



Skýrsla starfshóps um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða

EFNISYFIRLIT

Efnisyfirlit.....	2
1 Inngangur	3
2 Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða í gegnum tíðina.....	3
3 Stórir fiskar í lítilli tjörn.....	4
4 Fyrirsjáanleg stækkun sjóðanna	7
5 Fjárfestingarstefna og gjaldeyriskaup	15
6 Er hægt að kaupa allar þessar innlendu eignir?	18
7 Er hægt að kaupa allan þennan gjaldeyri?	20
8 Er æskilegt að setja gólf á erlenda eign sjóðanna?	23
9 Hvernig á að taka á aukinni gengisáhættu?.....	25
10 Þarf að breyta lögum? Lokaorð.....	29
11 Viðauki: Talnaefni.....	31

1 INNGANGUR

Þann 21. mars sl. skipaði fjármála- og efnahagsráðherra starfshóp um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna. Verkefni hópsins var að kortleggja árlega fjárfestingargetu íslenskra lífeyrissjóða, setja fram æskileg markmið á tilteknu bili um erlendar eignir þeirra og áætlun um hversu hratt þeir geti náð slíkum markmiðum. Þá var hópnum falið að meta hvort æskilegt sé að breyta núverandi löggjöf um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna, einkum með tilliti til þess hvort rétt sé að áskilja lágmark eða hámark á fjárfestingar þeirra erlendis. Starfshópnum var gefinn tiltölulega skammur tími til að skila af sér og takmarkar það nokkuð hve djúpt og breið umfjöllun hans um viðfangsefnið gat orðið.

Í hópnum sátu Gylfi Magnússon, dósent við Háskóla Íslands, formaður, Hersir Sigurgeirsson, dósent við Háskóla Íslands, Þórey S. Þórðardóttir, framkvæmdastjóri Landssamtaka lífeyrissjóða, Ólafur Sigurðsson, framkvæmdastjóri Birtu lífeyrissjóðs og Fjóla Agnarsdóttir, hagfræðingur í fjármála- og efnahagsráðuneytinu.

2 ERLENDAR FJÁRFESTINGAR LÍFEYRISSJÓÐA Í GEGNUM TÍÐINA

Íslenskir lífeyrissjóðir hófu að fjárfesta í erlendum verðbréfum í kjölfar gildistöku samningsins um evrópska efnahagssvæðið árið 1994 en með honum var áratugagömlum gjaldeyrishömlum aflétt. LSR og fleiri lífeyrissjóðir sem sérlög giltu um fengu þó ekki heimild til erlendar fjárfestingar fyrr en nokkru síðar.¹ Fyrir árið 1994 höfðu erlendar eignir sjóðanna verið nær engar þótt takmörkuð erlend fjárfesting hafi verið heimil 1991 til 1993 í aðdraganda gildistöku EES-samningsins. Sjóðirnir nýttu sér heimild til erlendar fjárfestingar af talsverðum krafti á síðari hluta tíunda áratugarins og árið 2000 var hún orðin tæpur fjórðungur heildareigna. Vægi erlendra eigna minnkaði talsvert næstu ár á eftir uns þær voru orðnar rúm 14% heildareigna snemma árs 2003. Sá samdráttur var þó einungis tímabundinn og árið 2006 var vægið orðið um 30%. Hlutfallið hélst nær óbreytt til ársins 2010 þegar það tók að minnka aftur.

