanns þarf að nota dánarlíkur frá 25-100 ára og örorkulíkur frá 25-65 ára. Þær dánar- og örorkulíkur, sem reiknað hefur verið með fyrir 30 árum ættu illa við nú og lítil ástæða er til að ætla að núverandi viðmiðanir muni endast betur. Alvarlegust er þó óvissan um fjármagnstekjur.

Munurinn á réttindaöflun eftir aldri ræðst af raunvöxtum. Til að reikna hvernig réttindi eiga að breytast með aldri þarf að þekkja raunvaxtaferilinn frá því að iðgjald er greitt og þar til síðustu eftirlaunaþegar árgangsins deyja. Þau aldursbundnu réttindi, sem nú er verið að veita, byggjast því á spá stjórnar lífeyrissjóðanna um vexti fram yfir árið 2080. Hér hefur verið venja að reikna með að þegar fram í sækir verði raunvextir 3,5%. Mynd 12 sýnir meðaltal af reiknuðum ferlum karla og kvenna við þrjár forsendur um raunvexti. Hæsti og lægsti ferillinn sýna útkomuna miðað við 3,5% og 2,5% raunvexti. Miðferillinn sýnir réttindin sem fást ef vextir lækka um 0,1 prósentustig á ári, frá 3,5% í 2,5%, eftir 40 ára aldur. Frá 50 ára aldri er sá ferill því eins við 2,5% vexti.

10. Bjarni Guðmundsson, 2004.

Stjórnir lífeyrissjóða búa ekki yfir þekkingu sem dugir til að spá vaxtabreytingum á borð við þær sem reiknað er með á miðferlinum 20 ár fram í tímann. Líklegri mynd af því hvernig spáð yrði við þessar aðstæður væri eitthvað á þá leið að spáð væri 3,5% vöxtum í framtíðinni þangað til vextir tækju að falla. Gerum ráð fyrir að fallinu og föstum 2,5% vöxtum yrði síðan spáð rétt.

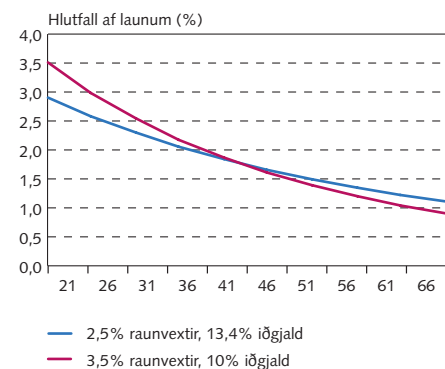
Vaxtalækkun leiðir til þess að lífeyrissjóðir þurfa að lækka lífeyri eða hækka iðgjöld, hvort sem réttindaöflun er föst eða fylgir aldri. Möguleikinn á að ná jafnvægi í sjóðunum með því að lækka lífeyri takmarkast af ákvæði um lágmarkslífeyri og hér skoðum við eingöngu þann kost að iðgjöld séu hækkuð.

Ef iðgjald er hækkað til að mæta lægri ávöxtun í sjóði með jafna réttindaöflun er nærtækast að nýja iðgjaldið gefi sama stigafjölda við sömu laun og það eldra þannig að eftirlaun haldist óbreytt hlutfall af launum. Þeir sem þegar eru komnir á eftirlaun halda þá sínum eftirlaunum óskertum án þess að greiða neitt fyrir það. Þarna fá allir sömu eftirlaun fyrir sömu ævitekjur, en hinir yngri greiða hærri iðgjöld fyrir sömu réttindi. Nokkur réttlætning á ávinningi hinna eldri af þessu fyrirkomulagi er að iðgjöldunum, sem þeir eru búnir að greiða og fengu hlutfallslega meiri réttindi fyrir en þau sem eftir er að greiða, hefur þegar verið ráðstafað með hærri ávöxtun en reiknað er með að fá fyrir verðbréf sem keypt verða í framtíðinni.

Lítum nú á hvernig þetta horfir við í sjóði með aldurstengd réttindi. Til að fá hárnákvæma réttindaöflun eftir aldri þyrfti stöðugt að skipta um feril meðan vextirnir væru að breytast, en líklega yrði nú látið duga að gera það sjaldnar. Með lægri vöxtum verður minni breyting á réttindaöflun eftir aldri. Beinast liggur við að iðgjöld eftir vaxtabreytinguna væru ákveðin þannig að sá sem væri í sjóðnum frá 27 ára aldri fengi sömu eftirlaun og fyrir breytinguna. Þetta er sýnt í mynd 13, en þar sýnir annar ferillinn hvaða réttindi eru veitt fyrir breytinguna og er eins og efsti ferillinn á mynd 12. Hinn ferillinn miðast við 2,5% vexti og 13,4% iðgjald til að greiða elli- og örorkulífeyri, en það veitir sömu réttindi og efri ferillinn miðað við greiðslur í 40 ár og enga breytingu á launum með tíma eða eftir aldri. En þessi iðgjaldahækkun dugar sjóðnum ekki. Sjóðfélagi um fertugt þegar breytingin á sér stað gæti hafa greitt til sjóðsins í 20 ár. Hann hefur öðlast lífeyrisréttindi samkvæmt spá um 3,5% vexti um alla framtíð og er kominn með hátt hlutfall þeirra lífeyrisréttinda sem horfur voru á að hann öðlaðist samkvæmt fyrri aldurstengingu og iðgjaldi. En við vaxtabreytinguna færast réttindaöflun hans á feril þar sem herra hlutfall réttinda myndast á síðari hluta starfsferilsins. Heildareftirlaun þessa starfsmanns verða því talsvert hærri en reiknað er með í hvorum ferli fyrir sig. Þau eftirlaun dugir ofangreint iðgjald ekki til að greiða. Nærtæk lausn á þessu væri að lækka áunnin réttindi um ákveðið hlutfall um leið og nýr ferill aldurstengdra réttinda tekur gildi.

