

Skýrsla

fjármála- og efnahagsráðherra um stöðu lífeyrissjóða í hagkerfinu, samkvæmt beiðni.

Með beiðni (á þskj. 1069) frá Þorgerði Katrínu Gunnarsdóttur og fleiri alþingismönnum¹ er þess óskað að fjármála- og efnahagsráðherra flytji Alþingi skýrslu um stöðu lífeyrissjóða í hagkerfinu.

Inngangur

Í skýrslubeiðninni var sérstaklega tekið fram að óskað væri eftir að skýrslan yrði unnin af óháðum aðila og var Már Guðmundsson, hagfræðingur og fyrirverandi seðlabankastjóri fenginn til að vinna verkið og semja skýrslu þessa á grundvelli verksamnings við fjármála- og efnahagsráðuneytið. Verksamningurinn byggðist á að skýrslan yrði að mestu byggð á opinberum gögnum, umfang yrði í grófum dráttum samsvarandi þeirri skýrslu sem hér liggur fyrir og að henni mætti ljúka á sumarmánuðum. Skýrsluhöfundur vann allt eftirfarandi efni skýrslunnar en átti samskipti við starfsmenn fjármála- og efnahagsráðuneytisins um umfjöllunarefnið.

Við gerð skýrslunnar skannaði höfundur öll helstu rit um íslensku lífeyrissjóðina frá síðustu áratugum sem honum var kunnugt um og kunnu að varða efnið. Í heimildarskrá er getið þeirra rita sem beinlínis nýttust við samningu skýrslunnar og vitnað er til í megintexta eða neðanmálsgreinum. Heimilda um talnaefni er getið í neðanmálsgreinum og undir myndum.

Í skýrslubeiðninni er beiðt um að fjallað yrði um:

- Hversu mikið lífeyrissjóðir geti átt af skuldum ríkissjóðs án þess að hætta verði á að söfnunarkerfi lífeyrisréttinda breytist í raun í gegnumstreymiskerfi.
- Hversu hátt hlutfall af eignum lífeyrissjóða er nauðsynlegt að festa erlendis með tilliti til eðlilegrar áhættudreifingar og með tilliti til greiðslujafnaðar þegar greiðsla lífeyris eykst.
- Hversu stóran hlut lífeyrissjóðir geti átt á íslenskum hlutabréfamarkaði án þess að raska samkeppni.
- Hver áhrif eðlilegrar áhættudreifingar lífeyrissjóða erlendis kunni að hafa á gengi krónunnar.
- Að hvaða marki fjárfesting lífeyrissparnaðar erlendis er forsenda fyrir útflutningsdrifnum hagvexti, efnahagslegum stöðugleika og myndun þjóðhagslegs sparnaðar.
- Hvaða áhrif upptaka evru hefði á stöðu lífeyrissjóða.

¹ Um er að ræða beiðni frá þingmönnum Þorgerði K. Gunnarsdóttur, Jóni Steindóri Valdimarssyni, Hönnu Katrínu Friðriksson, Þorbjörgu Sigríði Gunnlaugsdóttur, Helga Hrafní Gunnarssyni, Birni Leví Gunnarssyni, Söru Elísu Þórðardóttur, Jóni Þór Ólafssyni og Ingu Sæland. Sbr. þingskjal 1069, 614. mál á 151. þingi.

Höfundur taldi að þar sem skýrslubeiðnin snýr í meginatriðum að samspili lífeyrissjóða og þjóðarbúsins að það gæti verið gagnlegt að draga saman nokkur meginatriði varðandi þetta samspil áður en einstökum spurningum er svarað. Það er gert í næsta kafla sem skapar nokkurs konar ramma utan um svörin við einstökum spurningum sem koma á eftir honum. Skýrslunni lýkur síðan með stuttum lokaorðum þar sem m.a. koma fram nokkrar ábendingar sem þróast hafa við gerð skýrslunnar og höfundur þótti rétt að koma með án þess að beinlínis hafi verið spurt um mögulegar umbætur í beiðninni.

Lífeyrissjóðir og þjóðarbúið²

Starfandi fólk á hverjum tíma ber beint eða óbeint byrðarnar af framfærslu þeirra sem lokið hafa starfsævinni. Neysla þeirra sem lokið hafa störfum er hluti af framleiðslu hvers tíma en þau taka ekki lengur þátt í að búa hana til. Þetta gildir óháð því hvernig lífeyriskerfi einstakra landa eða svæða eru byggð upp með tilliti til vægis framfærslu á vegum fjölskyldu, skattafjármagnaðs ellilífeyris frá hinu opinbera eða ellilífeyris í gegnum skipulögð réttindakerfi eins og þau sem byggja á gegnumstreymi iðgjalda eða sjóðsöfnun sem myndar kröfur á framleiðslu framtíðarinnar. Uppbygging lífeyriskerfisins getur hins vegar haft umtalsverð áhrif á hversu þung þessi lífeyrisbyrði er fyrir efnahag einstakra landa. Eitt dæmi um það er þegar sjóðsöfnun leiðir til meiri fjárfestinga innanlands í framleiðniaukandi innviðum, tækni og framleiðslutækjum. Framleiðniaukning vinnuafis verður þá meiri en ella. Þeir sem eru vinnandi í framtíðinni skapa því meiri verðmæti en ella sem að öðru óbreyttu gerir þeim auðveldara að standa undir byrðinni af framfærslu þeirra sem lokið hafa störfum. Annað dæmi eru fjárfestingar lífeyrissjóða erlendis sem búa til kröfur á framtíðarframleiðslu annarra landa. Íbúar þessara landa bera þá hluta lífeyrisbyrðarinnar í heimalöndum sjóðanna.

Vaxandi fjöldi ellilífeyrisþega í hlutfalli við starfandi vekur áhyggjur um að byrðin af framfærslu þeirra verði of þung og vekur spurningar um sjálfbærni lífeyriskerfa sem byggja á skatttekjum eða gengnumstreymi iðgjalda hinna starfandi. Að svo miklu leyti sem hlutfallsleg aukning lífeyrisþega stafar af betri lífslíkum og bættri heilsu framan af ellinni gæti verið æskilegt að bregðast við með hækkun eftirlaunaaldurs og aukinni atvinnuþátttöku aldraðra. Til að það gangi eftir gæti þurft að gera umbætur á vinnumarkaði og núverandi ellilífeyriskerfum. Fólksfjölgun sem stafar af aðflutningi yngra fólks erlendis frá lækkar hlutfall ellilífeyrisþega og léttir þannig lífeyrisbyrðina. Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða geta létt hana einnig eins og fram kom hér að framan.

Ekki er endilega einhlítt svar við því hvort gegnumstreymi iðgjalda eða söfnun þeirra í sjóði sé heppilegra fyrirkomulag sem meginstöð lífeyriskerfisins. Svarið veltur m.a. á áhrifum valsins á milli þessara leiða á þætti sem eru mikilvægir fyrir hagvöxt, eins og þjóðhagslegan sparnað og vinnuafisframbod. Svarið veltur einnig á því hvaða raunávöxtun er hægt að fá á sjóðinn í samanburði við vöxt raungildis atvinnutekna (sem líta má á sem „ávöxtun“ gegnumstreymiskerfis). Í þróuðum ríkjum hefur sjóðsöfnun vinninginn á gegnumstreymiskerfi varðandiávöxtun á undanförunum áratugum.³ Ekki er víst að nýlegra lágvaxtaumhverfi breyti því. Sumir þeirra þátta sem þrýst hafa niður vöxtum draga einnig úr „ávöxtun“ gegnumstreymiskerfa, t.d. breytt aldursamsetning og lægri framleiðniaukning. Auk

² Efni þessa kafla byggir að töluverðu leyti á fyrri skrifum höfundar um íslenska lífeyriskerfið en þar er að finna ítarlegri umfjöllun og tilvísanir í erlendar rannsóknir á áhrifum lífeyriskerfa á þjóðarbú. Sjá sérstaklega Már Guðmundsson (2000) og (2011).

³ Sjá t.d. Már Guðmundsson (2000), viðauki 2, bls. 65 og 66.

Þess fjárfesta lífeyrissjóðir í áhættusamari vaxtaberandi eignum og hlutabréfum en lækkun vaxta á ríkisskuldabréfum hefur farið saman við hækkun áhættuálags á áhættusamari skuldabréfum. Síðan hafa hlutabréf og húsnæði að öðru óbreyttu tilhneigingu til að hækka í verði þegar vextir lækka.

Eftir stendur sú mikilvæga spurning hvort að sjóðsöfnun muni a.m.k. að hluta grafa undan sjálfri sér með því að uppbygging stórs sjóðs þrýstir niður ávöxtun á fjármagni. Svarið við þeirri spurningu verður ekki hið sama ef litið er til heimsins alls eða litla Íslands. Víða um heim er sjóðsöfnun lífeyriskerfa minni en hér á landi og hlutar heimsins með töluvert yngri aldurssamsetningu. Það er ljóst að ef heimurinn í heild sæi fram á viðlíka söfnun lífeyrissjóða á komandi árum og búast má við hér á landi myndu áhrifin á ávöxtun fjáreigna verða veruleg. Það eru hins vegar litlar líkur á að það eigi sér stað á allra næstu áratugum sem er það tímabil þar sem íslensku lífeyrissjóðirnir verða enn í vexti. Erlendar fjárfestingar sjóðanna geta því forðað þeirri spurningu hvernig eigi að koma þessum sjóðum fyrir á íslenskum fjármagnsmarkaði. Án þeirra verður raungengi og eignaverð hærra en ella hér á landi á komandi árum sem getur verið varasamt með tilliti til efnahagslegs og fjármálalegs stöðugleika.

