

تأثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر صندوق‌های بازنشستگی

حسین عبده تبریزی

تهران ۱۳۹۵/۰۶/۱۶

مثالی از اقتصاد ایستا

جمعیت

۷۵ میلیون نفر

متوسط یک میلیون نفر در هر گروه سنی

امید به زندگی

۷۵ سال

سن ورود به کار

۲۱ سال

سن بازنشستگی

۶۵ سال

نیروی کار

۴۴ میلیون نفر

دریافتی سالیانه‌ی هر نیروی کار

۵۰ میلیون تومان

دریافتی سالیانه‌ی تمام نیروی کار

$$50 \times 44 \times 10^{12} = 2.200 \times 10^{12}$$

دریافتی سالیانه در سنین بازنشستگی

۲۵ میلیون تومان

• پس انداز دیگری غیر از صندوق وجود ندارد

• بنابراین، صندوق کل دارایی‌های واقعی (ثروت) را مستقیم یا از طریق دارایی‌های مالی، در تملک دارد

• همه‌ی اجاره‌ها را صندوق دریافت می‌کند

• دارایی‌های خانوارها = بدهی صندوق

- فرض کنید سرمایه‌گذاری ۳ درصد در سال سود می‌دهد، یعنی همه‌ی سرمایه‌ها نرخ بازده واحدی به شکل سود سهام، بهره، اجاره، یا سود عملیات ارائه می‌دهند.
 - با مراجعه به جدول سالواره محاسبه می‌شود که
 - هر کارگر باید سالیانه ۲۸۰۷۴۶۱ تومان به صندوق بپردازد تا با سود ۳ درصد برای ۴۴ سال مرکب شده و بتوان سالیانه و برای ۱۰ سال ۲۵ میلیون تومان به بازنشستگان پرداخت کرد.
- $$250 \text{ میلیون تومان} = 3\% \text{ بازده} + (44 \times 2.807.461 \text{ سال})$$
- در صندوق ۴۷۱۶ تریلیون تومان جمع می‌شود.

- مانده‌ی صندوق همواره ثابت است

- درآمد نیروی کار

- ۳٪ بازده روی ثروت ملی

- ارزش تولید ملی (جمع درآمد حاصل از تولید)

۲۲۰۰ تریلیون تومان

۱۴۱ تریلیون تومان

۲۳۴۱ تریلیون تومان

- شاغلان همان قدر پس انداز می کنند که بازنشستگان خرج می کنند

- اقتصاد در تعادل ایستا

تأثیر هر متغیر در این اقتصاد ایستا

- با فرض افزایش امید به زندگی ۸۵ سال
- با فرض ثابت بودن ۴۴ سال کار، ۳٪ بازده، و ۲۵ میلیون تومان پرداخت سالیانه به بازنشسته مانده‌ی صندوق ۱۰٫۳۵۰ تریلیون تومان بیش از دو برابر
- با فرض کاهش سن بازنشستگی از ۶۵ به ۵۵
- مانده‌ی صندوق ۹٫۱۵۰ تریلیون تومان تقریباً دو برابر
- با فرض کاهش نرخ بازده صندوق از ۳٪ به ۲٪
- مانده‌ی صندوق ۵٫۲۵۰ تریلیون تومان ۹٪ بیش‌تر از قبل
- حالت افراطی سن بازنشستگی ۵۵؛ امید به زندگی ۸۵؛ نرخ بازده ۲٪
- مانده‌ی صندوق ۱۷٫۲۸۰ تریلیون تومان ۴ برابر

بنا بر این امید به زندگی، درصد جمعیت فعال، سن بازنشستگی، نرخ بازده صندوق، متغیرهای مؤثر بر نیاز به مبلغ منابع صندوق است.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر: تأثیر بر پس‌انداز ملی

- سطح پس‌انداز صندوق‌ها در نرخ تشکیل سرمایه، رشد اقتصادی، و بر آن مبنای تولید و اشتغال تأثیر می‌گذارد.
- انباشت صندوق‌های بازنشستگی به معنای پس‌انداز از دیدگاه اشخاص عضو صندوق و حساب‌های درآمد و تولید ملی است (البته زمانی که توسط اعضا مصرف نشود).
- بدین ترتیب، حجم پس‌اندازهای صندوق‌های بازنشستگی بر پس‌انداز کل در اقتصاد تأثیر می‌گذارد.
- سهم پرداختی کارفرما به صندوق‌های بازنشستگی، هزینه‌ی دستمزد مازاد برای کارفرمایان است؛ مصرف نامناسب آن (سرمایه‌گذاری نامناسب) هزینه‌های کارفرما و تولید را بالا می‌برد (پس‌انداز کم‌تر)
- از دیدگاه نظریه‌ی اقتصاد، سهم پرداختی کارفرما به صندوق‌ها، معادل پرداخت حقوق و دستمزدی است که مصرف نمی‌شود و جایی انباشته می‌شود؛ از این رو در محاسبه‌ی درآمد ملی به همین سیاق لحاظ می‌شود.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر پس انداز ملی