Hugum þá að sjóðfélaga sem kominn er fast að eftirlaunaaldri og búinn að safna eftirlaunaréttindum alla sína starfsævi samkvæmt aldurstengdu réttindaferli sem reiknaði með 3,5% vöxtum allan tímann. Það veitti hærri réttindi en ný ferillinn framan af en lægri síðari árin og heildarréttindi hans eru í samræmi við þau sem sjóðurinn ætlast til að ná. Hann yrði þarna fyrir óvæntri kjararárnun og hefur ekkert ráðrúm til að

Mynd 13
Tveir ferlar aldurstengdrar réttindavinnslu sem veita sömu ellilífeyrisréttindi



bregðast við með auknum sparnaði. Ef réttindi í sjóðnum væru nálægt lágmarkskröfu laganna væri beinlínis bannað að skerða réttindi hans.

Vaxtabreytingin í þessu tilbúna dæmi er minni en þær vaxtabreytingar sem sjóðirnir hafa búið við hingað til eða mega vænta í framtíðinni.

Framtíðarhorfur

Almennir lífeyrissjóðir

Við höfum búið til reiknilíkan af sjóði sem líkur í meginráttum eftir almennu sjóðunum og iðgjöld og lífeyrisgreiðslur svara til raunverulegra gilda árið 2004. Líkanið má svo nota til að spá þróun sjóðanna og kanna þætti sem hafa áhrif á hana. Lífslíkur og frjósemi fylgja grunnlíkaninu, sem lýst var hér að framan, nema annað sé tekið fram. Tekjuskipting fylgir gögnum Hagstofunnar. Hún er unnin upp úr skattframtölum og ætti því að bera vel saman við þær tekjur sem greitt er af til lífeyrissjóða.

Í líkaninu byrja sjóðfélagar að greiða iðgjöld 18 ára og fara á eftirlaun 67 ára. Meðaltekjurnar ná til þeirra sem telja fram atvinnutekjur og gefa væntanlega sæmilega mynd af því að margir í yngstu árgöngunum eru í skóla. Sumir fara á eftirlaun fyrir 67 ára aldur og aðrir síðar, en þeir sem aðeins hafa eftirlaunatekjur eru ekki teknir með í útreikning á meðaltekjum svo að reiknuðu meðaltekjurnar eiga líka nokkuð vel við þarna.

Iðgjaldatekjur almennu sjóðanna 2004 svara til þess að 83,8% landsmanna á starfsaldri hafi greitt þau og verður miðað við það hlutfall í reikningunum.

Við útreikning á réttindum til örorku- og ellilífeyris er miðað við að sjóðurinn hafi tekið til starfa 1970. Sjóðirnir náðu ekki til sjálfstæðra atvinnurekenda fyrr en 1980. Framan af voru eingöngu greidd lífeyrissjóðsiðgjöld af dagvinnutekjum en iðgjöld af yfirvinnugreiðslum voru tekin upp í áföngum 1987-1990. Réttindin sem iðgjaldið veitti, áttu að fylgja launaþróun, en ekki verðtryggingu eins og síðar varð. Með því að reikna réttindi í samræmi við launaþróun og miða við jafna breytingu frá 1970, áætlaða stigavinnslu og að greitt sé af 83,8% atvinnutekna til sjóðsins hefði hann átt að greiða 15,4 ma.kr. í eftirlaun árið 2004. Raunveruleg eftirlaun almennu sjóðanna voru hins vegar tæpir 9,9 ma.kr. Meginskýringin á þessum mun er væntanlega að ekki var greitt lífeyrissjóðsgjald af ýmsum tekjum. Í framreikningum þarf að þekkja réttindi við upphaf þeirra árið 2004 og hvernig þau skiptast eftir aldri. Við lækkum öll ofangreind reiknuð stig frá fyrri árum um 6,7% og að auki um 2,0% árlega frá 2003 aftur til 1970 og fæst þá rétt upphæð ellilífeyris árið 2004.

Örorkulífeyrir miðast við uppsöfnuð réttindi og áætlun um réttindaöflun fram að eftirlaunaaldri ef ekki hefði komið til örorku. Reiknaðar örorkubætur miðað við að allir séu með 100% örorku eru 13,3 ma.kr., en sjóðirnir greiddu 4,5 ma.kr. í örorkubætur. Þeirra greiðslur ná til öryrkja með 50-100% örorku, en ljóst er að réttindi öryrkja eru miklu lægri en fást með því að reikna með meðaltekjum og réttindum. Til að finna örorkubætur í framreikningum höldum við okkur því við reiknaaðferðina en margföldum síðan reiknaðar bætur með hlutfalli greiddra og reiknaðra bóta árið 2004.

