

# KERFISLEGT MIKILVÆGI LÍFEYRISSJÓÐA OG EFTIRLITSHÖGNUN Á FASTEIGNALÁNAMARKAÐI

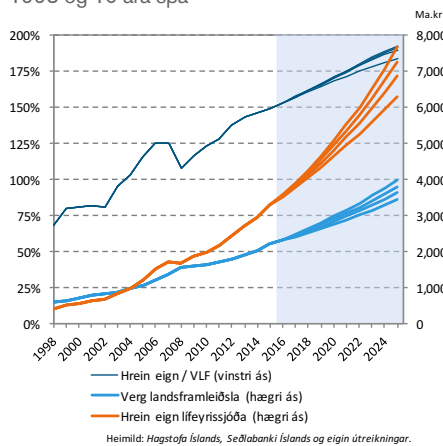
Í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008 hefur eftirlit með kerfislega mikilvægum aðilum verið eftt til muna og hafa þeir m.a. verið látnir sæta strangari eiginfjárkröfum.<sup>1,2</sup> Bankar hafa verið í forgrunni aðgerða stjórnvalda til að auka fjármálastöðugleika og alþjóðlegir eftirlitsaðilar hafa hingað til undanskilið lífeyrissjóði frá greiningum á kerfislega mikilvægum aðilum.<sup>3</sup> Til að ná utan um áhættu í fjármálakerfinu öllu er þó mikilvægt að skoða hvort ekki séu fleiri aðilar en bankarnir í þeirri stöðu að geta valdið ólgu á fjármálamörkuðum og þar með á fjármálastöðugleika.

Áherslan á banka er þó eðlileg því auk þess að sinna greiðslumiðlunarhlutverki fylgir þeim áhætta vegna tímamisvægis (e. maturity mismatch) sem er fólgið í samsetningu eigna og skulda þeirra. Lífeyrissjóðirnir búa ekki við sömu áhættu þar sem stór hluti skuldbindinga þeirra er ekki á gjaldþaga fyrr en eftir áratugi eða þegar sjóðsfélagar ljúka starfsævi sinni. Enn fremur geta lífeyrissjóðir dreift áföllum sem þeir verða fyrir yfir mörg ár með aðgerðum á borð við skerðingu réttinda eða hækkun iðgjalda og lífeyrisaldurs.<sup>4</sup>

Í kjölfar fjármálahrunsins hafa lífeyrissjóðirnir orðið umsvifamestu fjárfestarnir á Íslandi. Í því ljósi vaknar spurningin hvort markaðshlutdeild þeirra hafi valdið skekkjum á fjármálamörkuðum sem geti leitt til fjármálaóstöðugleika. Hrein eign

lífeyrissjóða<sup>5</sup> hefur vaxið hratt á síðustu áratugum, frá því að vera 81% af vergri landsframleiðslu (VLF) við lok árs 2000 í 150% af VLF í árslok 2015. Samkvæmt einföldu spálíkani má gera ráð fyrir að eignasafnið nái 180 til 190% af VLF að 10 árum liðnum.<sup>6</sup> Til samanburðar voru heildareignir bankakerfisins 172% af VLF í árslok 2015. Samkvæmt gögnum frá OECD eru aðeins Danmörk og Holland með hlutfallslega meiri lífeyrissparnað.

Mynd 1 Þróun lífeyrissjóðakerfisins og VLF frá 1998 og 10 ára spá

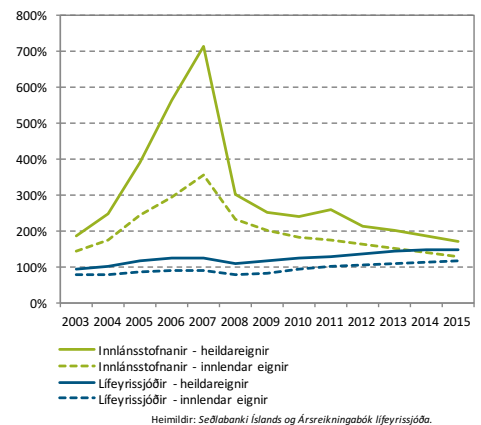


Loftur Hreinsson, sérfræðingur í áhættugreiningu



María Finnsdóttir, sérfræðingur í fjárhagslegu eftirliti

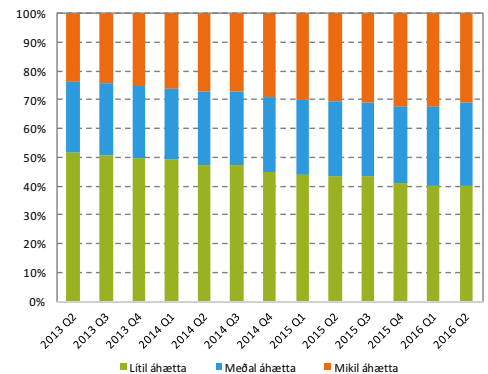
Mynd 2 Heildareignir lífeyrissjóða og innlánsstofnana (hlutfall af VLF)