- پس اندازهای صندوق‌های بازنشستگی حجم پس انداز کل یا Aggregate Saving را به اشکال زیر افزایش می‌دهد:
- دارایی‌های مالی اعضا بسیار نقدنشو illiquid است و در شرایط خاص نقد می‌شود.
- پس اندازهای بازنشستگی ممکن است سایر پس اندازها را تشویق کند.
- معافیت‌های مالیاتی این نوع پس انداز به پس انداز کل می‌افزاید

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر پس انداز ملی

- تأثیر صندوق‌های بازنشستگی بر کل پس انداز داخلی / و بنابراین بر مصرف
- تأثیر صندوق‌های بازنشستگی بر انتقال از پس انداز به مصرف و یا برعکس
- نقش پس اندازی صندوق‌های بازنشستگی در کشوری که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (غیربازنشستگی) کوچک است، از اهمیت بسیار بیش‌تری برخوردار است.
- نقش صندوق‌ها در پر کردن شکاف عرضه‌ی وجوه بلندمدت

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر پس‌انداز ملی

- آیا الگوهای پس‌اندازی مداوم در طول عمر (فرضیه‌ی چرخه‌ی عمر و درآمد مداوم) در ایران جواب می‌دهد؟ نظریه‌ی قدیمی مودیلیانی و برومبرگ Brumberg
- این که افراد در سنین جوانی پس‌انداز می‌کنند (save) و در سنین سالخوردگی خرج می‌کنند (dissave).
- کاهش امکانات مادی
- انگیزه‌ی پس‌اندازهای احتیاطی
- عدم اطمینان نسبت به زمان مرگ
- نگرانی فرزندان

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر پس انداز ملی

Decumulate ← Accumulate الگوی

- مثال: در ایران کم تر کسی بعد از بازنشستگی ثروت ملکی را decumulate می کند.
- رابطه‌ی نظام بازنشستگی با رفتار پس اندازی
- اثر جابجایی ثروت مربوط به صندوق روی ثروت غیرصندوق

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر: تأثیر بر / از نرخ بهره‌ی بلندمدت

- شرایط فعلی: کاهش نرخ بهره به شکل پایدار

- کاهش نرخ بهره بر صندوق‌های بازنشستگی (در مقایسه با بانک‌ها) تأثیر منفی می‌گذارد. اثر این

کاهش نرخ بهره‌ی جاری روی صندوق‌های بازنشستگی در ایران تأثیر می‌گذارد؟

- آیا ساختار سرمایه‌ی صندوق‌های بازنشستگی با کاهش نرخ بهره باید تغییر کند؟

- تأثیر تغییر نرخ بهره روی نقدشوندگی صندوق‌های بازنشستگی کدام است؟

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر: تأثیر بر / از نرخ بهره‌ی بلندمدت

- نرخ بهره‌ی پایین‌تر به معنای نرخ بازده کمتر روی همه‌ی دارایی‌هاست.
- ترکیب نرخ بهره‌ی پایین و افزایش امید به زندگی وضع را برای صندوق‌های بازنشستگی بدتر می‌کند.
- افزایش ریسک برای صندوق‌ها به دلیل کاهش نرخ بهره:
- اگر صندوق‌ها برای ترمیم درآمد پایین‌تر از ابزارهای ثابت به دنبال سرمایه‌گذاری‌های ریسکی بروند، ثبات مالی خود را به خطر می‌اندازند.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر / از نرخ بهره‌ی بلندمدت

- تأثیر بلندمدت به دیرش دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق ارتباط دارد.
- در صندوق‌های بازنشستگی شکاف دیرش منفی
(دیرش بدهی‌ها بلندمدت‌تر از دیرش دارایی‌هاست)
- در بانک‌ها شکاف دیرش مثبت
(دیرش دارایی‌های بلندمدت‌تر از دیرش بدهی‌هاست)
- بنابراین، صندوق‌های بازنشستگی می‌باید به دنبال انطباق سررسیدها (maturity matching) و پوشش ریسک نرخ بهره باشند.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر / از نرخ بهره‌ی بلندمدت