Tafla III Iðgjald, heildareign og hlutfall ellilífeyris af launum¹

Ár	Almennir sjóðir					Séignarsjóðir	
	Iðgjald, % af launum	Heildar- eign ma.kr.	Heildar- eign ma.kr.	Hlutfall ellilífeyris af launum	Hlutfall ellilífeyris af launum	Heildar- eign ma.kr.	Heildar- eign ma.kr.
		2015	2025	2015	2025	2015	2025
Grunndæmi	12,0	1477	2213	0,322	0,396	399	684
Vextir lækka frá 3,5% í 2,5%	15,3	1653	2549	0,322	0,396	396	652
2% framleiðniaukning	12,3	1534	2429	0,295	0,343	415	750
Meðalævi lengist um 1 ár	12,7	1516	2305	0,322	0,396	399	686

1. Í grunndæmi eru raunvextir 3,5%, framleiðniaukning 1% og ævilíkur eins og í grunndæmi á mynd 7. Í öðrum dæmum er einum þessara þátta breytt en hinir eins og í grunndæmi.

Tafla 3 sýnir nokkur dæmi um framreikning með ofangreindu líkani. Verðlag er fast þannig að allar upphæðir eru á verðlagi ársins 2004. Gert er ráð fyrir að framleiðni og laun hækki um 1% á ári umfram verðlag. Reiknað er með að iðgjöld séu 11% af launum árið 2005. Eftir það er iðgjald reiknað þannig að réttindaöflun frá og með 2005 sé 1,4% af launum og sjóðurinn og framtíðariðgjöld dugi nákvæmlega fyrir núverandi réttindum þeirra sem eru í sjóðnum og réttindum sem þeir eiga eftir að vinna sér inn, en án nýrra félaga. Í framreikningunum, sem sýndir verða hér, eru nýir félagsmenn hins vegar teknir með.

Í núverandi sjóðum er réttindaöflun ýmist föst, eins og hér er reiknað með, eða aldurstengd. Bæði kerfin hafa fast iðgjaldahlutfall fyrir alla aldurshópa og verða að uppfylla lagaákvæði um lágmarkstryggingu. Það ætti því ekki að skipta máli fyrir stærð sjóða og endanlegan lífeyri þó að hér sé reiknað með fastri réttindaöflun sem er einfaldara.

Iðgjaldið í grunndæminu þarf að vera 12,0% eftir árið 2005. Þar sem reiknað er með lægstu leyfilegu réttindum er þetta líklega ívið lakari afkoma en hjá raunverulegu sjóðunum. Á því geta verið ýmsar skýringar, m.a. er aldurs- og kynjasamsetning þeirra heldur hagstæðari en í okkar tilbúna sjóði þar sem fleiri konur eru í sjóðum opinberra starfsmanna en almennum sjóðum og starfsmenn hefja síðar störf þar. Hér er reiknað með fjölda af hverjum aldri og kyni samkvæmt heildartölum yfir alla landsmenn. Þróun sjóðsins á verðlagi 2004 er sýnd í töflu 3. Hann vex úr 740 milljörðum árið 2004 í 1400 milljarða næstu 10 árin. Meðalréttindi þeirra sem eru að fara á eftirlaun í ár eru um 22% af launum starfandi fólks á aldrinum 40-60 ára. Árið 2015 verða þau komin upp í 32%, tæp 40% árið 2025 og stefna á 46%.

Auk grunndæmisins eru sýnd þrjú dæmi þar sem einum þætti er breytt frá grunndæmi, en allir aðrir eru eins. Í einu breytast raunvextir og lækka línulega frá 3,5% í 2,5% árin 2010-2029 og haldast síðan 2,5%. Í öðru er reiknað með 2% framleiðniaukningu og að lokum er lífslíkum breytt þannig að sjóðfélagar lifi að meðaltali ári lengur en samkvæmt dánartíðni grunnlíkansins. Eins og fram kemur í töflu 3 leiðir vaxtalækkun um eina prósentu til þess að iðgjald þarf að hækka um 3,3% af launum og sjóðirnir verða talsvert stærri. Framleiðnibreytingar og samsvarandi launahækkanir hafa lítil áhrif á iðgjald miðað við þá túlkun á lagaákvæði um lágmarkstryggingavernd sem hér er miðað við. Þær hafa hins vegar mikil áhrif á hlutfallið milli tekna lífeyrisþega og starfandi fólks

Séreignarsparnaður

Sjóðir sem taka við séreignarsparnaði áttu 110 ma.kr. í árslok 2004 og iðgjöld þeirra það ár voru 17,3 ma.kr. Parna eru bæði taldar séreignadeildir lífeyrissjóða og annarra fjármálastofnana sem varðveita slíkan sparnað. Með gildandi samningum um viðbótarlífeyrissparnað greiða vinnuveitendur 2% af launum móti sama framlagi launþega. Þetta er svo hagstætt fyrir launþega að líklegt er að þátttaka aukist enn frá því sem nú er. Forsendur líkans til að meta framtíðarþróun þessara sjóða eru óvissari en fyrir almennu sjóðina. Enda þótt meirihluti landsmanna á starfsaldri sé nú þátttakandi í svona sjóði er ekki skylduaðild að þeim. Við þekkjum hvorki kyn- og aldursskiptingu þeirra sem greiða í þessa sjóði né þeirra sem eiga núverandi innstæðu.