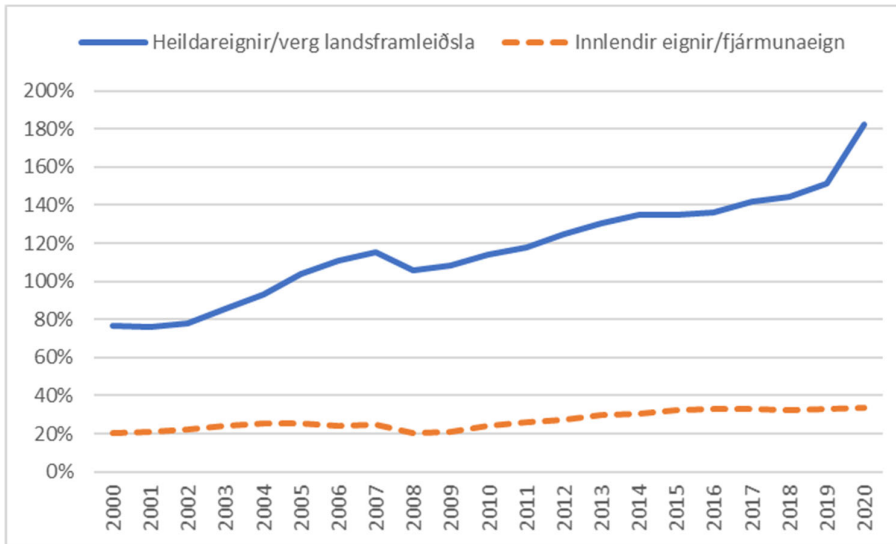
Í kringum aldamótin bentu útreikningar til að íslensku lífeyrissjóðirnir yrðu um 1½-2 landsframleiðslur.⁴ Þá var talið að með því að fjárfesta í meira mæli erlendis og í íslensku atvinnulífi yrði hægt að rýma slíkan sjóð. Einnig var bent á að frá sjónarhól þjóðarbúsins í heild krefðist raunveruleg sjóðsöfnun fyrir ellilífeyrisbyrði framtíðarinnar þess að þjóðin myndaði hreinar eignir erlendis sem krefðist afgangi á viðskiptum við útlönd. Ójafnvægið í þjóðarbúinu og ósjálfbær vöxtur bankakerfisins sá til þess að það varð ekki fyrr en eftir fjármálakreppuna. Hugsunin á bak við fjárfestingu í atvinnulífinu var sú að hún myndi auka framleiðni og landsframleiðslu framtíðarinnar og styrkja þannig þjóðarbúið til að standa undir væntanlegri lífeyrisbyrði, sbr. umfjöllun að framan.

Nýrri áætlanir benda til að lífeyrissjóðirnir gætu orðið enn stærri að tiltölu við landsframleiðslu. Mikil óvissa er þó í þessu mati og er það mjög háð forsendum um vænta raunávöxtun sjóðanna og framleiðniaukningu hér á landi. Mest munar um forsendur um raunávöxtun.⁵ Niðurstöður áætlana sem hafa verið gerðar á þessari öld varðandi stærð lífeyrissjóða í framtíðinni sem byggja á forsendu um 3,5% raunávöxtun liggja að mestu á bilinu 2½-3½ landsframleiðsla og í sumum tilfellum hærra.⁶ Án töluverðra fjárfestinga erlendis verða tormerki á að ávaxta slíkan sjóð með æskilegri áhættudreifingu.

⁴ Guðmundur Guðmundsson (1998).

⁵ Til lengdar má ætla að samband sé á milli framleiðnivaxtar og raunávöxtunar á fjármagni. Ekki virðist nægjanlegt tillit tekið til þess í þessum athugunum. Eftir því sem forsenda um raunávöxtun er hærri í samanburði við framleiðniaukningu verður sjóðurinn að öðru óbreyttu stærri að tiltölu við landsframleiðslu.

⁶ Sjá eftirfarandi varðandi þessar niðurstöður: Guðmundur Guðmundsson og Kristína Baldursdóttir (2005): 2½ föld landsframleiðsla 2025 og enn að vaxa. Bjarni Guðmundsson (2013): 3 til 4 föld landsframleiðsla þegar jafnvægi næst. Talnakönnun (2014): 3,5-3,8 föld landsframleiðsla. Hagfræðistofnun HÍ (2017): 2½ föld landsframleiðsla 2065.



Mynd 1. Eignir lífeyrissjóða í hlutfalli við verga landsframleiðslu og innlendar eignir þeirra í hlutfalli við fjármunaeign.

Skýringar: Eignir lífeyrissjóða er stofnstærð í lok tímabils en landsframleiðsla er flæðistærð yfir tímabil. Hlutfallið er því að milli meðaltals eigna í upphafi og lok árs og landsframleiðslu ársins. Fjármunaeign er stofnstærð í lok tímabils en samkvæmt upplýsingum Hagstofunnar er hluti hennar á meðalverðlagi árs en hluti á árslokaverðlagi (húsnæði). Hlutfallið á myndinni setur innlendar eignir í árslok í hlutfall við fjármunaeign. Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 1 varpar vissu ljósi á hvort og þá í hvaða mæli íslensku lífeyrissjóðirnir hafa vaxið óhóflega miðað við þjóðarþúið. Myndin sýnir glögggt hin mikla vöxt sjóðanna síðustu tvo áratugi þar sem þeir fara úr því að vera tæplega 80% af landsframleiðslu í rétt rúmlega 180%. Vegna mikillar aukningar erlendra eigna á þessu tímabili hafa umsvif þeirra innanlands hins vegar ekki aukist í sama mæli eins og sjá má á brotnu línunni á myndinni. Hún sýnir innlendar eignir sjóðanna í hlutfalli við það sem Hagstofan kallar fjármunaeign en það eru þeir fjármunir sem til staðar eru hér á landi til notkunar í atvinnustarfsemi (húsnæði, framleiðslutæki o.s.frv.) og í starfsemi hins opinbera ásamt íbúðarhúsnæði landsmanna. Hér er því um að ræða altækasta mælikvarðann á þann stofn sem liggur að baki innlendum fjárfestingum lífeyrissjóða. Að vísu er hluti af þessum fjármunum í erlendri eigu og fjármagnaðir af þeim eigendum en við því verður ekki gert þar sem Hagstofan hefur ekki lagt mat á það sem kalla mætti þjóðarfjármuni (til samsvörunar við þjóðartekjur). Myndin sýnir að þetta hlutfall hefur vaxið úr rúmum 20% í rúmlega 30% á þessum tveimur áratugum. Það er því ekki augljóst að innlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna séu orðnar óhóflegar miðað við mögulegar undirliggjandi innlendar eignir.⁷

⁷ Lengi vel var sú skoðun útbreidd innan hagfræðinnar að fjármagnseign í hlutfalli við landsframleiðslu væri föst stærð. Þessi skoðun endurspeglar m.a. hjá Hagfræðistofnun HÍ (2017) þar sem byggt er á þeirri forsendu. Langar tímarauðir Piketty (2014) fyrir þjóðarauð í hlutfalli við þjóðartekjur hafa m.a. grafið

Hönnun lífeyriskerfa getur haft margvísleg áhrif á þjóðarþúskað einstakra landa. Þar bera hæst áhrif á sparnað (og þar með á vexti, fjármunamyndun, framleiðni og hagvöxt), áhrif á þróun fjármálamarkaða og áhrif á atvinnuþátttöku hinna eldri. Í einföldum fræðikenningum þar sem gert er ráð fyrir að einstaklingar eru skynsamir og framsýnir, fjármagnsmarkaðir fullkomnir, tregða í neyslu og sparnaðarháttum er lítil og lífeyriskerfi eru trúverðug ætti upptaka gegnumstreymiskerfis með skylduaðild að draga úr einkasparnaði en upptaka skylduaðildar að sjóðsöfnunarkerfi að halda einkasparnaði (frjálsum og þvinguðum) óbreyttum. Þessi skilyrði eru hins vegar ekki uppfyllt og margvíslegar rannsóknir sýna að einkasparnaður lækkar minna en ætla mætti við upptöku gegnumstreymiskerfa og einkasparnaður (og að öðru óbreyttu þá þjóðhagslegur sparnaður) eykst við upptöku sjóðsöfnunarkerfa.⁸ Á móti gæti komið að fólk treysti sjóðsöfnunarkerfum betur og því séu ýmis þróuð lönd með miklar lífeyriseignir með háar heimilisskuldir og tiltölulega lítinn þjóðhagslegan sparnað. Dæmi um þetta eru Danmörk, Holland og Ísland fyrir fjármálakreppuna.

Hér á landi var fyrir fjármálakreppuna erfitt að staðfesta jákvæð áhrif lífeyrissjóða á þjóðhagslegan sparnað enda var hann lítil að tiltölu við landsframleiðslu í aðdraganda hennar. Eftir fjármálakreppuna urðu umskipti þar sem þjóðhagslegur sparnaður jókst og viðskiptahalli snerist í töluverðan afgang. Þessi þróun átti stærstan þátt í því að undirliggjandi erlend staða þjóðarþúskaðs batnaði ár frá ári sem leiddi til þess að eignir Íslendinga erlendis urðu meiri en skuldir þeirra á árinu 2017 og hafa verið það í vaxandi mæli síðan. Þáttur lífeyrissjóða í þessari þróun er ekki augljós. Óhóflegur vöxtur bankanna og innstreymi erlends fjármagns yfirgnæfði áhrif þeirra fyrir fjármálakreppuna. Þá tengdist hinn mikli og snöggi viðsnúningur í viðskiptajöfnuði á árinu 2009 mikilli lækkun raungengis og almennum samdrætti í innflutningi. Viðskiptaafgangurinn viðhélst síðan vegna mikillar aukningar í ferðaþjónustu. Þá er á það að líta að fjárfestingar lífeyrissjóðanna erlendis voru háðar fjármagnshöftum þar til fyrir fáeinum árum. Þrátt fyrir það auðveldaði sjóðsöfnunin fjármögnun innlendrar fjármunamyndunar eftir fjármálakreppuna og stuðlaði þannig að viðskiptaafgangi. Á síðustu árum eiga fjárfestingar lífeyrissjóðanna erlendis beinan þátt í að viðhalda jákvæðri hreinni eignastöðu gagnvart útlöndum og munu að líkindum gera það fram á við.