- تأثیر نرخ بهره‌ی پایین روی بازده صندوق به ترکیب سبد دارایی‌های آن بستگی دارد.
- در دوره‌ی نرخ‌های پایین بهره، صندوق‌های بازنشستگی با چالش مدیریت دارایی‌ها مواجه‌اند. چون دیرش بدهی‌ها از دارایی‌ها طولانی‌مدت‌تر است. (به دلیل تعهد پرداخت معین در ایران)
- { بدهی‌های صندوق بازنشستگی مساوی ارزش تنزیل‌شده‌ی جریان‌های نقدی قابل‌پرداخت در آینده است }
- قواعد حسابداری مورد استفاده در صندوق‌های بازنشستگی باید تأثیر نرخ بهره‌ی پایین‌تر را روی بدهی‌های صندوق برآورد کرده و انعکاس دهند.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر / از نرخ بهره‌ی بلندمدت

- تا حدی که نرخ‌های بهره‌ی پایین‌تر پایدار نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش دهند، صندوق‌های بازنشستگی به طور مستقیم تحت تأثیر قرار می‌گیرند.

- شوک‌های متغیرهای اقتصاد کلان را چه کسی باید جذب کند؟

(شوک نرخ بهره، شوک تورم، شوک نرخ ارز)

صندوق یا افراد؟

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر / از نرخ برابری ارز

- اندازه‌ی صندوق‌های بازنشستگی، شکل تمرکز وجوه در آن‌ها، رفتار متحدالشکل سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، بازبودن حساب سرمایه و سرمایه‌گذاری در خارج، ... تحت تأثیر تغییرات برابری ارز قرار می‌گیرد.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر: تأثیر بر / از نرخ برابری ارز

- آزادسازی نرخ / تک‌نرخ کردن / آثار چندنرخ
- آزادسازی سرمایه‌گذاری در خارج با توجه به ضرورت کمک و تعمیق اندازه و نقدشوندگی بازار سرمایه‌ی بلندمدت داخلی
- کاهش تلاطم نرخ برابری ارز
- صندوق‌های بازنشستگی ایران هنوز در خارج سرمایه‌گذاری چندانی ندارند تا آثار تغییر سبد دارایی‌های خارجی آن‌ها به دلیل تغییر نرخ ارز از دید اقتصاد کلان بررسی شود.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر / از بازار سرمایه

- تصمیمات مدیران صندوق‌های بازنشستگی مهم‌ترین آثار را بر بازار مالی دارد / اندازه‌ی بزرگ
- ثروت عمدتاً به شکل زمین، ساختمان، ماشین‌آلات، تجهیزات، موجودی‌ها، سایر دارایی‌های ملموس، و دارایی‌های واقعی غیرملموس از قبیل دارایی‌های معنوی، حق بهره‌برداری، حق استفاده، حق ... وجود دارد.
- ادعای روی دارایی‌های واقعی (ثروت‌های واقعی) موضوع سرمایه‌گذاری مدیران صندوق‌های بازنشستگی است.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر / از بازار سرمایه

- بیش تر دارایی‌های واقعی از فهرست سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌ها خارج است. از قدیم مثلاً در امریکا حتی در سال ۱۹۶۰ هم ۹۲٪ دارایی‌ها، مالی بوده است؛ املاک و مستغلات ۳٪
- وام‌های رهنی هم در گروه دارایی‌های مالی موضوع کار صندوق‌هاست.
- حتی از ۱۹۶۰، بزرگ‌ترین خریدار خالص سهام صندوق‌های بازنشستگی بوده‌اند.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر /از بازار سرمایه

- تأثیر صندوق‌های بازنشستگی بر توسعه‌ی بازارهای مالی محلی
- تأثیر صندوق‌های بازنشستگی بر ایجاد تقاضا در بازارهای مالی
- تأثیر صندوق‌های بازنشستگی بر ایجاد نقدینگی در بازارهای مالی
- تأثیر صندوق‌های بازنشستگی در بهبود حاکمیت شرکتی (اصول شرکت‌داری) که بازارهای سهام و اوراق با درآمد ثابت را توسعه می‌دهد.
- ارتقای سطح نظارت و بهبود محیط کنترلی و فضای عمل برای مقام ناظر در بخش مالی
- تأثیر بازار بدهی‌ها (جدید در ایران)
- صندوق‌های بازنشستگی به دلیل اندازه، انتظارات را در بازار رهبری می‌کنند.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر /از بازار سرمایه