Mikil óvissa er einnig um hvenær lífeyrisgreiðslur frá séreignarsparnaði muni fara fram. Heimilt er að taka lífeyrinn út með jöfnum greiðslum milli 60 og 67 ára. Eftir það má taka hann allan út í einu lagi. En það má einnig breyta honum í ævilangan lífeyri eftir 67 ára aldur. Með þessu móti er reyndar kominn nokkur samtryggingarþáttur í þessa sjóði. (Það verður snúið tryggingafræðilegt viðfangsefni að ákveða upphæð ævilanga lífeyrisins. Þegar sjóðfélagar velja hvort þeir noti það fyrirkomulag eða taki innstæðuna alla út vita þeir talsvert um ævilíkur sínar. Margir þeirra sem eiga skammt ólifað vita að lífslíkur þeirra eru lágar og taka sína innstæðu strax. Aðrir hafa engin einkenni um hættulega sjúkdóma og eiga langlífa ættingja og kjósa að fá lífeyri ævilangt. Það dugir því ekki að reikna eftir almennum ævilíkum.)

Séreignarsjóðir verða minni en samtryggingarsjóðir með sama iðgjald. Söfnunarfé þeirra sem deyja eða verða öryrkjar áður en eftirlaunaaldri er náð er greitt út í séreignarsjóðum og ellilífeyrir þeirra sem ekki kjósa ævilangan lífeyri er greiddur miklu fyrir en í samtryggingarsjóðum. Við framreikning á séreignarsjóðunum er eign þeirra árið 2004 skipt á landsmenn í hlutfalli við meðaltekjur hvers aldurs og kyns. Iðgjaldið 2004 svarar til þess að greitt sé að meðaltali 3,7% af launum til þessara sjóða og er því hlutfalli haldið í framreikningum. Hins vegar vitum við lítið hvernig félagsmenn muni kjósa að taka út innstæður sínar. Við látum nægja að sýna dæmi um lífeyrinn og stærð sjóðsins miðað við að innstæða sé öll greidd út við 67 ára aldur. Innstæða yrði lægri og heildareign sjóðanna minni ef allir byrjuðu að taka út inneign sína um sextugt. Hins vegar yrði bæði sjóður og lífeyrisgreiðslur hærri ef allir söfnuðu í sjóðinn fulla starfsævi og breyttu innstæðunni þá í verðtryggðan lífeyri til æviloka.

Samtryggingarsjóðir með ábyrgð atvinnurekenda áttu 166 ma.kr. í árslok 2004. Þetta er mikið fé, en þó langt frá því að duga fyrir skuldbindingum sjóðanna. Ríki og sveitarfélög bera ábyrgð á skuldbindingunum og ákveða í hvaða mæli þau mynda sjóði til að standa undir lífeyrisgreiðslunum eða greiða þær jafnóðum með skatttekjum sínum. Við reynum ekki að setja fram líkan fyrir stærð þessara sjóða á komandi árum.

Ráðstöfun sjóðanna

Á næstu 10 árum þurfa íslenskir lífeyrissjóðir að koma fyrir um 1000 ma.kr. miðað við núverandi verðlag, eða nálægt andvirði landsframleiðslu eins árs, í viðbót við þær eignir sem fyrir eru. Til samanburðar

má nefna að olíusjóður Norðmanna er um 60% af landsframleiðslu þeirra. Hugum að helstu fjárfestingarleiðum.

Lánveitingar lífeyrissjóðanna til íbúðakaupa, reiknaðar sem hlutfall af landsframleiðslu, hafa verið býsna stöðugar síðasta áratuginn eða á bilinu 26-31% af VLF. Á sama tíma hefur hlutfall hreinnar eignar sjóðanna af landsframleiðslu tvöfaldast, farið úr 51% í 102%.

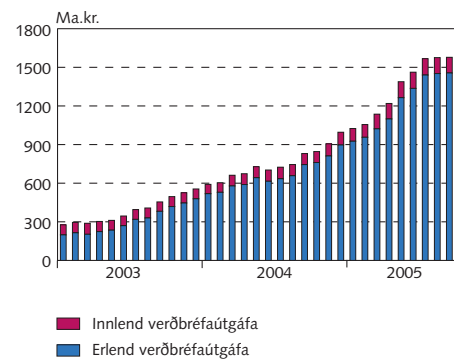
Innlánsstofnanir hófu að bjóða viðskiptavinum sínum fasteignalán á nýjum og rýmri kjörum í ágúst 2004, en áður höfðu þær einungis lánað lítillega með veði í fasteignum. Í lok september 2005 var staða þessara nýju lána 281 ma.kr. Að hluta til, eða u.þ.b. 27%, hefur íbúðalánasjóður fjármagnað þessi lán innlánsstofnana með kaupum á lánasamningum af þeim. Að öðru leyti virðast innlánsstofnanirnar hafa fjármagnað fasteignalánin með skuldabréfaútgáfu erlendis. Síðan veiting fasteignalánanna hófst í ágúst 2004 og til septemberloka 2005 hefur erlenda skuldabréfaútgáfan aukist um 798 ma.kr., sjá mynd 14.