Ætla má að uppbygging lífeyriskerfis með sjóðsöfnun sem meginstoð eflir fjármálamarkaði og breyti samsetningu fjáreigna samanborið við það sem orðið hefði með gegnumstreymiskerfi sem meginstoð. Að hluta til er það vegna þess að sparnaður verður líklega á heildina lítið meiri þó svo óvissa sé um hversu sterk þau áhrif eru. Óháð því má ætla að skuldabréfa- og hlutabréfamarkaðir eflist en sparnaður í gegnum bankakerfið verði minni en ella. Ástæðan er sú að lífeyrissjóðir hafa tilhneigingu til að fjárfesta meira en einstaklingar í fjáreignum með breytilegt markaðsvirði. Auk þess fjárfesta þeir að jafnaði til lengri tíma í fjáreignum en einstaklingar en langtímafjárfesting einstaklinga (utan í réttindum í lífeyrissjóðum) er aðallega í húsnæði. Framboð langtímafjármagns verður því meira en ella. Í meginatriðum eru þessi áhrif jákvæð. Á móti hefur verið bent á að minni sparnaður í gegnum bankakerfið geti dregið úr framboði fjármögnunar smáfyrirtækja. Þá gæti hjarðhegðun lífeyrissjóða og miklir möguleikar til að færa sig á milli fjármálamarkaða (skuldabréf,

undan þessari skoðun. Hér á landi er ekki hægt að greina langtíma vöxt í þessu hlutfalli síðustu þrjá áratuginna a.m.k. en það hefur auðvitað sveiflast með nýtingu framleiðslugetu.

⁸ Sjá nánar Már Guðmundsson (2000), kafli 7.

hlutabréf og erlendar fjárfestingar) og til og frá þeim í bankainnstæður, leitt af sér óæskilegar sveiflur.

Áhrif lífeyrissjóðanna á þróun fjármálamarkaða hér á landi hafa verið mun augljósari en hin þjóðhagslegu áhrif. Umsvif þeirra hafa aukið umfang og dýpt þessara markaða. Á heildina litið hafa lífeyrissjóðirnir stuðlað að stöðugleika á þessum mörkuðum fremur en hitt enda þolinmóðir langtímafjárfestar sem hafa yfirleitt haft tilhneigingu til að halda í innlendar eignir út líftíma. Áhyggjur hafa þó vaknað af því að hlutdeild þeirra á einstökum mörkuðum sé of mikil en nánar er fjallað um það í svörum við spurningum hér á eftir.

Mismunandi hönnun lífeyriskerfa hefur áhrif á atvinnuþátttöku hinna eldri og þar með á efnahagslega byrði af framfærslu þeirra eins og rætt var um hér að framan. Gegnumstreymiskerfi með fastan ellilífeyrisaldur draga úr hvatanum til atvinnuþátttöku eftir þann aldur. Hvað sjóðsöfnunarkerfi varðar skiptir máli hvernig réttindin til ævilífeyris eru með tilliti til aldurs við töku lífeyris. Mestur hvati til atvinnuþátttöku verður ef snemmtaka lífeyris skerðir ævilífeyri til samræmis við styttri ávöxtunartíma og samsvarandi umbun er fyrir að fresta töku lífeyris. Hér á landi er lífeyrissjóðakerfið í stórum dráttum hlutlaust varðandi snemmtöku lífeyris og opinber eftirlaunaaldur hærri en víða í nágrannalöndum. Atvinnuþátttaka eldra fólks hefur m.a. af þessum orsökum verið tiltölulega mikil í alþjóðlegum samanburði. Hærri lífeyrisaldur og meiri atvinnuþátttaka eldra fólks stuðlar að lægri lífeyrisbyrði en ella.⁹

Hversu mikið geta lífeyrissjóðir átt af skuldum ríkissjóðs án þess að hætta verði á að söfnunarkerfi lífeyrisréttinda breytist í raun í gegnumstreymiskerfi?

Hreint gegnumstreymiskerfi byggist á því að þeir sem eru vinnandi á hverjum tíma greiða iðgjöld sem renna beint til greiðslu ellilífeyris þeirra sem þá hafa lokið störfum gegn því loforði að sama muni gilda um þá þegar þar að kemur. Slíkt kerfi gerir það mögulegt að greiða fullan lífeyri til þeirra sem eru að komast á ellilífeyrisaldur þegar kerfið er tekið upp. Auðveldara er að efna loforðið ef slík kerfi eru viðtæk, enda eru þau víða þjóðbundin, því þá hafa einstök áföll minni áhrif og meiri líkur á að iðgjaldagrundvöllurinn haldi. Ókosturinn er hins vegar sá að öldrun þjóða með föstum ellilífeyrisaldri kalla á hærri iðgjöld eða lægri lífeyri nema að raunlaunaaukning sé því meiri og vegi þannig á móti hlutfallslegri fækkun starfandi.

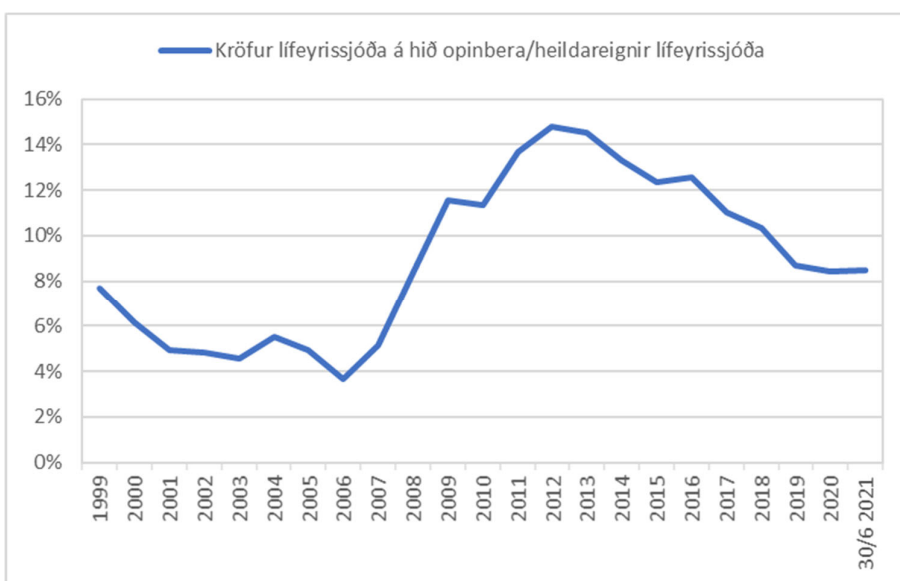
Hreint sjóðsöfnunarkerfi byggist á því að greitt er iðgjald til lífeyrissjóða sem gefa rétt til ellilífeyris við starfslok. Hversu mikill lífeyririnn verður ræðst þá alfarið af því hversu góð ávöxtun sjóðsins er. Kosturinn við þetta kerfi er að það býður upp á þann möguleika að draga úr neikvæðum áhrifum öldrunar þjóðar á iðgjald hinna vinnandi eða kjör ellilífeyrisþega með því að stuðla að meiri innlendum arðberandi fjárfestingum og fjárfesta erlendis eins og útskýrt hefur verið hér að framan. Þá má færa fyrir því rök að slíkt kerfi sé að öðru jöfnu heppilegra fyrir minni þjóðir þar sem einstök áföll geta vegið meira en hjá stærri þjóðum. Hvort sjóðsöfnunarkerfi er á heildina litið betra en gegnumstreymiskerfi ræðst hins vegar að verulegu leyti af því hvort sé líklegra til að vera hærra, raunávöxtun fjármagns eða raunaukning launasummunnar (sem er samsett af fjölgun starfandi og aukningu raunlauna).

Fjárfestingarákvarðanir lífeyrissjóða skipta auðvitað máli varðandi það hvort mun hafa vinninginn, sjóðsöfnun eða gegnumstreymi, en einnig varðandi það í hvaða mæli þeir kostir sjóðsöfnunar nýtast sem hér hefur verið rætt um (meiri þjóðhagslegur sparnaður, stærri

⁹ Ísland hefur komið vel út í alþjóðlegum samanburðarrannsóknnum á áhrifum lífeyriskerfisins á atvinnuþátttöku eldra fólks. Sjá t.d. Sveinbjörn Blöndal og Stefano Scapetta (1998).

arðberandi fjármunastofn, meiri framleiðni vinnuafls og erlendar fjárfestingar). Formlega séð breytist sjóðsöfnunarkerfi ekki í gegnumstreymiskerfi við það að sjóðurinn er að stórum hluta til fjárfestur í innlendum ríkisskuldabréfum og áfram er um að ræða réttindarsöfnun yfir tíma. Það er hins vegar rétt að frá þjóðhagslegum sjónarhól verður kerfið hvað þetta varðar eðlislíkt gegnumstreymiskerfi þar sem það er verið að veðja á innlendan hagvöxt án þess endilega að styðja við hann. Munurinn er sá að um er að ræða kröfur á skatttekjur framtíðarinnar í stað framtíðariðgjalda til lífeyriskerfis sem í báðum tilfellum eiga rætur í sömu þjóðartekjunum.

Af þessum sökum er of mikil hlutdeild ríkisskulda í eignum lífeyrissjóða óæskileg. Hvað er of mikið er hins vegar háð aðstæðum og stöðu hvers sjóðs og ekki hægt að nefna eina tölu í því sambandi. Innlend ríkisskuldabréf eru áhættuminni en flestar aðrar fjárfestingar lífeyrissjóða og seljanleiki þeirra býður upp á að þau gegni hlutverki í lausafjárstyringu sjóðanna. Það hefur verið viðtekin kenning að frá sjónarhóli einstaklinga séu rök fyrir því að draga úr áhættu eignasafna og auka seljanleika þegar nær líður því að nýta þau til framfærslu. Ástæðan er m.a. sú að þeir hafa minni tíma en hinir yngri til að vinna upp áföll sem kunna að verða í ávöxtun áhættusamari eigna. Sama á við um lífeyrissjóði. Þá geta komið upp tímabundnar aðstæður sem gera það skynsamlegt að fjárfesta í innlendum ríkisskuldabréfum.