## Áhættuminni fjárfestingar dragast saman og erlendar fjárfestingarheimildir aukast

Vegna eðlis starfsemi lífeyrissjóða eru þeir langtímafjárfestar í leit að öruggri ávöxtun. Erfitt er að meta fyrir hve háar fjárhæðir sjóðirnir þurfa að fjárfesta ár hvert en áætla má út frá ársreikningum sjóðanna að ráðstöfunarfé þeirra hafi verið um 250 ma. kr. á árinu 2015.<sup>7</sup>

Mynd 3 Þróun áhættu í safni lífeyrissjóða



Heimildir: Fjármálaeftirlitið.

1 Sjá t.d. Nikola T., C. Borio and K. Tsatsaronis, (2009). The systemic importance of financial institutions, BIS Quarterly Review.

2 Sjá BIS, (2010). Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.

3 Madison M., (2016). IMF warns pension funds could pose systemic risk to the US. Financial Times.

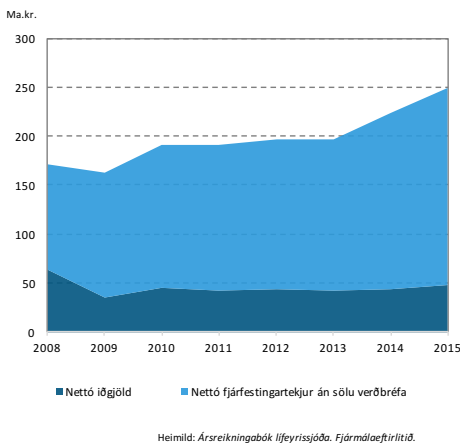
4 Roel B. og V. Siert, (2016). Stabilisers or amplifiers: Pension funds as a source of systemic risk.

5 Aðrir vörsluaðilar eru undanskildir í töluvegum upplýsingum sem fram koma í greininni nema annað sé tekið fram.

6 Líkanið byggir á mismunandi sviðsmyndum fyrir langtímapróun landsframleiðslu (á bilinu 1,5% til 3,0%) og raunávöxtun eigna lífeyrissjóða (á bilinu 3,0% til 4,5%) en 3,0% verðbólgu í öllum tilfellum.

7 Upplýsingar úr samantekt FME á ársreikningum lífeyrissjóða, án sölu og afborgana af verðbréfum. Sjá <http://www.fme.is/utgefing-fni/tolulegar-upplýsingar>

Mynd 4 Ráðstöfunarfé lífeyrissjóða 2008-2015



Lífeyrissjóðirnir hafa þurft að halda sig við þau takmörkuðu færi sem hafa gefist á innlendum mörkuðum frá fjármálahruninu 2008 vegna fjármagnshafa. Þeir hafa því misst af fjárfestingartækifærum erlendis þar sem fjárfestingarkostir eru fleiri. Auk þess eru þeir bundnir lagalegum takmörkunum við framkvæmd fjárfestingarstefnu sinnar.

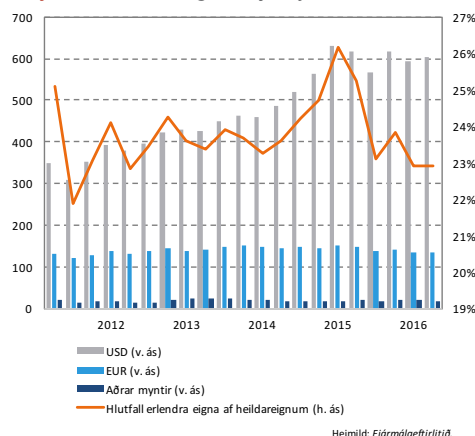
Sé eignasafni lífeyrissjóðanna skipt eftir áhættuvægi má sjá að vægi áhættusamra eigna hefur aukist sl. ár samhliða fjölgun skráðra félaga á markaði og auknu framboði hlutdeildarskirteina í fagfjárfesta-, verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum. Til viðbótar við takmörkuð fjárfestingatækifæri sökum fjármagnshafa hefur framboð á áhættuminni eignum dregist saman.