Breytingarnar á fasteignalánamarkaði við frumkvæði bankanna voru svo miklar og hraðar að enn er óljóst hvaða áhrif þær muni hafa á innlendar lánveitingar lífeyrissjóðanna. Húsnæðislán til langs tíma falla vel að starfsemi lífeyrissjóða. Með 65% veðhlutfall voru þetta ákaflega örugg lán. Með því að hækka veðhlutfallið í 90-100% og lækka vexti náðu bankarnir til sín drjúgum hluta af þessum markaði og stækkuðu hann um leið. Með 90% veðhlutfalli eru þetta áhættusamar lánveitingar¹¹, enda hefur Landsbankinn nú lækkað það í 80%. Lífeyrissjóðirnir gætu orðið bakhjarl bankanna við húsnæðislán, en þar yrðu þeir í samkeppni við erlenda lánamarkað um vexti.

Lífeyrissjóðirnir eru nú þegar umsvifamiklir víðar á innlendum markaði. Þeir eiga um 12% af öllum skráðum hlutabréfum í Kauphöll Íslands. Af markaðsskuldabréfum í heild eiga þeir um 47%. Sem dæmi má nefna að af verðbréfum útgefnum af Íbúðalánasjóði (húsbreyf, húsnæðisbreyf og íbúðabreyf) eiga þeir 41% en til samanburðar má nefna að bankarnir eiga 32% af þeim bréfum. Ekki blasir því við í fljótu bragði hvaða fjárfestingarmöguleika lífeyrissjóðirnir eiga innanlands með þann stóra stabba sem þeir munu hafa til umráða næstu áratuginna. Helst mætti horfa til fjárfestinga í stórvirkjununum. Samkvæmt ársskýrslu Landsvirkjunar 2004 skuldaði hún rúma 100 ma.kr. og eigið fé var rúmum 50 ma.kr. Kostnaðurinn við að reisa Kárahnjúkavirkjun, þar sem uppsett afl er 690 MW, er áætlaður um 90 ma.kr. Samanlagt afl annarra virkjana Landsvirkjunar er 1215 MW svo að bókhaldsreglurnar sem þarna er unnið eftir virðast vanmeta verðmæti virkjananna.

Annar möguleiki, sem e.t.v. væri fyrir hendi, er að innlánsstofnanir myndu í auknum mæli gefa út skuldabréf innanlands og selja lífeyrissjóðunum. Eins og fram kemur á mynd 14 hafa þær aðallega gefið út skuldabréf erlendis, yfir 90% af skuldabréfaútgáfu þeirra er á erlendum markaði. Lífeyrissjóðirnir eiga langstærsta hluta þess sem innlánsstofnanirnar hafa gefið út innanlands til þessa. Ofangreindar hugleiðingar um innlenda fjárfestingarkosti benda til þess að lífeyrissjóðirnir muni stórauka fjárfestingu erlendis. Ávöxtun erlendra verðbréfa mun því skipta sköpum fyrir framtíð þeirra.

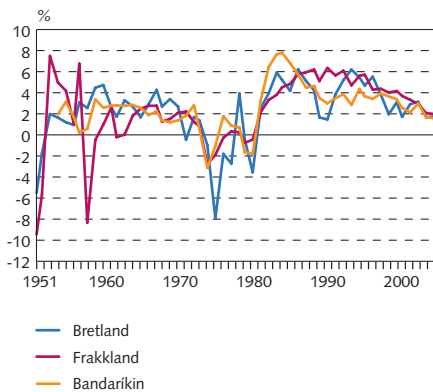
Mynd 14
Verðbréfaútgáfa innlánsstofnana
janúar 2003 - september 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

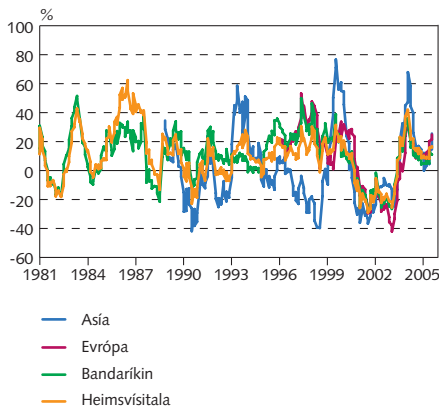
11. Guðmundur Guðmundsson, Áhætta við hærri veðsetningu íbúðarhúsnæðis. *Peningamál* 2005/2, bls.55-60.

Mynd 15
Raunvextir ríkisskuldabréfa 1951-2004



Heimild: IMF-IFS.

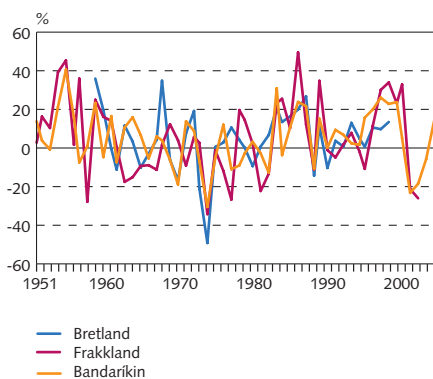
Mynd 16
Hlutabréfavisitölur Morgan Stanley
janúar 1981- september 2005
12 mánaða aukning



Heimild: Bloomberg.