Mynd 2. Hlutdeild opinberra skulda í eignum lífeyrissjóða.

Heimild: Seðlabanki Íslands og eigin útreikningar.

Þótt ekki sé hægt að nefna eina tölu varðandi æskileg efri mörk á hlutdeild ríkisskulda í eignum lífeyrissjóða hér á landi er verulega líklegt að hlutdeild sem teldist í tugum prósentu væri töluvert yfir þeim mörkum. Þetta á sérstaklega við þegar litið er á sjóðina í heild en flestir þeirra eru enn á vaxtarskeiði þar sem iðgjöld eru umfram lífeyrisgreiðslur og rekstrarkostnað

og verða það a.m.k. til loka þessa áratugar.¹⁰ Mynd 2 sýnir hlutdeild opinberra skulda í eignum lífeyrissjóða frá árslokum 1999 til miðs þessa árs (2021). Byggt er á efnahagsreikningi sjóðanna sem Seðlabanki Íslands birtir mánaðarlega. Á myndinni eru sýndar kröfur sjóðanna á hið opinbera (ríki og sveitarfélög) í stað ríkisins eins sem ekki eru tilgreindar sérstaklega í birtum tölum Seðlabankans. Það er auk þess eðlilegt því kröfur á sveitarfélög eru eðlislíkar kröfum á ríkið að því leyti að framtíðarskatttekjur liggja undir í báðum tilfellum. Þá auðveldar það alþjóðlegan samanburð því verkaskipting ríkis og sveitarfélaga er mismunandi á milli landa. Sú breyting er hins vegar gerð frá geiraflokkun Seðlabankans að eign sjóðanna í húsnæðisbréfum er ekki talin með kröfum á hið opinbera. Þessi bréf eru vissulega með ábyrgð ríkissjóðs en lítið hefur reynt með beinum hætti á ábyrgðina. Hin undirliggjandi eign er hluti af húsnæði landsmanna sem er hluti af fjármunaeign þjóðarinnar. Hér er því í raun ekki um að ræða kröfu á framtíðar skatttekjur og samlíking við gegnumstreymiskerfi á ekki við. Það breytir því ekki að bein og óbein fjárfesting lífeyrissjóða í innlendu húsnæði getur orðið meiri en æskilegt er á hverjum tíma, t.d. vegna þess að hún sé hluti af bólu myndun þar sem verð á húsnæði skráfast upp. Þetta á hins vegar við um allar innlendar eignir lífeyrissjóða og tengist spurningunni um fyrirferð sjóðanna á innlendum mörkuðum og æskilegu umfangi fjárfestinga þeirra erlendis. Ef rétt er að verki staðið er fjárfesting lífeyrissjóða í húsnæði arðberandi, til langs tíma og samrýmist vel sjóðsöfnunarhlutverki þeirra og þörf þeirra fyrir langtímafjárfestingar.¹¹ Erlendis er húsnæði oft mikilvægur flokkur í eignasafni lífeyrissjóðs.

Samkvæmt mynd 2 var hlutdeild krafna á hið opinbera í eignum lífeyrissjóðanna 8,5% í lok júní á þessu ári (2021), svipuð og í lok árs 2019 áður en kórónuveirufaraldurinn brast á hér á landi og lægri en nokkru sinni síðan fyrir fjármálakreppuna. Það flækir hins vegar þessa mynd að sjóður sem myndast hefur hjá Íbúðarlánasjóði vegna uppgreiðslu húsnæðislána hefur í kórónuveirukreppunni verið nýttur að hluta til að fjármagna útgjöld ríkissjóðs. Sem því nemur verða þá framtíðartekjur ríkissjóðs hin undirliggjandi eign að baki húsnæðisbréfaeign lífeyrissjóða. Um 180 ma.kr. hefur þegar verið ráðstafað með þessum hætti. Sé leiðrétt fyrir því hækkar hlutdeild krafna á hið opinbera í eignum lífeyrissjóða í 11,4%. Eftir því hver framvindan verður varðandi nýtingu á lausu fé Íbúðarlánasjóðs gæti þessi hlutdeild hækkað enn frekar á komandi misserum af þessum orsökum.

Mynd 2 sýnir að hlutdeild krafna á hið opinbera í eignum lífeyrissjóða jókst umtalsvert í og eftir fjármálakreppuna og varð hæst 14,5% 2013. Það skýrist að hluta til af því að mikið tap varð á sumum eignum sjóðanna í fjármálakreppunni en ekkert tap varð á kröfum þeirra á ríkissjóð. Einnig var framboð á ríkisskuldabréfum mikið á fyrstu árunum eftir fjármálakreppuna vegna halla á ríkissjóði, ávöxtun þeirra var mun betri en síðar varð og erlendar fjárfestingar sjóðanna höfðu stöðvast vegna fjármagnshafta. Þá jókst hlutdeild innlendra ríkisskuldabréfa eitthvað vegna þátttöku sjóðanna í aflandskrónuútboðum Seðlabankans á árunum 2011-2015.

Núverandi hlutdeild opinberra skulda í eignum íslenskra lífeyrissjóða er ekki það veruleg í þjóðhagslegu samhengi að hún breyti í grundvallaratriðum söfnunareðli meginstoðar lífeyriskerfisins. Því miður skortir hér alþjóðlegan samanburð¹² en mjög líklega er þó þessi

¹⁰ Samkvæmt Talmakönnun (2014) næst jafnvægi þarna á milli 2031.

¹¹ Gylfi Magnússon (2018) heldur fram svipuðu sjónarmiði.

¹² Aðgengileg alþjóðleg eignaflokkun lífeyrissjóða (t.d. hjá OECD) er of gróf til að sýna þessa hlutdeild og sjálfstæð gagnavinnsla varðandi hlutfallið í einstökum löndum fer verulega út fyrir þann ramma sem þessari skýrslu er markaður. Það gæti hins vegar verið ástæða fyrir fjármála- og efnahagsráðuneytið og/eða Landsamtök lífeyrissjóða að láta kanna þetta frekar.

hlutdeild í efri mörkum með hliðsjón af því að stærstur hluti lífeyrissjóðanna er ekki í þeirri stöðu að þurfa að ganga á eignir til að greiða lífeyri. Tímabundin aukning í hlutdeild ríkisbréfa getur hins vegar verið réttlætanleg við vissar aðstæður, t.d. við skilyrði mikillar óvissu.

Hversu stórt hlutfall af eignum lífeyrissjóða er nauðsynlegt að festa erlendis með tilliti til eðlilegrar áhættudreifingar og með tilliti til greiðslujafnaðar þegar greiðsla lífeyris eykst?

Það er hægt að horfa á spurninguna um æskilega hlutdeild erlendra eigna lífeyrissjóða af mismunandi sjónarhól og nálgast svarið með mismunandi aðferðum.

Einn er sjónarhóll einstakra lífeyrissjóða sem keppast við að ná sem bestri ávöxtun að teknu tilliti til áhættu. Af þeim sjónarhól lætur nærri að þeir kostir sem einstakur sjóður stendur frammi fyrir varðandi ávöxtun og áhættu eru gefnir og óháðir athöfnum hans, þ.e. ávöxtun og áhætta einstakra eigna breytist ekki við það að hann fjárfestir í þeim. Það er því verjanlegt að gera það að forsendu fyrir kenningum og útreikningum. Með því að setja mörk á ásætlanlega áhættu og horfa til mats á væntri ávöxtun einstakra eigna, áhættu þeirra og samfylgni þeirrar áhættu við áhættu í öðrum eignum geta einstaka lífeyrissjóðir þá reiknað æskilega samsetningu eignasafns síns og fjárfest á þeim grundvelli.

Kenning fjármálafræðanna um samval verðbréfa á við í þessu tilfelli. Útreikningar á grundvelli þeirrar kenningar felast yfirleitt í því að mæla raunávöxtun einstakra eigna eða eignaflokka á liðinni tíð og nota flökt (mælt með staðalfráviki) raunávöxtunar sem mælikvarða á áhættu. Áhætta eignasafnsins er þá samsett úr flöktri raunávöxtunar eignanna og innbyrðis samfylgni raunávöxtunar þeirra. Niðurstöðurnar sýna síðan þá samsetningu eignasafns sem að gefinni áhættu gefur mesta ávöxtun (eða öfugt). Þessar niðurstöður eru gagnleg viðmið varðandi fjárfestingu sjóðanna en eru auðvitað háðar ýmsum fyrirvörum eins og að ávöxtun og áhætta fortíðarinnar er ekki óbrigðul vísbending um ávöxtun og áhættu framtíðarinnar. Þá er mat á áhættu sem byggist einungis á staðalfráviki og samfylgni breytinga í raunávöxtun takmörkunum háð. Þannig nær aðferðin ekki utan um áhættu eins og svokallaða kerfisáhættu sem byggist upp undir yfirborðinu yfir lengri tímabil án þess að birtast í markaðsverðum og brýst síðan fram skyndilega.

Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson (2014) notuðu ofangreinda aðferðafræði til að meta æskilega hlutdeild erlendra eigna lífeyrissjóðanna. Flökt og samfylgni raunávöxtunar var reiknuð á grundvelli mánaðarlegrar ávöxtunar frá byrjun árs 2009 til vors 2014 en forsendur um vænta raunávöxtun eru sagðar byggðar á sögulegri ávöxtun yfir langt tímabil.¹³ Reiknuð eru tvö dæmi, annars vegar þar sem raunávöxtun innlendra skuldabréfa er eitt prósent hærri en erlendra og ávöxtun innlendra hlutabréfa er 2% hærri en erlendra, og hins vegar þar sem ávöxtunin er hin sama. Í stórum dráttum var niðurstaðan sú að með því að auka hlutdeild erlendra eigna í 30-40% gætu lífeyrissjóðirnir aukið vænta ávöxtun eignasafns síns án þess að auka áhættu.