Af heildareignum lífeyrissjóðanna er bein eign þeirra í ríkisvxlum og -skuldabréfum um 31,5%. Vægi ríkisbréfa í eignasafni sjóðanna hefur dregist saman undanfarin ár og búast má við að það

lækki enn frekar. Framboð skuldabréfa með ábyrgð ríkisins hefur minnkað og þá er óljóst hvort ríkið fari í stórar verðbréfaútgáfur á næstunni. Þar sem lífeyrisskuldbindingar sjóðanna eru verðtryggðar til langs tíma er eðlilegt að þeir vilji halda í þau ríkisbréf sem þeir eiga. Í ljósi framangreinds má álykta að velta á markaði ríkisbréfa verði óveruleg á komandi misserum.

Þrátt fyrir fjármagnshöftin voru lífeyrissjóðunum á yfirstandandi ári og árinu 2015 veittar sértækar heimildir til að kaupa erlendar eignir að fjárhæð samtals 95 ma.kr.<sup>8,9</sup> Fram kemur í ritinu Fjármálastöðugleiki að sjóðirnir höfðu nýtt um 82% af heimild sinni fram að september 2016, og 77,5% af veittri heimild á þriðja ársfjórðungi.<sup>10</sup> Ýmsir þættir geta skýrt af hverju lífeyrissjóðirnir hafa ekki nýtt allar heimildirnar. Sumir sjóðirnir eru til dæmis nálægt lögbundnu hámarki á erlendum eignum. Þá gæti afkoma á erlendum mörkuðum og styrking krónunnar hafa haft eitthvað að segja. Mikilvægt er að lífeyrissjóðirnir dreifi eignasafni sínu, m.a. með því að fjárfesta í auknum mæli erlendis á komandi árum vegna áhættusjónarmiða.

Mynd 5 Erlendar eignir lífeyrissjóða



## Aukin hlutdeild lífeyrissjóða í fasteignalánnum og óbeinum lánveitingum til fyrirtækja

Ýmis lánastarfsemi hefur verið að færast frá bankakerfinu yfir til lífeyrissjóðanna. Þar má nefna fjármögnun húsnæðislána og langtímafjármögnun fyrirtækja. Benda má á jákvæð áhrif af þeirri breytingu eins og aukinn fjölbreytileika í fjármögnun og áhættudreifingu á mörkuðum. Mögulega má rekja ástæðu fyrrgreindrar hliðrunar til eftirlitshögnunar (e. regulatory arbitrage), en lífeyrissjóðirnir hafa samkeppnisforskot á bankakerfið þar sem þeir lúta ekki sama regluverki t.d. tengdu eiginfjárbindingum á grundvelli Basel II & III.<sup>11</sup>

Sjóðfélagalán eru vænlegur kostur fyrir lífeyrissjóðina þar sem um er að ræða verðtryggð langtímalán með tryggingu í fasteign og ásættanlegu veðrymi. Fasteignalán eru almennt talin vera áhættulitil fjárfesting og fastir vextir þeirra lána sem sjóðirnir hafa verið að veita hafa verið yfir markmiði þeirra um 3,5% raunávöxtun. Þá lita lífeyrissjóðirnir jafnframt á sjóðfélagalán sem þjónustu við sjóðfélaga sína. Nokkrir sjóðanna hafa rýmkað lánareglur sínar og lækkað vexti til að bæta samkeppnisstöðu sína á markaði og með því auka hlutdeild sína á fasteignalánamarkaði. Þá bjóða einhverjir sjóðanna upp á óverðtryggð lán. Fasteignaveðtryggð lán lífeyrissjóða til heimila og fyrirtækja nema nú um 240 milljörðum króna og jukust um 15,5% á fyrri helmingi ársins 2016. Sjóðfélagalán jukust um 15% eða 26 milljarða króna á sama tíma árið 2015.

Markaðshlutdeild viðskiptabankanna í nýjum fasteignaveðtryggðum lánnum

8 Heimildir dreifast á lífeyrissjóði og aðra vörsluáðila eftir stærð (83% vægi) og iðgjöld að frádregnum lífeyrissgreiðslum (17% vægi).