Mynd 17
Raunhækkun hlutabréfaverðs 1951-2004

Vísitölurnar frá Bandaríkjunum og Bretlandi
eiga eingöngu við iðnfyrirtæki



Heimild: IMF-IFS.

Þörf fyrir fjárfestingu á Íslandi er varla gjörólík öðrum löndum með svipaðan efnahag. Ekki virðist hægt að mynda lífeyrissjóðakerfi okkar nema með stórfelldri fjárfestingu erlendis. Það er því útilokað að koma á hliðstæðu lífeyrissjóðakerfi fyrir alla heimsbyggðina (eða bara ríkari hluta hennar) því að engin leið væri að mynda þá sjóði sem til þess þarf. Hins vegar er væntanlega hægt að auka hlut lífeyrissparnaðar talsvert frá því sem nú er í mörgum löndum.

Íslenskir lífeyrissjóðir hafa lítið keypt af erlendum skuldabréfum. Ástæðan til þess er sú að síðan þeir fóru að fjárfesta erlendis hafa raunvextir slíkra bréfa verið talsvert lægri en íslenskra skuldabréfa. Mynd 15 sýnir raunvexti ríkisskuldabréfa í þremur löndum. Síðustu árin hefur hún verið lægri en 3,5% á ári, en það er sú langtímaávöxtun sem iðgjöld sjóðanna og réttindi miðast við. Saga þessara vaxta bendir ekki til að líklegt sé að þeir hækki til langframa upp í 3,5% á ári. Vextir voru talsvert hærri á níunda áratug 20. aldar og var það skýrt með miklum fjárlagahalla Bandaríkjanna. Þeir lækkuðu síðan aftur og eru enn lágir þó að þar sé nú aftur mikill halli á ríkisbúskapnum. Engin vísbending er um leitni í raunvöxtum ríkisskuldabréfa í Bandaríkjunum sl. hálfu öld (1957-2004) og mat á meðalraunvöxtum er 2,7% og staðalfrávik matsins er 0,7%. Þetta merkir að þó að við reiknum með að eiginleikar raunvaxtaraðarinnar haldist óbreyttir eru 95% öryggismörk meðalgildisins milli 1,4% og 4,0% á ári.

Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna hafa að mestu leyti verið hlutabréf. Mynd 16 sýnir nokkrar alþjóðlegar hlutabréfavisitölur. Mynd 17 sýnir raunhækkun hlutabréfavisitalna fyrir nokkur lönd þar sem verðbreytingar voru reiknaðar eftir neysluserðsvísitölum. Mat á meðalhækkun raungildis hlutabréfaverðs í Bandaríkjunum fyrir sömu ár og ríkisskuldabréfin gefur meðalhækkun 2,7%. Engin merki eru um breytingu í meðalgildi eða óreglu raðarinnar. Þar sem einnig fæst arður af bréfunum hefði þetta verið viðunandi fjárfesting. (Með því að taka árin 1955 og 1956 með hefði meðalhækkunin orðið 3,6%.) En þarna er staðalfrávik 2,0% svo að 95% öryggismörkin eru frá -1,3% upp í 6,7%. Ástæðan fyrir svo mikilli óvissu um meðalhækkun þrátt fyrir langa röð er hvað verðbreytingar hlutabréfanna eru óreglulegar. Eitthvað er hægt að draga úr óreglu í ávöxtuninni með því að dreifa kaupum á lönd og gjaldmiðla, en eins og fram kemur á línuritum um verðbreytingar hlutabréfa er fylgni milli þeirra svo sterk að dreifingin hefur takmörkuð áhrif. Ávöxtunarsaga bandarískra hlutabréfa hefur reyndar verið rakin aftur til 1802 og að staðaldri verið há (Siegel 2002). En óreglan hefur líka verið mikil svo að ofangreindar tölur gefa vísbendingu um ónákvæmnina í spá um meðalávöxtun 50 ára tímabils.

Vegna takmarkaðra fjárfestingarmöguleika innanlands er fyrir sjáanlegt að hlutfall erlendra verðbréfa af heildareignum lífeyrissjóða á eftir að hækka. Velta má því fyrir sér hvaða áhrif það gæti haft á sjóðina ef þeir nýttu sér heimildir laganna til fjárfestinga í hlutabréfum til hins ítrasta, en lögin heimila þeim að festa allt að 50% af hreinni eign á þann hátt. Ekki síst þegar lítið er til áhrifanna sem niðursveiflan 2000-2002 hafði en þá voru þó einungis 27-28% hreinnar eignar sjóðanna bundin í hlutabréfum. Eins og áður var getið var í árslok 2004 um það bil 31% hreinnar eignar lífeyrissjóðanna bundið í hlutabréfum, innlendum og erlendum. Þegar 50% hámarkinu er náð verða þeir

því, að óbreyttum lögum, að snúa sér að erlendum skuldabréfum eða verðbréfasjóðum sem fjárfesta í skuldabréfum til að koma fé sínu í ávöxtun.