Annar sjónarhóll eru lífeyrissjóðirnir sem heild. Á honum stenst ekki lengur sú forsenda að fjárfestingar þeirra hafi ekki áhrif á raunávöxtun innlendra eigna sem þeir fjárfesta í. Umsvif þeirra á innlendum fjármálamörkuðum eru einfaldlega of mikil til þess að svo geti verið. Ásgeir og Hersir benda réttilega á að þetta færi rök fyrir enn herra hlutfalli erlendra eigna en fæst með útreikningum á grundvelli samvalslíkansins með forsendum um gefna ávöxtun. Þeir benda einnig á að ef fjárfestingar lífeyrissjóðanna þrýsta niður ávöxtun á innlendum eignum þá muni samvalslíkanið endurspeglar það með hærri æskilegri hlutdeild erlendra eigna. Hefðbundin notkun samvalslíkansins byggir hins vegar yfirleitt að töluverðu leyti á sögulegum gögnum og í því tilfelli koma þessi áhrif fram með tímatöfum. Það kann að vera óheppilegt að ruðningsáhrif innlendra fjárfestinga lífeyrissjóðanna komi í of miklum

¹³ Ekki virðist upplýst nánar hvert tímabilið er.

mæli fram áður en brugðist er við og því eru rök fyrir varúðarálagi ofan á niðurstöðurnar eins og Ásgeir og Hersir gera í raun með ráðgjöf um 40-50% vægi erlendra eigna.

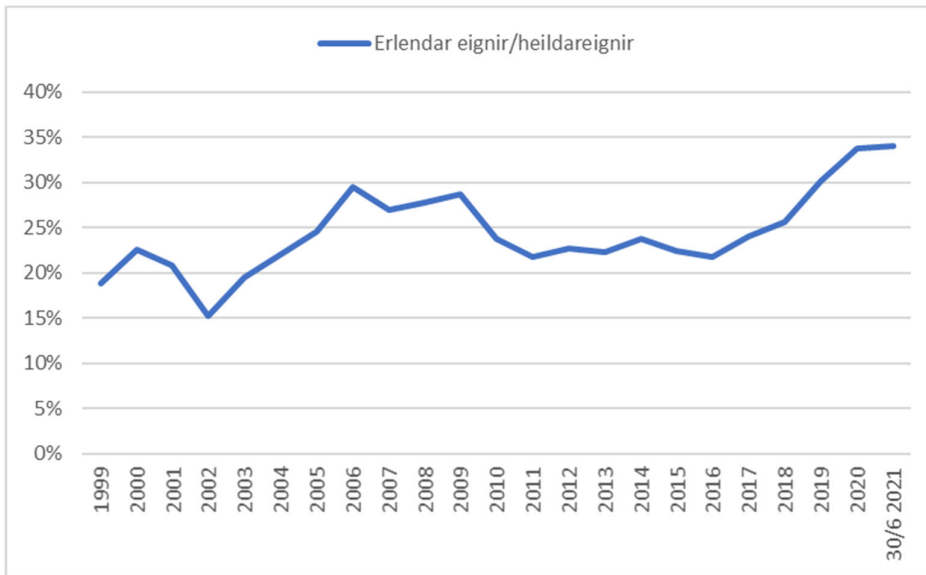
Þriðji sjónarhólinn er hinn þjóðhagslegi þar sem m.a. er horft á áhrif fjárfestinga lífeyrissjóðanna á hagvöxt, greiðslujöfnuð, gengi og efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika. Eins og fjallað er um í inngangi er lífeyriskerfi byggt á sjóðsöfnun líklegt til að auka þjóðhagslegan sparnað en þó ekki í sama mæli og nemur sjóðsöfnuninni þar sem frjáls einkasparnaður er líklegur til að minnka í einhverjum mæli á móti. Aukinn þjóðhagslegur sparnaður skiptist síðan á milli aukinnar innlendrar fjármunamyndunar og bættrar hreinnar erlendar eignastöðu þjóðarbúsins. Fjárfestingarákvarðanir einstakra lífeyrissjóða ákvarða þessa skiptingu svo lengi sem lögbundið hámark á gengisáhættu sjóðanna hamlar ekki. Það getur hins vegar gert það án þess að hlutdeild eigna í erlendri mynt nái 50% fyrir sjóðina í heild. Ástæðan er tvíþætt. Í fyrsta lagi er líklegt að hver og einn sjóður vilji hafa eitthvað borð fyrir báru til að lækkun gengis krónunnar fleyti þeim ekki yfir hámarkið. Í öðru lagi er staða sjóðanna mismunandi með tilliti til aldursröðunar sjóðanna. Rök eru fyrir því að sjóðir sem eru með tiltölulega marga sjóðfélaga sem nálgast ellilífeyrisaldur séu með meira vægi á innlendum vel seljanlegum skuldabréfum heldur en ella. Á móti má nefna að sjóðirnir geta farið með erlendar eignir upp fyrir 50% svo lengi sem þeir verja þann hluta gengisáhættunnar sem umfram er. Eins og staðan er nú á íslenskum fjármálamarkaði er það torvelt auk þess sem færa má fyrir því rök að það sé ekki endilega heppilegt fyrir sjóðina, jafnvel þó slíkar varir væru í boði á ásættanlegum kjörum.¹⁴

Það er töluvert flóknara að leggja talnalegt mat á æskilega hlutdeild erlendra eigna í eignasafni lífeyrissjóða frá þjóðhagslegu sjónarmiði en að reikna hagkvæma samsetningu eignasafns þeirra á grundvelli samvalslikans. Til þess þyrfti helst að nota þjóðhagslíkan sem innifelur og tilgreinir sérstaklega erlenda stöðu þjóðarbúsins og þær lykilstærðir sem máli skipta úr reikningum lífeyrissjóða. Niðurstaðan er svo ekki ein tala heldur tímaröð sem sýnir æskilegt hlutfall á hverjum tíma. Þetta hjálpartæki er ekki til og það fer langt út fyrir ætlað umfang þessarar skýrslu að bæta þar úr. Það verður því að nægja á þessu stigi að telja það líklegt að á komandi árum vaxtar lífeyrissjóðanna myndi hinn þjóðhagslegi sjónarhóll bæta nokkru við það sem samvalslíkan skilar. Það gæti þýtt að það væri æskilegt að hlutdeild erlendra eigna lífeyrissjóðanna fari um einhvern tíma a.m.k. yfir 50%.

Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson (2014) færa rök að því að helmingur lífeyrissparnaðar þurfi að vera í erlendum gjaldeyri til að forðast lausafjárvandamál á gjaldeyrismarkaði þegar stórar kynslóðir fara á eftirlaun því hlutdeild innflutnings í neyslu sé um 40-50%. Þessi nálgun felur hins vegar líklega í sér of mikla einföldun. Ellilífeyrisþegar myndu einnig neyta innflutnings þó svo engin sjóðsöfnun væri til staðar í meginstöð lífeyriskerfisins. Það gæti vissulega endurspeglast í þróun gengis yfir tíma en þarf ekki endilega að leiða til lausafjárvandamála sem skapa áhættu varðandi fjármálastöðugleika. Þá gæti innflutningshlutdeild ellilífeyrisþega verið önnur en hinna vinnandi (jafnvel meiri á fyrstu árum ellilífeyristímabilsins og síðan mun minni). Fjárfesting lífeyrissjóða í gjaldeyrisþingum til að

¹⁴ Ásgeir Danielsson (2014) sýnir fram á að fyrir langtímafjárfesta eins og lífeyrissjóði borgi sig að verja gjaldmiðlaáhættu ef gengi fylgir slembiferli en t.d. ekki ef gengi sveiflast í kringum stöðugt langtímagildi sem er nær því að vera lýsing á íslensku raungengi. Þá dragi verðtrygging úr þörf fyrir varir. Samkvæmt þessu gæti þörf sjóða sem komnir eru á aldur (stór hluti að fara á ellilífeyri) að hafa meiri þörf fyrir gengisvarir en aðrir enda líkjast þeir meir skammtíma fjárfestum.

bregðast við þessu. Þjóðhagslíkan með lífeyrisgeira ætti að ná utan um þessa þætti og fleiri sem skipta máli varðandi heppilegt umfang erlendra fjárfestinga lífeyrissjóða á hverjum tíma.



Mynd 3. Hlutdeild erlendra eigna í heildareignum lífeyrissjóða.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3 sýnir þróun hlutdeildar erlendra eigna lífeyrissjóða. Hún hefur aukist töluvert eftir að fjármagnshöft voru losuð. Í lok júní á þessu ári var hlutdeild erlendra eigna komin í 34%.

Hversu stóran hlut geta lífeyrissjóðir átt á íslenskum hlutabréfamarkaði án þess að raska samkeppni?

Í skýrslu starfshóps um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs sem skilað var til forsætisráðherra í byrjun árs 2018¹⁵ kemur fram að samanlagðar eignir lífeyrissjóða í skráðum innlendum hlutabréfum hafi numið í kringum 50% af markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöll Íslands árið 2015 og hafði þá aukist frá því að vera um eða undir 10% á árunum fyrir fjármálakreppuna. Að töluverðum hluta skýrist þetta af miklum samdrætti skráðs hlutabréfamarkaðar í framhaldi af fjármálakreppunni. Ekki liggja fyrir upplýsingar um þróun þessarar hlutdeildar síðustu misserin og því ekki ljóst hvernig stækkun markaðarins og nýskráningar hafa breytt myndinni.

Í þessu ljósi er eðlilegt að spurt sé hvort þessi staða skapi hættu varðandi samkeppni fyrirtækja. Hlutdeildin var á þessum tíma svo há (og er líklega enn) að nánast augljóst er að hættan er til staðar þó svo ekki sé þar með sagt að hún hafi raungerst. Tvennt er mikilvægt að hafa í huga til að setja málið í rétt samhengi.