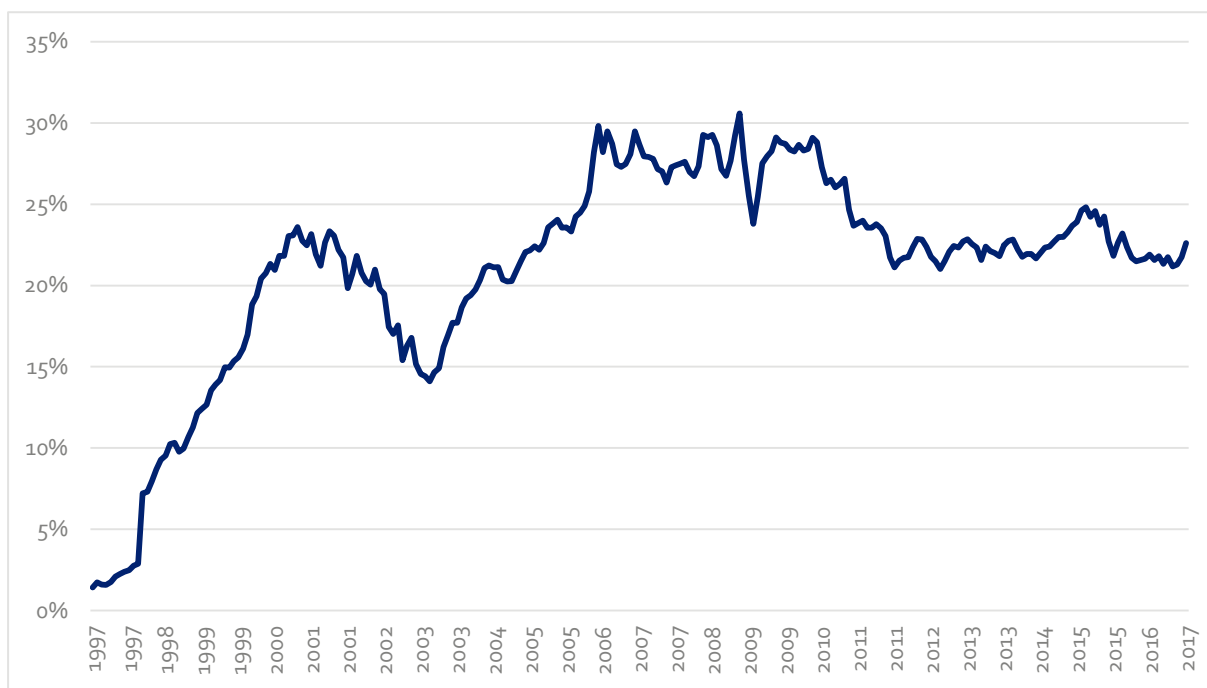
Vegna fjármagnshafta sem komið var á í kjölfar bankahrunsins síðla árs 2008 gátu lífeyrissjóðirnir ekki nýtt iðgjöld sjóðfélaga til kaupa á erlendum eignum. Þeir gátu einungis

¹ Í árslok 1997 voru erlendar eignir lífeyrissjóða með ábyrgð annarra mun lægra hlutfall heildareigna en hjá öðrum lífeyrissjóðum. Á þeim tíma áttu lífeyrissjóðir með ábyrgð annarra erlendar eignir að markaðsvirði um 440 milljónir króna (0,7% heildareigna) en aðrir lífeyrissjóðir áttu erlendar eignir að markaðsvirði 7.983 milljónir króna (13,8% heildareigna).

keypt erlendar eignir með sölu á öðrum erlendum eignum eða fyrir vexti og arðgreiðslur af slíkum eignum. Vegna þessa og þátttöku sjóðanna í gjaldeyrisútboðum Seðlabanka Íslands dró nokkuð úr vægi erlendra eigna á árunum 2010 til 2012 og hafa þær verið um 22% heildareigna síðan.

Um mitt ár 2015 hóf Seðlabanki Íslands að veita lífeyrissjóðum heimild til fjárfestinga erlendis fyrir tiltekna upphæð hverju sinni. Nam leyfð heildarfjárfesting um 95 mö. króna árin 2015 og 2016. Hlutfall erlendra eigna af heildareignum sjóðanna hefur þó lítið breyst þrátt fyrir þetta því að á móti hefur vegið talsverð styrking gengis krónunnar. Í lok janúar 2017 var hlutfallið 22,6% að meðaltali. Sjá einnig mynd 1.

Mynd 1. Erlendar eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af heildareignum.

