

Umræða um tap lífeyrissjóðanna á villigötum

Vísir Aðsendar greinar 08. febrúar 2012 09:21



Valdimar Ármann, hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur hjá GAMMA. skrifar:

Í nýútkominni rannsóknarskýrslu er fjallað um hvernig íslensku lífeyrissjóðunum vegnaði í „Hruninu“. Þar er reiknað út að þeir hafi tapað um 480 milljörðum króna á árunum 2008-2009 á ýmsum fjárfestingum í hlutabréfum, fyrirtækjaskuldabréfum, bankaskuldabréfum og skuldabréfavafningum. Svo stórar tölur hljóta vitaskuld að vekja óhug og kalla jafnvel á endurskoðun á fjárfestingarhegðun.

Hins vegar er mjög mikilvægt að greina afleiðingar og lærdóm Hrunsins með réttum og sanngjörnum hætti. Þeir sem stunda eignastýringu verða að taka margar ákvarðanir sem sumar hverjar munu reynast rangar. Raunar er það svo að kenningar og fræði um eignastýringu gera einmitt ráð fyrir röngum fjárfestingarákvörðunum vegna óvissu og skorti á upplýsingum. Grunnmarkmiðið er áhættudreifing og sígilda sögnin að setja ekki ekki öll eggin í sömu körfuna er gulls ígildi. En þó einhver eggin brotni engu síður, er ekki sjálfgefið að fjárfestingarstefnan í heild hafi verið ámælisverð þar sem önnur egg eru heil og bæta upp fyrir þau brotnu. Augljóslega má benda á rangar fjárfestingarákvarðanir, sérstaklega þegar horft er í baksýnispegilinn, en ekki má taka málin úr samhengi þar sem einnig eru margar góðar ákvarðanir teknar á þessum tíma. Ekki má einungis horfa á tap einstakra eigna óháð hagnaði annarra eigna.

Hrun á heimsvísu

Árið 2008 var ekki bara stórviðrasamt á Íslandi. Upphaf hrunsins á heimsvísu má rekja til falls bandaríska fjárfestingabankans Bear Stearns sem var svo seldur til JP Morgan í lok mars 2008. Var þá farið að hrikta í stoðum fjármálaveldis Bandaríkjanna sem leiddi svo til gjaldþrots Lehman Brothers þann 15. september 2008, sem var þá fjórði stærsti fjárfestingarbanki í heimi, ásamt fjölda annarra smærri viðskiptabanka í Bandaríkjunum á árunum 2008-2011. Í Evrópu var fjölda banka bjargað beint og óbeint af ríkisstjórnnum viðkomandi landa samanber Northern Rock og Royal Bank of Scotland í Bretlandi, Anglo Irish í Írlandi, Dexia í BeNeLux og Frakklandi o.s.frv. Í engu öðru landi voru þó áhrifin viðlíka og á Íslandi þar sem ríkið bjargaði ekki bönkunum með fjárframlögum

og ríkisábyrgðum þannig að nánast allt fjármálakerfið þurrkaðist út með þeim áhrifum að fjöldi fyrirtækja urðu gjaldþrota í kjölfarið og íslenska hlutabréfavísitalan lækkaði um rúm 90%.

Heildarmynd af eignasafninu

Staðreyndin er sú að eignasafn íslensku lífeyrissjóðanna var fjölbreytt og áhættudreift og í byrjun árs 2008 var m.a. um 27% af safni þeirra í erlendum eignum og langstærsti hluti af því fjármagni sem var fjárfest hérlendis var í traustum eignum eins og ríkistryggðum skuldabréfum, íbúðabréfum með bakábyrgð ríkisins, sjóðsfélagalánum og skuldabréfum á sveitarfélög eða um þriðjungur af heildareignum sem var um 570 milljarðar króna á þeim tíma. Ávöxtunarkrafa skuldabréfa lækkaði töluvert á árunum 2008 og 2009 og verðbólga bætti um betur fyrir heildarávöxtunina. Þannig hækkuðu ríkistryggð skuldabréf samkvæmt skuldabréfavísitölu GAMMA á þessum árum um 57% sem skiptist í um 61% hækkun á verðtryggða hluta hennar og 33% á þeim óverðtryggða. Þannig er hægt að meta það sem svo að traustu íslensku eignirnar hafi skilað um 325ma virðisaukningu á þessum tveimur árum ef gert er ráð fyrir að sjóðirnir hafi ekki minnkað eign sína í þessum flokkum á þessum árum. Hér er því heildartap lífeyrissjóðanna á þessum tveimur árum metið u.þ.b. 155ma þ.e. (480ma-325ma) eða sem nemur um 9% af heildareignum, sem gefur betri mynd af eignastýringu og fjárfestingarákvörðunum lífeyrissjóðanna.