Það fyrra er að lífeyrissjóðirnir eru ekki einn lögaðili heldur margir. Samkvæmt ákvæðum laga mega sjóðirnir ekki hafa samráð um einstakar fjárfestingar og forsvarsmenn þeirra hafa

¹⁵ Sjá heimildarskrá.

lýst því sterklega yfir að svo sé ekki. Það eitt og sér nægir hins vegar ekki til að fyrirbyggja skaðleg áhrifum á samkeppni. Há hlutdeild einstakra sjóða skiptir þar einnig máli en samkvæmt ofangreindri skýrslu voru þrír stærstu sjóðirnir með að meðaltali 27% hlutdeild í skráðum hlutafélögum sem líklega felur í sér ráðandi hlut í ýmsum félögum. Það skiptir líka máli hvernig sjóðirnir dreifa fjárfestingum sínum innan einstakra markaða og hvernig þeir haga sér sem eigendur.

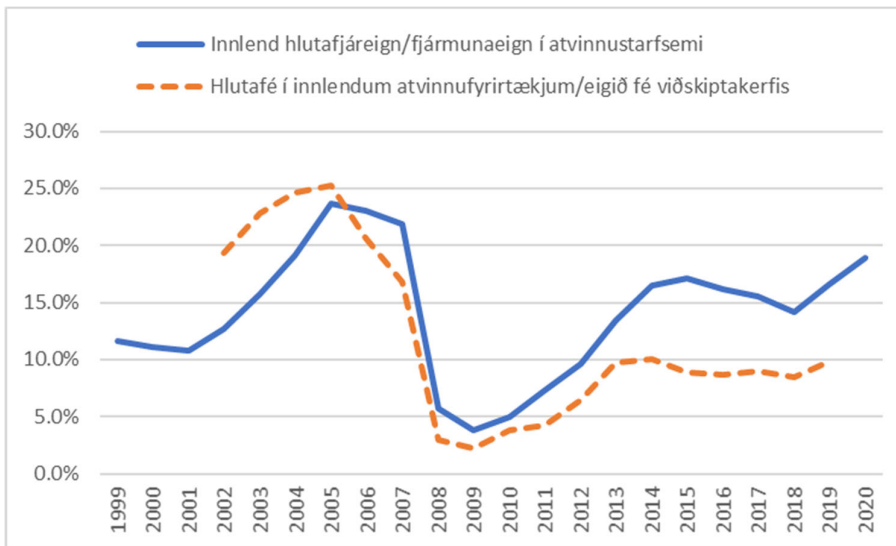
Páll Gunnar Pálsson, forstjóri Samkeppniseftirlitsins, hélt ræðu um þessi mál árið 2013.¹⁶ Þar setti hann m.a. fram eftirfarandi ábendingar um æskilega hegðun lífeyrissjóðanna:

- Lífeyrissjóðir eiga að keppa sín á milli um ávöxtunartækifæri og þeir mega ekki hafa samkeppnishamlandi samstarf um fjárfestingar.
- Lífeyrissjóður á ekki að eiga samkeppnislega mikilvægan eignarhlut í fleiri en einum keppinauti á sama markaði.
- Lífeyrissjóðum ber að vinna gegn hvers konar blokkamyndun sem stafað getur af myndun fyrirtækjahópa undir sameiginlegu eignarhaldi þeirra.
- Lífeyrissjóðum ber að móta sjálfstæða stjórnarhætti og um leið eigendastefnu sem styður við samkeppni og framþróun atvinnulífs.

Í áður nefndri skýrslu starfshóps um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs (2018) er einnig að finna ábendingar um hvernig sjóðirnir þurfi að bregðast við áhyggjum af neikvæðum áhrifum á samkeppni. Lögð er áhersla á að lífeyrissjóðir marki sér stefnu um hvernig þeir beita sér sem hluthafar. Í þessu sambandi eru ríkar kröfur um upplýsingaskyldu gagnvart sjóðfélögum ítrekuð. Þá eigi lífeyrissjóðir að beita sér fyrir bættum stjórnháttum í þeim fyrirtækjum sem þeir eiga hlutdeild í.

Seinna atriðið er að vandinn liggur að hluta til í því hversu fá fyrirtæki eru skráð á innlendan hlutabréfamarkað en samkvæmt lögum mega lífeyrissjóðir ekki binda meir en 20% af heildareignum sínum í óskráðum fjármálagjörningum. Eins og sést á mynd 4 er hlutdeild lífeyrissjóða í eignarhaldi á innlendu atvinnulífi þó mun lægri en í skráðum hlutabréfum. Eignarhlutir lífeyrissjóðanna í hlutfalli við fjármunaeign í atvinnustarfsemi var 19% árið 2020 og hlutafjáreign þeirra í innlendum atvinnufyrirtækjum nam rétt tæpum 10% af eigin fé viðskiptakerfisins árið 2019. Að undanförmu hefur skráður hlutabréfamarkaður stækkað hér á landi og vonandi verður framhald á þeirri þróun. Þá gæti hlutdeild lífeyrissjóða á þeim markaði lækkað.

¹⁶ Sjá heimildarskrá.



Mynd 4. Hlutfé lífeyrissjóða í hlutfalli við mælikvarða á eignir í atvinnustarfsemi.

Skýringar: Innlend hlutfjáreign í hlutfalli við fjármunaeign í atvinnustarfsemi innifelur fjármálafyrirtæki bæði í teljara og nefnara en undanskilur þau í hlutfé í innlendum atvinnufyrirtækjum í hlutfalli við eigið fé viðskiptakerfis. Hér stýra skilgreiningar Hagstofunnar á fjármunaeign í atvinnustarfsemi og á viðskiptakerfi. Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Hlutdeild lífeyrissjóða í skráðum hlutabréfamarkaði er vissulega ein af þeim vísbendingum sem þarf að fylgjast með út frá samkeppnissjónamiðum. Hana verður hins vegar að túlka í ljósi annarra upplýsinga. Af ofangreindum orsökum er því ekki mögulegt né skynsamlegt að ákvarða tiltekna hlutdeild lífeyrissjóða í skráðum hlutabréfamarkaði sem hættumörk varðandi samkeppni. Leiðin fram á við í þessum efnum liggur fremur í gegnum það að á vettvangi stjórnvalda og lífeyrissjóðanna sjálfra verði fram komnar ábendingar teknar til skoðunar ásamt því að efla innlendan markað fyrir skráð hlutabréf.

Hvaða áhrif gæti eðlileg áhættudreifing lífeyrissjóða erlendis haft á gengi krónunnar?

Gengi gjaldmiðla ræðst á hverjum tíma af því sem virðist flókið samspil skammtíma og langtímapáttu sem hafa áhrif á greiðslujöfnuð og gjaldeyrismarkað.¹⁷ Þar á meðal skiptir máli dýpt og virkni gjaldeyrismarkaðarins sjálfs, réttar og rangar væntingar til skamms og langs tíma, það hvort fjármagnshöft eru til staðar eða ekki, framsýni markaðsaðila og möguleikar þeirra til að eiga gjaldeyrisviðskipti á grundvelli þeirra (bæði hér og nú, framvirkt og skilyrt), vaxtamunur gagnvart útlöndum, gjaldeyrisinngrip Seðlabankans og fleira sem getur haft áhrif á gengið til skemmri og eitthvað lengri tíma og sveigt það frá eða að jafnvægisgengi sem ræðst af undirliggjandi efnahagsþáttum.

Stundum er talað um að gengi gjaldmiðla geti bæði verið sveiflumagnandi og sveiflufjafnandi eftir því hvort þeir þættir sem hafa áhrif á gengið á hverjum tíma eru að færa

¹⁷ Það er til vitnis um þetta flækjustig að í skýrslu Hagfræðistofnunar HÍ (2017) er slegið úr og í varðandi áhrif erlendra fjárfestinga lífeyrissjóðanna á gengi. Hugsanlega má segja það sama í einhverjum mæli um þennan kafla.

Það í þá átt sem magnar og viðheldur um hríð ósjálfbæru ójafnvægi í greiðslujöfnuði og ýkir sveiflur í þjóðarbúinu eða hvort þeir eru að stuðla að jafnvægi í greiðslujöfnuði og milda sveiflur í þjóðarbúinu. Á árunum fyrir fjármálakreppuna og í upphafsfasa hennar var gengið sveiflumagnandi. Eftir að frá leið varð gengið sveiflujafnandi og hefur að mestu verið svo á undanförunum árum. Breytingar í regluverki um gjaldeyrisáhættu í fjármálakerfinu og hagstjórn á þessum tíma miðaði enda meðvitað að því að svo væri.

Til að svara spurningunni um áhrif erlendra fjárfestinga á gengi krónunnar er best að byrja á því að draga fram aðalatriðin og horfa að mestu fram hjá ýmsum þeim þáttum sem hafa verið nefndir hér að framan og hafa áhrif á gengið til skemmri tíma. Það felur í sér að horft er fram hjá mögulegum skemmri tíma frávikum frá þeirri þróun gengisins yfir tíma sem samrýmist jafnvægi í greiðslujöfnuði og sjálfbærri eigna- og skuldastöðu þjóðarbúsins. Þetta þýðir með öðrum orðum að verið er að skoða áhrifin á þróun jafnvægisraungengis, en það er raungengi en ekki nafngengi sem skiptir mestu máli varðandi þróun raunstærða þjóðarbúsins eins og útflutning, innflutning, viðskiptajöfnuð, hagvöxt og erlenda eignastöðu þjóðarbúsins.

Í þessu sambandi er mikilvægt að hafa í huga að jafnvægisraungengi er ekki skilgreint þannig að það sé það gengi sem skili viðskiptajöfnuði í núlli. Greiðslujöfnuður er samsettur úr viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði og breytingar í báðum þessum þáttum geta haft áhrif á gjaldeyrisstrauma og geta breytt bæði genginu og jafnvægisgenginu (ef þær eru sjálfbærar og meira en skammtímagáru). Sagan geymir mörg dæmi um lönd sem hafa annað hvort verið með viðskiptaafgang yfir lengri tímabil og þá safnað eignum erlendis eða hafa verið með viðskiptahalla sem fjármagnaður hefur verið með stöðugu fjármagnsinnstreymi. Í fyrri tilfellinu er jafnvægisraungengi lægra en ella til að viðhalda viðskiptaafgangi en í seinna tilfellinu hærra en ella. Það getur hins vegar verið misjafnt hvað kemur á undan hænán eða eggdi í þessum tilfellum. Innlent sparnaðarstig getur hækkað af einhverjum ástæðum (t.d. eignasöfnun lífeyrissjóða) umfram vænleg innlend fjárfestingartækifæri og þá leitað úr landi. Ef það var jafnvægi í viðskiptum við útlönd fyrir breytinguna mun fjármagnsústreymið þá lækka gengið þar til jafnvægi hefur myndast með viðskiptaafgangi. Svipaðar sögur er hægt að segja í hina áttina þar sem breytingar í viðskiptajöfnuði setja gengisbreytingarnar af stað.