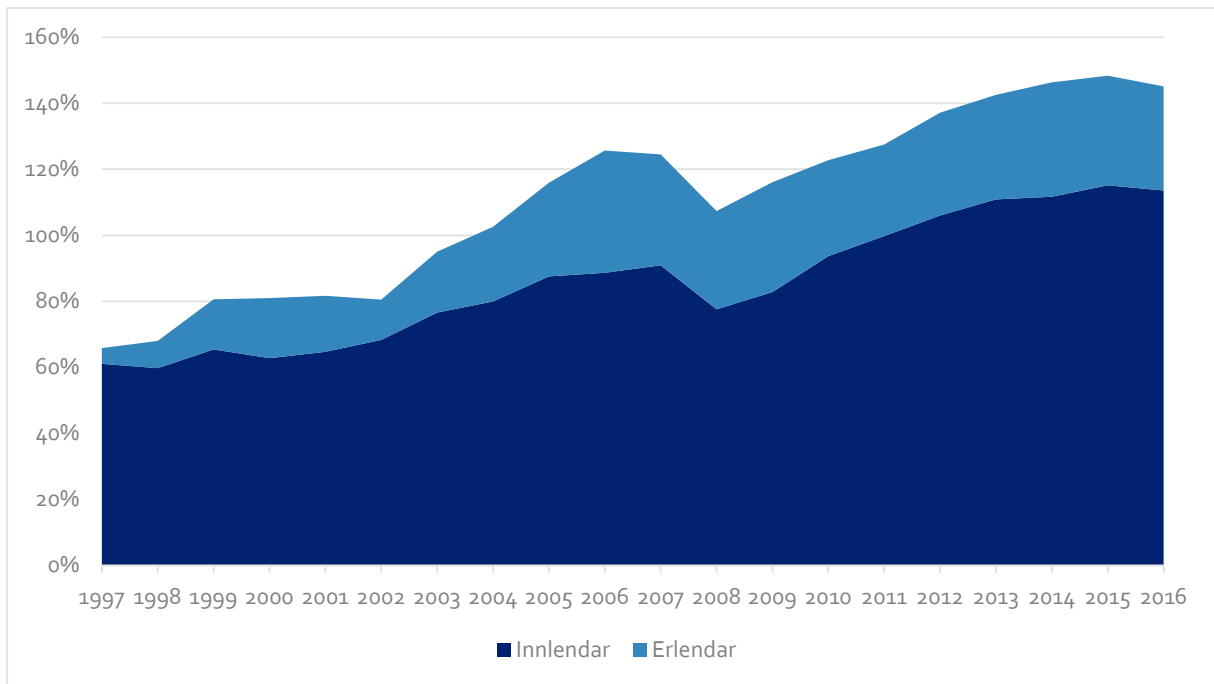


Heimild: Seðlabanki Íslands.

3 STÓRIR FISKAR Í LÍTILLI TJÖRN

Þrátt fyrir að erlendar eignir hafi vaxið úr engu og upp í rúm 20% heildareigna lífeyrissjóðanna frá árinu 1994 hafa innlendar eignir einnig vaxið verulega. Þær hafa vaxið um 346% að raunvirði frá árslokum 1997 til ársloka 2016 og nær tvöfaldast í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Sjá einnig mynd 2.

Mynd 2. Eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mikill vöxtur eigna lífeyrissjóðakerfisins hefur gert sjóðina að eigendum stórs hluta innlendra peningalegra eigna, sérstaklega verðbréfa. Þannig eru sjóðirnir eigendur stórs hluta allra skráðra verðbréfa héraðs, hvort heldur er skuldabréfa eða hlutabréfa. Auk þess eiga þeir verulegar eignir sem ekki eru skráðar í kauphöll, þ.á m. útlán til sjóðfélaga.

Umsvifin má m.a. merkja á því að í árslok 2016 áttu sjóðirnir eignir að verðmæti 3.514 ma. króna og á sama tíma var markaðsvirði allra skráðra innlendra verðbréfa 3.437 ma. króna. Eignir lífeyrissjóðanna myndu því duga vel til að kaupa öll skráð skuldabréf, víxla og hlutabréf á Íslandi. Nokkrar lykiltölur má sjá í töflu 1.

Tafla 1. Íslenskur fjármálamarkaður og lífeyrissjóðir í árslok 2016²

	Milljarðar króna	Hlutfall af VLF
Markaðsskuldabréf	2.390	98,7%
Markaðsvíxlar	54	2,2%
Skráð hlutabréf	993	41,0%
Markaðsverðbréf alls	3.437	141,9%
Hlutdeildarskirt. sjóða	595	24,6%
Innlendar eignir Isj.	2.750	113,6%
Erlendar eignir Isj.	764	31,6%
Allar eignir lífeyrissjóða	3.514	145,1%
Sjóðfélagalán (áætluð)	237	9,8%

Eins og tafla 1 sýnir eru innlendar eignir lífeyrissjóða, að frádregnum áætluðum sjóðfélagalánum um 104% af vergri landsframleiðslu en markaðsverðbréf alls um 142% af vergri landsframleiðslu. Svigrúm sjóðanna til að bæta við sig innlendum markaðsverðbréfum er því mjög takmarkað nema markaðurinn stækki samhliða.