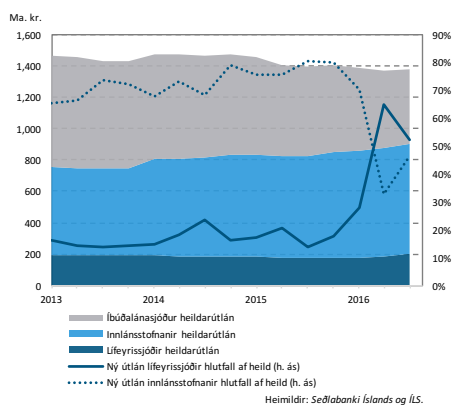
9 Seðlabanki Íslands, (2016). Nýjar heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga erlendis. Sjá: <http://www.seðlabanki.is/utgef-id-fni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2016/10/19/Nyjar-heimildir-lifeyrissjoda-til-fjarfestinga-erlendis/>

10 Seðlabanki Íslands, (2016). Fjármálastöðugleiki 2016-2.

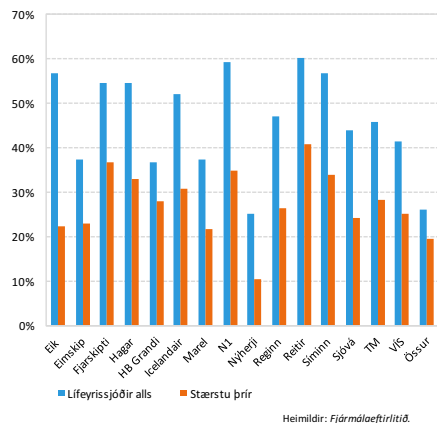
11 Dombret A., (2013). Systemic risks of shadow banking. Sjá: <http://www.bis.org/review/r130821a.pdf>

til heimila fóru úr því að vera um 70% í árslok 2015 í riflega 46% í ágúst 2016.<sup>12</sup> Ef bankarnir eru að missa bestu viðskiptavinina sína til lífeyrissjóðanna getur áhætta í lánasafni þeirra aukist. Lífeyrissjóðirnir keyptu talsvert af sértrygðum skuldabréfum bankanna í upphafi árs þrátt fyrir að hafa aukið beinar lánveitingar til fasteignakaupa á sama tíma.

Mynd 6 Fasteignaveðtrygð lán til heimila



Mynd 7 Eignarhlutur lífeyrissjóða í skráðum félögum



Bankarnir hafa einnig þurft að mæta aukinni samkeppni frá lífeyrissjóðunum í útlánum til fyrirtækja. Um 6,7% af heildareignum sjóðanna eru í öðrum verðbréfum og tæp 5% eru bundin í innlendum hlutdeildarskírteinum í fagfjárfesta-, verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum. Undirliggjandi eignir í þessum sjóðum eru af ýmsum toga, bæði ríkisbréf og lausafjársgjóðir en meðal eigna eru einnig ýmis skuldabréf útgefin af fyrirtækjum.

Lífeyrissjóðir eru stórir þátttakendur á hlutabréfamarkaði. Bein eign þeirra í félögum skráðum í Kauphöll Íslands nam um 42% í lok annars ársfjórðungs 2016 og í sjó þeirra var eignarhluturinn yfir 50%.

### Eftirlit með áhættu lífeyrissjóða

Að mati greinarhöfundar er mikilvægt að fylgjast með auknum umsvifum lífeyrissjóða í útlánum til heimila. Þeir eru bundnir af lögum um hámarksveðhlutföll og eignadreifingu en önnur stjórnþæki hafa ekki tilætluð áhrif til hömlunar á útlánavexti þeirra. Sveiflujöfnunaraúkun sem lagður er á kerfislega mikilvæga banka hefur til dæmis ekki áhrif á lífeyrissjóði. Stærð þeirra á markaði er

augljós en hegðun þeirra hefur ekki gefið tilefni til þess að hafa áhyggjur af áhrifum á fjármálastöðugleika. Undanfarin ár hafa sjóðirnir aukið við óhefðbundnar fjárfestingar en erfitt er að meta áhættu vegna slíkra eigna. Með afnámi fjármagnshaftanna má búast við minni samþjöppun og aukinni áhættudreifingu.

Nýlega var samþykkt breyting á lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða sem m.a. felur í sér að áhættustýring og -eftirlit fær aukið lagalegt vægi. Ljóst er að innra og ytra eftirlit er mikilvægt og ábyrgð stjórnenda mikil. Áhugavert verður að fylgjast með hegðun lífeyrissjóðanna þegar fram í sækir.