Niðurstaðan af ofangreindu er að ústreymi fjármagns vegna fjárfestinga lífeyrissjóðanna erlendis yfir lengra tímabil felur í sér breytingu á jafnvægisraungengi. Til að sjá hvernig það virkar berum við saman tvö tilfelli og horfum fram hjá skammtímaþáttum og frávikum frá jafnvægisraungengi. Í fyrri tilfellinu er allt nýtt ráðstöfunarfé sjóðanna fjárfest innanlands en í seinna tilfellinu er stór hluti þess fjárfestur erlendis þannig að hlutdeild erlendra eigna hækkar í nálægt 50% af eignum, og jafnvel meira um hríð sem kallar þá á gjaldeyrisvarnir eða lagabreytingar. Lítið yfir margra ára tímabil verður raungengið þá lægra í fyrri tilfellinu en í seinna tilfellinu framan af tímabilinu en hærra á seinni hluta þess þegar ávöxtun og höfuðstóll erlendra eigna er notaður til að fjármagna auknar lífeyrisgreiðslur þegar réttindi nýrra lífeyrisþega ná hámarki og stórir árgangar fara á lífeyri. Færa má rök fyrir því að frá þjóðhagslegu sjónarmiði er sá raungengisferill sem fylgir fjárfestingum erlendis betri en sá fyrri þar sem minni áhætta er tekin með efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika, sbr. svar við spurningu um æskilega hlutdeild erlendra fjárfestinga.

Þrátt fyrir að fjárfestingar lífeyrissjóðanna hafi í för með sér „betri“ feril raungengis lítið yfir lengra tímabil er sá möguleiki fyrir hendi að þær valdi óæskilega mikilli lækkun krónunnar til skamms tíma ef sjóðirnir fara of hratt í að byggja upp erlendar eignir, t.d. með því að selja innlendar. Hægt er að nefna tvennt til mótvægis við þessu.

Það fyrri er að á djúpum og virkum gjaldeyrismarkaði með framsýna markaðsaðila ættu neikvæð áhrif af tilfærsla eigna úr innlendum í erlendar að hafa minni áhrif á gengi en ella.

Þessar forsendur eru hins vegar ekki nema að litlu leyti til staðar hér á landi (og reyndar víðar). Eigi að síður má ætla að markaðsaðilar sjái skynsemina í erlendum fjárfestingum lífeyrissjóða og skilji að þær hafi jákvæð þjóðhagsleg áhrif. Það getur síðan að einhverju marki dregið úr neikvæðum skammtímaáhrifum þeirra á gengi. Um leið hefði það þau áhrif að tiltrú á íslenskan þjóðarþúskap verður meiri og lánsþæfismat gæti orðið eitthvað hærra en ella en að öðru óbreyttu hafa lánsþæfismatsfyrirtæki tilhneigingu til að gefa prik fyrir jákvæðari erlenda stöðu þjóðar. Samantekið þýðir þetta að jafnvægisraungengið verður eitthvað hærra en ella en áhrifin eru líklega ekki mikil og í engri líkingu við áhrif undirliggjandi efnahagsþátta.

Það seinna er að ýmislegt í hvötum og atferli íslensku lífeyrissjóðanna hingað til leggst á móti því að þeir fari of bratt í erlendar fjárfestingar og magni veikingu krónunnar sem kann að verða með áframhaldandi kaupum þeirra á gjaldeyri. Í fyrsta lagi var það lengst af svo, og er líklega enn, að lífeyrissjóðir gera ekki mikið af því að selja innlendar eignir til að kaupa erlendar heldur nota nýtt ráðstöfunarfé í því skyni. Í öðru lagi hafa þeir að óbreyttu hvata til að draga úr gjaldeyriskaupum til að fjárfesta erlendis þegar gengið hefur veikst því þeir fá minni erlendan gjaldeyri fyrir krónurnar og vænt ávöxtun í krónum verður minni og af öfugum ástæðum auka þær þegar það hefur styrkts. Í þessu felst viss sveiflujöfnun.

Hrein gjaldeyriskaup lífeyrissjóða voru 83 ma.kr. árið 2017 en fjármagnshöft voru losuð snemma á því ári. Á árunum 2018 og 2019 jukust kaupin og urðu 109 ma.kr. fyrra árið og 121 milljarðar það seinna. Þau rúmlega helminguðust síðan árið 2020.¹⁸ Lífeyrissjóðirnir kaupa gjaldeyri til fjárfestinga erlendis yfirleitt tiltölulega jafnt og þétt yfir árið en toppar geta þó orðið einstaka mánuði. Þessi kaup hafa líklega einhver áhrif haft á gengi krónunnar en ekki endilega veruleg. Á árunum 2017-2019 nema kaupin á bilinu 7-9% af gjaldeyriskjóm þjóðarinnar af sölu vöru og þjónustu en falla niður í 5½% 2020. Veiking krónunnar á þessum árum á sér að mestu aðrar skýringar, fyrst og fremst aðlögun eftir mikla styrkingu á árunum áður og áföll í ferðaþjónustu, fyrst fall Wow og síðan kórónuveirukreppan. Tölurnar staðfesta það sem hafði orðið vart við á fyrri tíð að sjóðirnir hafa tilhneigingu til að draga úr erlendum fjárfestingum þegar gengi krónunnar veikist umtalsvert. Vaxandi hlutdeild erlendra eigna lífeyrissjóða þarf því ekki að vera uppskrift á skaðlegan gengisóstöðugleika. Það er síðan Seðlabankans að vaka yfir fjármálastöðugleika sem getur við sérstakar aðstæður réttlætt gagnvirkar aðgerðir við gjaldeyriskaup lífeyrissjóðanna eða ábendingar til þeirra. Slíkt er yfirleitt tímabundið og þarf ekki að hamla því að erlendar eignir sjóðanna nái eðlilegri hlutdeild til eitthvað lengri tíma lítið.

Að hvaða marki er fjárfesting lífeyrissparnaðar erlendis forsenda fyrir útflutningsdrifnum hagvexti, efnahagslegum stöðugleika og myndun þjóðhagslegs sparnaðar?

Almennt séð er fjárfesting lífeyrissparnaðar erlendis ekki forsenda fyrir þjóðhagslegum sparnaði, útflutningsdrifnum hagvexti eða efnahagslegum stöðugleika. Flestar þjóðir eru með einhvern þjóðhagslegan sparnað en ekki nærri allar með fulla sjóðasöfnun í meginstöð lífeyriskerfisins. Þýskaland er dæmi um land sem sögulega séð hefur oft á tíðum haft tiltölulega hátt sparnaðarstig og útflutningsdrifinn hagvöxt en meginstöð lífeyriskerfisins byggði lengst af á gegnumstreymiskerfi. Útflutningsdrifinn hagvöxtur og hátt sparnaðarstig leiðir oft til viðvarandi viðskiptajafnaðar og þannig hefur það verið með Þýskaland. Annað dæmi er Kína. Slík lönd fjárfesta óhjálvæmilega erlendis en það er í raun hin hliðin á peningi

¹⁸ Heimild: Seðlabanki Íslands, tölur að baki mynd I-8 í Fjármálastöðugleika 2021/1.

viðskiptaafgang en ekki endilega vegna söfnunar lífeyrissjóða sem leitar út. Lönd sem hafa viðskiptaafgang yfir lengri tímabil enda með einum eða öðrum hætti með meiri eignir erlendis en skuldir, óháð fyrirkomulagi lífeyrismála.¹⁹ Á Íslandi hefur hagvöxtur oft á tíðum verið drifinn af aukningu útflutnings og/eða bata viðskiptakjara. Þessi vöxtur fór hins vegar yfirleitt saman við viðskiptahalla þar sem þjóðarútgjöld voru meiri en landsframleiðslan.

Með hliðsjón af því sem komið hefur fram í svörum hér að framan er staðan á Íslandi um þessar mundir hins vegar sú að í ljósi þess að fyrir liggur að verið er að byggja upp miklar lífeyriseignir að tiltölu við innlendar eignir er heppilegt í þjóðhagslegu tillit og fyrir áhættudreifingu lífeyrissjóða að fjárfesta hluta þeirra erlendis. Slíkar fjárfestingar eru betri fyrir efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika og lækka raungengi frá því sem ella hefði orðið sem stuðlar að öðru óbreyttu af útflutningsdrifnum hagvexti og jákvæðari viðskiptajöfnuði.

Hvaða áhrif hefur upptaka evru á stöðu lífeyrissjóða?

Af greinargerð með skýrslubeiðninni má skilja að hér sé í raun um tvær leiðir að ræða, annars vegar full aðild að evrusvæðinu og hins vegar samningur um fasttengingu krónunnar við evru. Á þessu tvennu er töluverður munur með tilliti til viðfangsefnis þessarar skýrslu. Þess vegna eru þessar tvær leiðir ræddar hér sitt í hvoru lagi.