Höfum í huga að hér er einungis horft á íslenskar eignir. Erlendar eignir hækkuðu töluvert minna eða sem nemur um 15% og fara úr 460ma í 530ma sem helgast af þeirri staðreynd að erlendar hlutabréfavísitölur lækkuðu um 25-50% árin 2008-2009. Aukinheldur hafa neyðarlögin að öllum líkindum einnig ýkt tap lífeyrissjóðanna upp undir 100 milljarða króna þegar innlán voru færð fremst í kröfuhafaröðina og gerðu þannig skuldabréf banka mun verðminni en áætlað var við kaup þeirra. Á móti björguðu neyðarlögin mörgum öðrum fjárfestum og sparifjáreigendum sem hefðu farið mun verr úr þessum hamförum. Þannig færðu stjórnvaldsákvörðanir fjármuni á milli aðila með ófyrirséðum hætti.

Til samanburðar við þetta heildartap lífeyrissjóðanna íslensku er gott að horfa til langtímafjárfesta á meginlandi Evrópu. Til dæmis varð mettap á Olíusjóði Norðmanna árið 2008 þegar hann tapaði um 23% af eignum sínum og var tapið 41% vegna hlutabréfa en einungis 0,5% vegna skuldabréfa. Ávöxtun var síðan 26% árið 2009 þegar markaðirnir sneru við. Samt sem áður var samtals um 3% neikvæð ávöxtun á sjóðnum árin 2008-2009. Í ljós hefur komið að tap íslensku lífeyrissjóðanna var svipað meðaltali þess taps sem lífeyrissjóðir innan OECD urðu fyrir. Sem dæmi má nefna að tap ABP í Hollandi, einn þriggja stærstu lífeyrissjóða í heimi, árið 2008 var um 27% og meðaltap AP lífeyrissjóðanna í Svíþjóð á sama ári var um 28%.

Tap af pappírshagnaði?

Loks verður að hafa í huga að lífeyrissjóðirnir fjárfestu í rauninni mjög lítið í íslenskum hlutabréfum árið 2008 og var heildareign þeirra í hlutabréfum aðeins um 15% af heildareignum þeirra. Raunar fjárfestu þeir mjög lítið af nýjum fjárfestingum í hlutabréfum frá árinu 2006 þó hins vegar hækkanir á markaðsvirði hlutabréfa leiddu til þess að vægi þeirra í eignasafninu jókst. Það er þannig verið að reikna tap af pappírshagnaði. Í ljós hefur komið að verð innlendra hlutabréfa hefði í rauninni aldrei staðið nálægt undir þeim verðum sínum þótt ekki hefði komið til fjármálahruns, og því er ósanngjarnt að færa allt hlutabréfahrunið sem „tap“ ársins 2008. Lífeyrissjóðirnir hefðu einnig aldrei

komist hjá því að fjárfesta í íslenskum hlutabréfum og fyrirtækjabréfum og hefði það jafnvel þótt óeðlileg fjárfestingarstefna að sniðganga þessa eignaflokka algjörlega. Einnig má hafa í huga að það var einfaldlega ekki til nægilega mikið af ríkistryggðum íslenskum skuldabréfum til þess að lífeyrissjóðirnir gætu fjárfest öllu eignasafninu í þannig eignir.

Skýrslan um lífeyrissjóðina er mjög ítarleg samantekt á fjárfestingarstefnu og eignasamsetningu þeirra. Það er um að gera að nýta tækifærið og upplýsingarnar sem þar koma fram og hugleiða hvernig er hægt að betrumbæta okkar annars ágæta lífeyrissjóðskerfi. Hafa verður í huga að markmið lífeyrissjóðanna um 3,5% raunávöxtun og rúmlega það, er metnaðarfullt og getur verið erfitt að uppfylla nema með aukinni áhættusækni. Þetta markmið gerir til dæmis lífeyrissjóðunum erfitt fyrir að kaupa ríkistryggð skuldabréf ef raunvaxtakrafan fer niður fyrir 3,5% á markaði hérlendis án þess að færa beint tryggingafræðilegt tap. Atburðarrásin árið 2008 sýnir e.t.v. einnig að Ísland er of lítið til áhættudreifingar þ.e. þetta sýnir glögglega hversu mikilvægt er að fjárfesta lífeyri landsmanna í erlendum eignum. Þar gera þó uppgjorsreglur sjóðanna þeim erfitt um vik að fjárfesta t.a.m. í erlendum skuldabréfum þar sem bókun þeirra skapar umsvifalaust neikvæða tryggingafræðilega stöðu þar sem ávöxtunarkrafa þeirra hefur ekki verið nálægt 3,5% raunvöxtum í lengri tíma.

Höfundur:

Valdimar Ármann, hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur. Valdimar starfaði um margra ára skeið í London og New York hjá ABN Amro og RBS við fjárfestingar í skuldabréfum. Valdimar er sjóðsstjóri verðbréfasjóða hjá GAMMA.