- صندوق‌های بازنشستگی همچون بیمه‌های زندگانی باید در بازار سرمایه ضربه‌گیر باشند و در مواردی pro-cyclical عمل نکنند.
- کاهش تأثیر منفی آنها بر ثبات اقتصاد کلان به توان معاملاتی آنها برمی‌گردد.
- آنها برخلاف دیگر نهادهای مالی (غیر از بیمه‌ها) به نقدینگی نیاز ندارند.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر: تأثیر بر / از بازار سرمایه

Investment Account در مقابل Trading Account •

Buy & Hold

• صندوق‌های بازنشستگی باعث کاهش تلاطم بازار سهام شده‌اند (آزمون روی بازارهای
(OECD)

• وجود رابطه بین درصد سهم صندوق بازنشستگی در سهام و تلاطم بازار سهام (برزیل)

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر : تأثیر بر / از نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها

- تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اساس معیارهای امنیت، نقدشوندگی، سررسید، بازده، و حفظ قدرت خرید انجام می‌شود.
- قواعد حاکم بر تصمیمات سرمایه‌گذاری‌ها نه تنها می‌باید در برگیرنده‌ی ملاحظات اقتصاد خرد، بلکه همچنین ملاحظات رشد ثبات اقتصاد کلان باشد.

پارامترهای اقتصاد کلان مؤثر: تأثیر بر / از نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها

- وضعیت صندوق‌ها می‌تواند کسری بودجه‌ای قابل ملاحظه‌ای بر کشور تحمیل کند.
- کسانی که از طریق برنامه‌های توسعه یا بودجه در مجلس تغییرات اساسی‌ای در نظام بازنشستگی می‌دهند، می‌باید آثار آن تصمیمات را بر متغیرهای اقتصادی (الزامات اقتصاد کلان) در نظر بگیرند. آثار اقتصاد کلان تصمیمات دولت و مجلس برای اصلاح و تغییر نظام بازنشستگی در ایران کجا اندازه‌گیری می‌شود؟
- رابطه‌ی علی بین متغیرهای اقتصادی و سودآوری سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی (مطالعات شیلی و برزیل)

رعایت اصول اقتصاد مقاومتی در اصلاح ساختار صندوق‌های بازنشستگی

- جمعیت ایران در حال پیرشدن است. اروپا ظرف ۲۰ سال آینده از نسبت جمعیت شاغل به بازنشسته‌ی ۴ به ۱ به نسبت ۲ به ۱ می‌رسد؛ ایران شاید به دلیل نرخ مشارکت نازل در اقتصاد، زودتر به نسبت ۲ به ۱ برسد.
- هزینه‌های سلامت و کسری صندوق‌ها چه خواهد شد؟
- آیا ناچاریم از نظام DB به سمت PAYG حرکت کنیم؟
- چگونه باید در قبال شوک افزایش «امید به زندگی» و تغییر ساختار خانوار کشور را مصون کنیم؟
- آیا نسل حاضر ریسک بین‌نسلی را عادلانه توزیع خواهد کرد؟
- آیا مسئولیت‌های فردی را بیش‌تر و بیش‌تر می‌کنیم (خود اعضای صندوق ضربه‌گیر باشند)؟
- چگونه باید صندوق‌های بازنشستگی را مقاوم و مستحکم کنیم؟

رعایت اصول اقتصاد مقاومتی در اصلاح ساختار صندوق‌های بازنشستگی

- صندوق‌های تأمین مالی شده (funded) در مقابل شوک‌های عمده مثل تغییر ساختار سنی جمعیت از صندوق‌های تأمین مالی نشده (unfunded) بسیار مقاوم‌تر عمل کرده‌اند. (مطالعات OECD و کشورهای نوظهور)
- صندوق‌های تأمین مالی شده (funded) به رشد اقتصادی بالاتر انجامیده است. (آزمون کشورهای شیلی و هلند)
- اصلاح صندوق‌ها برای تسهیل خصوصی‌سازی بنگاه‌های دولتی در غیاب سرمایه‌ی خارجی ضرورت دارد.
- اثر تغییر نظام بازنشستگی بر رفتارهای پس‌اندازی افراد می‌باید مورد توجه قرار بگیرد.

باتشکر