Full aðild að evrusvæðinu felur í sér inngöngu í Evrópusambandið að undangengnu samninga- og aðlögunarferli. Í framhaldi af því tekur við tímabil undirbúnings inngöngu í myntbandalagið. Við inngöngu í myntbandalagið fæst aðgangur að fjármálamörkuðum aðildarlandanna án gjaldmiðlaáhættu. Vandamál varðandi slíka áhættu í starfsemi íslensku lífeyrissjóðanna myndu þá minnka verulega. Sama á við varðandi hættuna á því að fjárfestingar sjóðanna í eignum í innlendum gjaldmiðli grafi undan þeirri ávöxtun sem að er stefnt og skapi áhættu varðandi fjármálalegan stöðugleika vegna bólu myndunar á innlendum eignamörkuðum. Þessi mál hverfa þó ekki alveg. Áfram gæti verið eðlilegt sjónarmið að styðja að einhverju marki við iðgjaldagrundvöll á því svæði sem lífeyrissjóðirnir starfa með því að fjárfesta í atvinnulífi og húsnæði í landinu. Einnig standa sterk rök til þess að fjárfesta einnig utan evrusvæðisins í því skyni að bæta ávöxtun og dreifa áhættu. Þjóðir evrusvæðisins eru að eldast og sjóðsöfnun í lífeyriskerfum landanna er sums staðar þegar mikil og fer vaxandi. Gjaldmiðlaáhætta verður því áfram til staðar. Hún verður hins vegar mun minni og möguleikar til að verja hana, teljist það æskilegt, eru miklir.

Það er eðlismunur fremur en stigsmunur á aðild að evrusvæðinu og tengingu krónunnar við evru. Þessum mun er lýst í riti Seðlabanka Íslands um valkosti Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum frá árinu 2012.²⁰ Meginatriðið er það að gjaldmiðlaáhætta hverfur ekki í viðskiptum við evrusvæðið. Hversu mikið dregur úr sveiflum krónunnar gagnvart evru er óljóst og ræðst af niðurstöðu samninga, ef af verður. Meginreglan var og er sú gagnvart Evrópusambandslöndum að þau gengu inn í Evrópska myntsamstarfið fyrir aðild að evrusvæðinu þar sem algengustu sveiflumörk gengis voru $\pm 15\%$ frá samþykktu miðgildi.

¹⁹ Þau tíu lönd heimsins sem áttu mestar hreinar eignir erlendis árið 2020 eru (raðað eftir stærð eigna): Japan, Þýskaland, Kína, Hong Kong, Noregur, Holland, Kanada, Sviss og Sádi-Arabía. Heimild: IMF <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sl=1484234826292>. Þau voru langflest enn með viðskiptaafgang árið 2020. <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sl=1484148942565>.

²⁰ Sjá nánar Seðlabanki Íslands (2012).

Seðlabanki Evrópu var aðeins skuldbundinn til inngripa á jöðrum þessa bils. Bæði viðkomandi land og Evrópusambandið gátu síðan haft frumkvæði að viðræðum um breytingar á miðgildi sveiflumarkanna, t.d. ef talið var að jafnvægisgengi hefði breyst þannig að vörn sveiflumarkanna myndu verða efnahagslega óheppileg.

Danmörk hefur verið með samningsbundin þrengri mörk ($\pm 2\frac{1}{2}\%$). Það byggist hins vegar á langri sögulegri hefð og langtíma stefnufestu danskra stjórnvalda gagnvart varðandi fastgengi. Að baki þessu liggur svo mun sterkari efnahagsleg og fjármálaleg samþætting Danmerkur við Evrópusambandið en meðal ýmissa annarra ESB ríkja, hvað þá Íslands. Einstaka lönd hafa svo verið með einhliða fastari tengingar við evru (t.d. í myntráð) en ekki alltaf með velvilja Seðlabanka Evrópu.

Í þessu ljósi má búast við að það gæti orðið torsótt að fá þetta tvíhliða tengingu krónunnar við evru. Jafnvel þótt það tækist hverfur gjaldmiðlaáhætta ekki þar sem það verða alltaf einhver sveiflumörk og líklegt er að möguleikinn á breytingum á miðgildi sveiflumarkanna eða beinlínis á rofi samstarfsins muni allavega um langa hríð valda áhættuálagi í vöxtum og gengi hér á landi.

Lokaorð

Með þeim spurningum sem settar eru fram í skýrslubeiðninni er vakið máls á því mikilvæga máli hvernig best sé að háttá fjárfestingum lífeyrissjóða svo að þeir nýtist ellilífeyrisþegum framtíðarinnar (og því þjóðinni allri) sem best. Að hluta til er um að ræða flókið viðfangsefni sem ekki er hægt að gefa einhlít talnaleg svör við sem gildi um alla framtíð. Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða eru mikilvægar og hjálpa varðandi áhættudreifingu og jákvæð þjóðhagsleg áhrif en fela ekki í sér einhverja einfalda allsherjarlausn. Þær eru einnig áhættusamar og þeim fylgir gjaldmiðlaáhætta fyrir sjóðfélaga. Ávöxtunartækifæri og áhættu lífeyrissjóða þarf að meta á hverjum tíma í ljósi ástands og horfa, og tækifæri geta skapast jafnt á innlendum og erlendum vettvangi.

Svörin sem hér hafa verið gefin benda til nauðsynjar þess að þróað verði líkan sem nær utan um flókið samspil lífeyrissjóðanna og þjóðhagslegra þátta. Hér með er því sett fram sú ábending að slíkt líkan verði smíðað í samvinnu stjórnvalda og Landssamtaka lífeyrissjóða og það verði síðan notað af báðum aðilum sem hjálpartæki við stefnumótun.

Vísbendingar eru um að 50% þak á gjaldmiðlaáhættu hamli erlendum fjárfestingum sjóðanna í þeim mæli að þær minnki meira en æskilegt er töluvert áður en því er náð fyrir lífeyrissjóðina í heild. Ástæðan er sú að stærri sjóðir sem þegar eru komnir með hlutfall vel yfir 40% leggi ekki í að fara hærra af ótta við að lækkun á gengi krónunnar geti fleytt þeim yfir 50% markið og þeir verði því brotlegir gegn reglum. Í þessu sambandi þarf að taka með í reikninginn að gengisvarnir eru um þessar mundir torfengnar á sæmilegum kjörum. Þetta gæti þýtt að erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna verði minni en heppilegt er út frá sjónarmiðum um áhættudreifingu og þjóðhagslegt jafnvægi. Hér með er því sett fram sú ábending að skoðað verði hvort hækka eigi þessi mörk og/eða afnema þau en styrkja þá um leið regluverk um áhættustýringu sjóðanna og gera kröfu um að þeir útskýri vel fyrir sjóðfélögum og eftirlitsaðilum þá hlutdeild erlendra eigna sem þeir eru með á hverjum tíma.²¹

²¹ Fjármála- og efnahagsráðuneytið (2017) er með umfjöllun um þessi atriði sem vert er að skoða í þessu samhengi.

Heimildir

- Ásgeir Daníelsson (2014). Should Icelandic pension funds hedge currency risk in their foreign investments. Working paper no. 65. Seðlabanki Íslands.
- Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson (2014). Áhættudreifing eða einangrun? Landssamband lífeyrissjóða.
- Bjarni Guðmundsson (2013). Breytingar á mati skuldbindinga og fleira sem hefur áhrif á stöðu lífeyrissjóða. Minnisblað, ágúst 2013. Sótt á <https://www.stjornarradid.is/media/fjarmalaraduneyti-media/media/frettatengt2015/Fylgiskjal-III.pdf>
- Fjármála- og efnahagsráðuneytið (2017). Skýrsla starfshóps um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða. Sótt á <https://www.stjornarradid.is/media/fjarmalaraduneyti-media/media/frettatengt2016/Skyrsla-starfshops-um-erlendar-fjarfestingar-lifeyrissjoda.pdf>
- Gylfi Magnússon (2018). Lífeyrissjóðir og fjármálakerfið. Minnisblað fyrir starfshóp um hvítbók um fjármálakerfið. 16. nóvember 2018. Sótt á https://www.stjornarradid.is/library/02-Rit--skyrslur-og-skrar/Gylfi%20Magnusson_Lifeyrissjodir%20og%20fjarmalakerfid.pdf
- Guðmundur Guðmundsson (1998). Þróun lífeyrissjóða. Fjármálatíðindi 1998, fyrra hefti.
- Guðmundur Guðmundsson og Kristína Baldursdóttir (2005). Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir. Peningamál 2005/4.
- Hagfræðistofnun Háskóla Íslands (2017). Umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi. Skýrsla nr. C17:07. Október 2017. Sótt á <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=falbd347-fd22-11e7-9423-005056bc4d74>
- Már Guðmundsson (2000). Íslenska lífeyriskerfið. Landssamtök lífeyrissjóða. Sótt á https://www.asi.is/media/3184/_sl1_feyriskerfi_-_M_r_Gu_mundss.2000.pdf
- Már Guðmundsson (2011). Íslenska lífeyriskerfið: styrkleikar og veikleikar í alþjóðlegu samhengi. Málþing til heiðurs Hrafni Magnússyni, fyrrverandi framkvæmdastjóra Landssambands lífeyrissjóða, haldið í Hörpu 14. október 2011. Sótt á <https://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9117>
- Páll Gunnar Pálsson (2013). Samkeppnin og hlutverk lífeyrissjóða. Sótt á https://www.samkeppni.is/media/raedur-2013/Raeda_03_2013_PGP_Samkeppnin_og_hlutverk_lifeyrissjoda.pdf
- Piketty, Thomas (2014). Capital in the Twenty-First Century. Harvard University Press.

- Seðlabanki Íslands (2012). Valkostir Íslands í gjaldmiðils og gengismálum. Sérrit 7.
- Samkeppniseftirlitið (2018). Framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið. Svör Samkeppniseftirlitsins við spurningum Hvítbókarnefndar. Skýrsla 1/2018. Sótt á <https://www.samkeppni.is/media/skyrslur/Svor-SE-til-Hvitbokarnefndar.pdf>
- Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs (2018). Glærुकyning. Sótt á <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=cee149c2-0019-11e8-9423-005056bc4d74>
- Sveinbjörn Blöndal og Stefano Scarpetta (1998). The Retirement Decision in OECD Countries. OECD Economics Working Papers No. 202.
- Talnakönnun hf. (2014). Þróun á nokkrum stærðum í lífeyriskerfi Íslendinga 2013-2059. Fyrir aðila vinnumarkaðarins um endurskoðun lífeyrismála. Sótt á <https://www.stjornarradid.is/media/fjarmalaraduneyti-media/media/frettatengt2015/Fylgiskjal-IV.pdf>