Enda þótt engin sérstök vísbending sé um það í gögnum síðustu hálftrar aldar að eiginleikar raunvaxtaraða ríkisskuldabréfa eða raungildis hlutabréfa ríkra landa séu að breytast er ekki vert að treysta því of vel að þetta tímabil gefi réttar vísbendingar um næstu hálfu öld.

Ástandið í lífeyrismálum ríku landanna (og Indlands og Kína líka) mun væntanlega hafa talsverð áhrif á vexti, bæði á skuldabréfum og hlutabréfum (Saarenheimo, 2005). Nokkur áhugi er á að auka hlutdeild sparnaðar í lífeyriskerfunum og þá myndast sjóðir sem munu sækja í þessi bréf og verða til að lækka vexti. Líklegt er að fólk muni sjá fram á minni lífeyri frá opinberu kerfunum og það verður til þess að einstaklingar reyna að spara til ellinnar og hefur það sömu áhrif og lífeyrissjóðamyndun. Ríkisstjórnir gætu, a.m.k. tímabundið, aflað fjár til að greiða ellilífeyri með því að gefa út skuldabréf og það myndi hækka vexti á þeim.

Iðnvædd lönd hafa búið við drjúgan hagvöxt og framleiðniaukningu tímabilið sem íslenskir lífeyrissjóðir hafa starfað, en talsverðar sveiflur koma þó fram ef skoðuð eru styttri tímabil, t.d. 5 ár. Tækniþróun og friður eru mikilvægar skýringar á hagvextinum. Beinast liggur við að gera ráð fyrir að hvort tveggja muni halda áfram næstu árin.

Sá hagvöxtur, sem ríkt hefur lengur en allan starfstíma íslenskra lífeyrissjóða, byggist m.a. á orkunotkun sem ekki er sjálfbær. Olíuskortur, sem búið er að spá áratugum saman, er nú farinn að segja til sín. Brennsla á olíu og kolum, sem mikið er til af, skapar líka vandkvæði vegna gróðurhúsaáhrifa. Auk breytinga á aldursskiptingu er einna öruggasta spá um breytingar á efnahagsumhverfi næstu áratuga að framboð á orku minnki og verð hækki. Þetta mun draga úr hagvexti og að öðru jöfnu lækka arðsemi hlutafélaga og verð á hlutabréfum. En dýrari orka mun líka hafa í för með sér miklar breytingar á framleiðsluaðferðum, samgöngum og húsnæði. Það þarf t.d. minni orku til að veiða þorsk á línu og í net en með botnvörpu. Og það er hægt að komast milli staða með minni orkunotkun en keyra hvert í sínum bíl. Til breytinganna þarf fjárfestingu og fjármagn og það stuðlar að vaxtahækkun. Orkuskortur heimsins hækkar verð á íslenskri orku, sjálfbærri, sem er miklu meiri en núverandi mannfjöldi í landinu þarfnast. Væntanlega munu fólksflutningar jafna muninn á þjóðartekjum á mann hér og í Evrópu.

Sparnaður

Gangi áætlanir lífeyrissjóðanna um 3,5% raunvexti eftir verða útgjöld Íslendinga til lífeyrismála, um 12% launa til sameignasjóða, 4% til einkasparnaðar og kostnaður við lífeyri frá Tryggingastofnun ríkisins, miklu lægri en greiða þyrfti fyrir sama lífeyri í hreinu gegnumstreymiskerfi. Í söfnunarsjóði skiptir aldursdreifing litlu máli, en hár eftirlaunaaldur og vaxtatekjur eru mikilvægustu þættirnir við að halda niðri kostnaði við lífeyrisgreiðslur. Sjóðurinn safnast upp meðan félagsmenn sem ná eftirlaunaaldri eru ekki komnir með full réttindi. Eftir það breytist stærð hans í samræmi við þróun mannfjölda og aldursskiptingu, framleiðni og með aðlögun að breytingum á vöxtum.

Íslenska lífeyrissjóðakerfið felur í sér mikinn peningasparnað einstaklinga á starfsaldri. Síðan sjóðirnir hættu að veita óverðtryggð lán með neikvæðum raunvöxtum hefur ávöxtun lengst af verið góð. Það er þó ekki sjálfgefið að lífeyrissjóður með þokkalega ávöxtun leiði til sparnaðar á raunverulegum verðmætum. Sparnaður er mismunurinn á tekjum og neyslu. Í þjóðhagsreikningum svarar hann líka nokkurn veginn til summu fjárfestingar og viðskiptajafnaðar. Nærtæk leið til að meta áhrif lífeyrissjóða á sparnað er að kanna ráðstöfun á fjármagni hans, hvort lánað sé til neyslu, fjárfestingar eða fjárfest í erlendum verðbréfum. En vegna stærðarinnar hafa lífeyrissjóðir mikil áhrif á allan íslenskan fjármálamarkað. Einstaklingar, sem treysta lífeyrissjóðum til að sjá fyrir sér á ellíárnum, sleppa því að spara til þeirra sjálfir. Endanleg áhrif þeirra á sparnað verða ekki metin með því einu að skoða hvernig þeir ráðstafa fjármagni sínu.