Áhrif lífeyrissjóðakerfisins á íslenska fjármálamarkaðinn eru að sama skapi mjög mikil. Ákvarðanir sjóðanna um kaup eða sölu geta haft veruleg áhrif á markaðsverð flestra peningalegra eigna. Þá hafa ákvarðanir þeirra um fjármögnun eigna, svo sem íbúðarhúsnæðis, áhrif á verð slíkra eigna. Jafnframt geta ákvarðanir sjóðanna um kaup eða sölu á gjaldeyri haft umtalsverð áhrif á gengi íslensku krónunnar.

Eignarhald lífeyrissjóða á hlutabréfum þýðir að þeir geta haft veruleg áhrif á stjórnun fyrirtækja, m.a. með því að beita sér við kjör stjórnarmanna. Þá getur eignarhald lífeyrissjóða í mörgum fyrirtækjum leitt til svokallaðs *lárétts eignarhalds* (e. horizontal ownership) en með því er átt við að sami aðili á umtalsverðan hlut í tveimur eða fleiri fyrirtækjum sem keppa á sama markaði. Slíkt eignarhald hefur einkum verið rannsakað á mun stærri mörkuðum en gera má ráð fyrir að það sé sérstaklega viðkvæmt frá samkeppnissjónarmiði á smáum markaði með

² Hlutdeildarskírteini sjóða teljast til markaðsverðbréfa en í því felst talsverð tvítalning því að helstu eignir þeirra flestra eru önnur markaðsverðbréf. Þeim er því sleppt hér úr samtölu fyrir markaðsverðbréf.

fáum keppinautum. Mikil umsvif sjóðanna á litlum markaði setja þá því iðulega í flókna stöðu sem ábyrgð fylgir.

Smæð íslenska markaðarins sníður lífeyrissjóðunum þröngan stakk. Raunar er fyrirsjáanlegt að ekki verði með góðu móti hægt að ávaxta jafnhátt hlutfall eigna sjóðanna innanlands og nú er gert vegna mikillar stækkunar þeirra. Það eitt og sér gerir aukna erlenda fjárfestingu óhjákvæmilega. Ljóst hefur verið lengi að innlendir markaður myndi fyrr eða síðar ekki nægja stækkandi lífeyrissjóðakerfi. Það var t.d. niðurstaða Guðmundar Guðmundssonar og Kristíönu Baldursdóttur árið 2005 í grein þeirra *Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir* (Peningamál, bls. 87-102, 4. tbl. desember). Margvísleg önnur rök má færa fyrir erlendri fjárfestingu lífeyrissjóða. Þau verða ekki öll rakin hér en benda má m.a. á bók Ásgeir Jónssonar og Hersis Sigurgeirssonar frá árinu 2014 *Áhættudreifing eða einangrun? Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga*.

4 FYRIRSJÁANLEG STÆKKUN SJÓÐANNA

Fyrirsjáanlegt er að eignir íslenska lífeyrissjóðakerfisins munu vaxa verulega á næstu áratugum. Talsverð óvissa ríkir þó um það hve mikill vöxturinn verður en hann veltur einkum á ávöxtun sjóðanna, launaþróun, ákvörðunum um iðgjöld og lýðfræðilegum breytum, sérstaklega aldursdreifingu, örorkutíðni, atvinnuþátttöku og því hvenær einstaklingar velja að hefja töku lífeyris. Þá er óvissa um þátttöku í viðbótarlífeyrissparnaðarkerfinu og um greiðslur úr því, m.a. í ljósi þess að unnt er að nýta þann sparnað til að greiða niður lán og spara fyrir húsnæðis kaupum.

Vegna þess hve þröngur tímarammi var um starf þessa starfshóps var ekki hægt að vinna sérstaka spá um stækkun sjóðanna fyrir skýrslu hópsins. Hópurinn hafði hins vegar til hliðsjónar mat annarra á líklegri stækkun sjóðanna. Sérstaklega var horft til skýrslu Talnakönnunar frá árinu 2014, *Þróun á nokkrum stærðum í lífeyrskerfi Íslendinga 2013-2059*.