Lítum nú á sparnað nokkurra þjóða með ólík lífeyriskerfi. Frakkland, Ítalía og Þýskaland eru rík Evrópulönd sem eiga litla lífeyrissjóði og hafa miklar áhyggjur af framtíð lífeyriskerfa sinna. Meðalsparnaður sem hlutfall af þjóðartekjum þessara þriggja landa árin 1990-2003 var 20,4%, 20,9% og 22,3%¹². Hollendingar hafa hins vegar safnað ámóta stórum lífeyrissjóði í hlutfalli við þjóðartekjur og Íslendingar og þar var meðalsparnaðurinn 25,4%. Íslensku lífeyrissjóðirnir stækkuðu ört þetta tímabil eins og fram kemur á mynd 1, en þjóðhagslegur sparnaður var að meðaltali 17,8%, (15,2% og 13,9% árin 2004 og 2005 samkvæmt bráðabirgðatölu og spá fjármálaráðuneytisins¹³).

Ellilífeyrir íslenskra launþega hefur verið lágur vegna þess að þeir höfðu ekki safnað miklum réttindum. Þeir hafa því varla haft minni ástæðu til að spara en meðlimir gegnumstreymiskerfa hinna landanna þar sem lífeyrisréttindi voru ríflegri. Fleira hefur áhrif á sparnað þjóða en fyrirkomulag lífeyrismála, t.d. aldurskipting (Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoëga, 2002). Miðað við hin Evrópulöndin, sem hér voru nefnd, voru fleiri á Íslandi undir starfsaldri en færri sem störfuðu ekki vegna elli eða atvinnuleysis.

Til viðmiðunar um eðlilegt framlag lífeyrissjóða til sparnaðar voru heildariðgjöld sjóðanna 75 ma.kr. árið 2004 og lífeyrisgreiðslur 31 ma.kr. Þar sem lífeyrisgreiðslurnar ættu að hluta að greiðast af ávöxtun sjóðsins, sem lífeyrisþegar voru búnir að safna, er mismunurinn, 44 ma.kr. sem er 5% af þjóðartekjum, vanmat á sparnaðinum sem þarna þyrfti að fara fram. Ofangreindar tölur um sparnaðarhlutföll þjóða með mismunandi lífeyriskerfi benda ekki til að við séum að spara til ellinnar umfram venjulegan sparnað í ríku landi.

Niðurstöður

Íslenska lífeyriskerfið stefnir að ástandi þar sem sjóðir þess eru andvirði meira en tvöfaldrar landsframléiðslu. Talsverð óvissa ríkir um afkomu lífeyriskerfisins í framtíðinni. Mest munar þar um ávöxtun en breytingar á henni, innan þeirrar óvissu sem fyrir liggur, hafa stórfelld áhrif á iðgjöld sem þarf til að greiða þann lífeyri sem ætlast er til af sjóðun-

12. International Financial Statistics, International Monetary Fund 2005.

13. Þjóðarbúskapurinn, haustskýrsla 2005. Tafla 1. Fjármálaráðuneytið 2005.

um. Nokkuð getur munað um breytingar á ævi- og örorkulíkum þótt þær séu ekki jafn stórvægilegar og óvissan um ávöxtun. Engin merki sjást um það í þjóðhagsreikningum að peningasöfnun lífeyriskerfis okkar hafi stuðlað að söfnun raunverulegra verðmæta umfram það sem gerist hjá þjóðum sem greiða lífeyri með skattheimtu.

Heimildir

- Bjarni Guðmundsson (2004). Leiðir yfir í aldurstengda réttindaöflun. Glærusýning, aðgengileg á vef Landssamtaka lífeyrissjóða, www.ll.is.
- Casper van Ewijk og Martijn van de Ven, Pension funds at risk. cpb Report, 2003/1.
- Fjármálaeftirlitið (2005). Lífeyrissjóðir, ársreikningar 2004 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum. Reykjavík 2005.
- Fjármálaráðuneytið (2005). Þjóðarbúskapurinn, haustskýrsla 2005.
- Guðmundur Guðmundsson (1998). Þróun lífeyrissjóða. Fjármálatíðindi 1998/1, bls. 17-28.
- Guðmundur Guðmundsson (2005). Áhætta við hærri veðsetningu íbúðarhúsnæðis. *Peningamál* 2005/2, bls. 55-60.
- Hagstofa Íslands (2005), www.hagstofa.is
- International Monetary Fund (2005). International Financial Statistics. IMF 2005.
- Saarenheimo, T. (2005). Ageing, interest rates and financial flows. Bank of Finland Research Discussion papers 2/2005, 30 bls.
- Siegel, J. J. (2002). Stocks for the long run. McGraw-Hill, 2002.
- Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoëga (2002). Trade surpluses and life-cycle saving behaviour. *Economics letters* 65 Nr. 2, bls. 227-237.
- Tryggvi Þór Herbertsson (2004). Áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina. Greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða. 12 bls.
- Tryggvi Þór Herbertsson (2005). Fjölgun öryrkja á Íslandi. Orsakir og afleiðingar. Heilbrigðis og tryggingamálaráðuneytið. 137 bls.