Í skýrslu Talnakönnunar er því spáð að iðgjöld verði meiri en lífeyrir og rekstrarkostnaður lífeyrissjóðakerfisins allt til ársins 2030 en minni eftir það. Sjóðirnir vaxi þó áfram vegna ávöxtunar og verði um 350% af landsframleiðslu árið 2059.

Sérfræðingar Arion banka komust að svipaðri niðurstöðu í óbirtri rannsókn.³ Þar var því spáð að iðgjöld yrðu hærri en lífeyrisgreiðslur og rekstrarkostnaður til ársins 2032, að teknu tilliti til hækkunar iðgjalda vegna SALEK samkomulagsins. Þá var því spáð að eignir lífeyrissjóðakerfisins í heild yrðu rétt rúm 400% af vergri landsframleiðslu um 2060 og næðu hámarki um það leyti.

Frá því að þessar spár voru gerðar hefur það m.a. gerst að hagvöxtur hefur verið meiri en gert var ráð fyrir, sérstaklega árið 2016, en að öðru leyti hafa forsendur lítið breyst. Til að áætla áhrif ákvarðana um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna á heildareignir og skiptingu þeirra verður því hér miðað við einfalt reiknilíkan sem skilar í grófum dráttum sömu niðurstöðum og fyrrnefnd líkön en þó örlítið lægri heildareignum í hlutfalli við verga landsframleiðslu í lok tímabilsins, eða um 338% árið 2057.⁴

Þetta einfalda reiknilíkan var fyrst og fremst notað til að áætla hvernig skipting eigna í innlendar og erlendar myndi þróast m.v. mismunandi forsendur um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna og þar með gjaldeyriskaup eða –sölu.

Fyrirsjáanlegt er að innlendar eignir sjóðanna munu vaxa mjög mikið á næstu áratugum, bæði að raunvirði og sem hlutfall af vergri landsframleiðslu, nema erlendar fjárfestingar sjóðanna verði þeim mun meiri. Jafnvel þótt öll hrein iðgjöld sjóðanna verði notuð til að kaupa erlendar eignir þar til hrein iðgjöld verða neikvæð þá munu innlendar eignir vaxa úr um 114% af vergri landsframleiðslu í um 160% á tæpum 20 árum. Skýringin er fyrst og fremst sú forsenda að árleg raunávöxtun eigna sjóðanna (3,5%) verði meiri en hagvöxtur (1,4%). Vöxtur að raunvirði, þ.e. í krónum á föstu verðlagi, yrði enn meiri hlutfallslega, þ.e. 3,5% á ári.

Rétt er að hafa í huga að ekki er víst að raunávöxtun sjóðanna verði 3,5% á ári. Verði hún lægri vaxa sjóðirnir sem því nemur minna og þá verða jafnframt lífeyrisgreiðslur lægri en nú er miðað við. Hið öfuga gerist verði ávöxtunin hærri en 3,5% að jafnaði. Mjög mikill vöxtur

³ Sjá Ólafur Örn Jónsson (2016): *Hve stórt verður lífeyriskerfið? Glærur frá fundi á Nauthóli 12. maí.*

⁴ Helstu forsendur eru að raunávöxtun eigna verði 3,5% á ári, framleiðniaukning 1% á ári og að fjöldi á vinnumarkaði vaxi jafnhrott og fjöldi Íslendinga á aldrinum 20-65 ára skv. mannfjöldaspá Hagstofunnar. Þá er gert ráð fyrir að hrein iðgjöld lækki jafnt og þétt sem hlutfall af vergri landsframleiðslu og verði neikvæð árið 2035.

innlendra eigna sjóðanna mun að öðru jöfnu lækka ávöxtun innlendra eigna eins og rætt er nánar síðar.

Þá er rétt að vekja athygli á því að spáð er talsvert hægari hagvexti en hann var að jafnaði á 20. öld.⁵ Það byggir annars vegar á þeirri forsendu að framleiðniaukning verði 1,0% á ári og því aðeins hægari en á 20. öld en þá var aukningin nær 1,5% á ári. Hins vegar er spáð talsvert hægari aukningu fólksfjölda og því að hlutfall landsmanna sem er á þeim aldri þegar fólk er almennt á vinnumarkaði, 20-65 ára, lækki talsvert frá því sem nú er. Sú breyting hægir fyrir sjáanlega töluvert á hagvexti. Þá er hún, og sérstaklega hlutfallsleg fjölgun aldraðra, vitaskuld helsta áskorun lífeyriskerfisins.

Til að sjá áhrif mismunandi áherslu lífeyrissjóða á erlendar eignir verða hér sérstaklega skoðaðar fjórar sviðsmyndir. Þær byggja allar á sömu forsendum um hrein iðgjöld, ávöxtun, fólksfjöldaþróun og hagvöxt en mismikilli áherslu á erlendar eignir.

Sviðsmynd 1: Lífeyrissjóðir fjárfesta í erlendum eignum fyrir öll hrein iðgjöld meðan þau eru jákvæð. Eftir að hrein iðgjöld verða neikvæð færa þeir heim fé til að greiða lífeyri sem er umfram iðgjöld með sölu erlendra eigna eða arði af þeim.

Sviðsmynd 2: Lífeyrissjóðir fjárfesta í erlendum eignum fyrir öll hrein iðgjöld meðan þau eru jákvæð. Eftir að hrein iðgjöld verða neikvæð nýta þeir bæði innlendar og erlendar eignir (og ávöxtun þeirra) til að greiða lífeyri sem er umfram iðgjöld í hlutfalli við vægi hvors eignaflokks í heildareignum sjóðanna.

Sviðsmynd 3: Lífeyrissjóðir fjárfesta í erlendum eignum fyrir helming hreinna iðgjalda meðan þau eru jákvæð og kaupa innlendar eignir fyrir hinn helminginn. Eftir að hrein iðgjöld verða neikvæð nýta þeir bæði innlendar og erlendar eignir (og ávöxtun þeirra) til að greiða lífeyri sem er umfram iðgjöld í hlutfalli við vægi hvors eignaflokks í heildareignum sjóðanna.

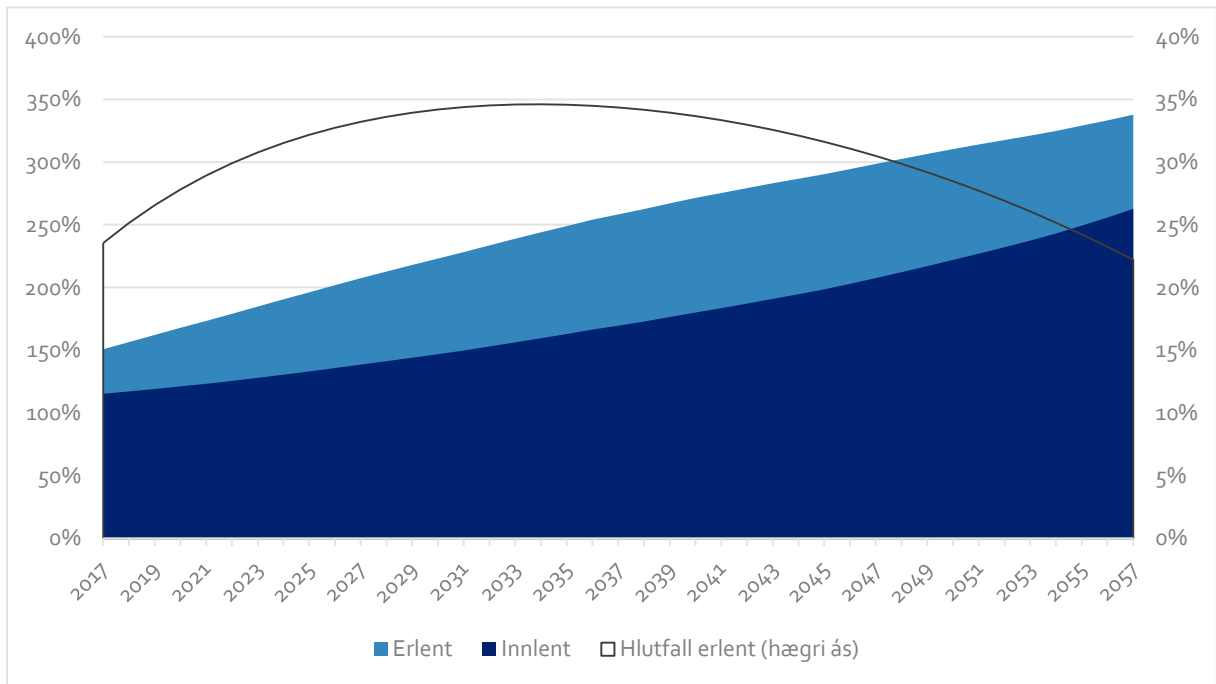
⁵ Nánari umfjöllun um þetta má m.a. sjá í Gylfi Magnússon (2013): *Boðhlaup kynslóðanna*. Stjórnsmál og stjórnsýsla, 9. árg. 1. tbl. bls. 21-51.

Sviðsmynd 4: Lífeyrissjóðir fjárfesta í erlendum eignum fyrir öll hrein iðgjöld meðan þau eru jákvæð. Eftir að hrein iðgjöld verða neikvæð nýta þeir innlendar eignir (og ávöxtun þeirra) til að greiða lífeyri sem er umfram iðgjöld.

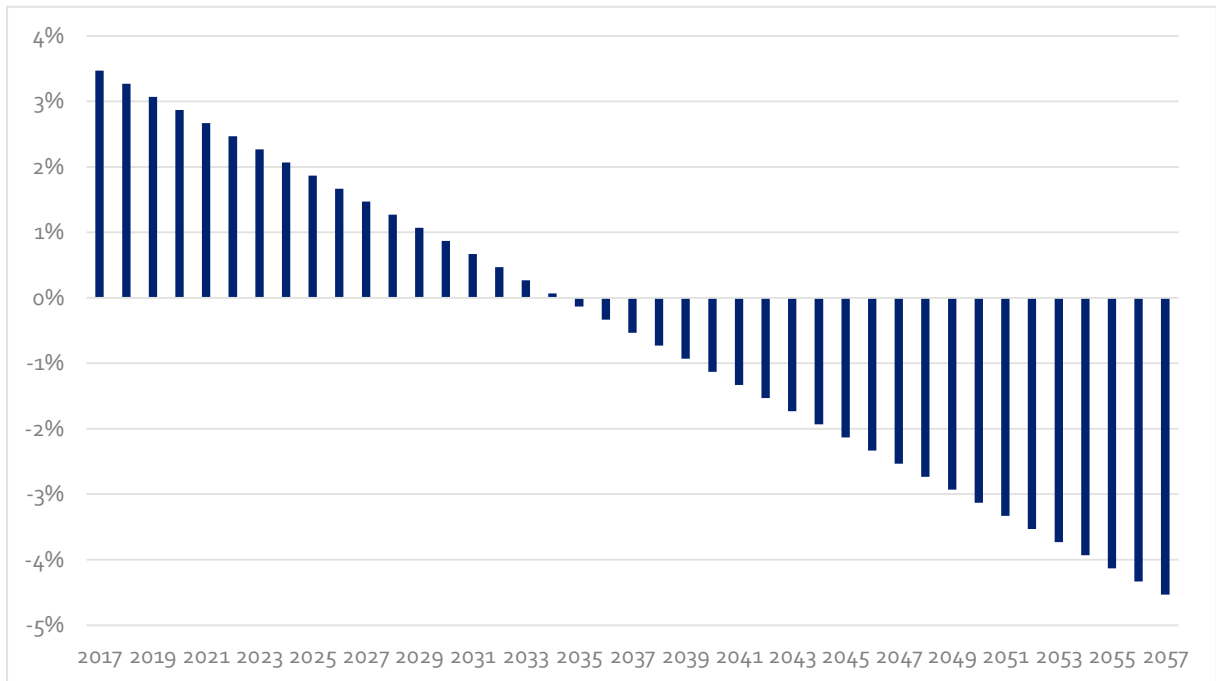
Afleiðingar sviðsmyndar 1:

Miðað við þessa sviðsmynd verða innlendar eignir lífeyrissjóðakerfisins orðnar um 260% af vergri landsframléiðslu árið 2057, sem er meira en tvöföldun frá því sem nú er. Að raunvirði hefðu innlendu eignirnar vaxið um 310%. Til þess að það gæti gengið eftir þyrfti því framboð á innlendum eignum að vaxa nokkurn veginn jafnmikið, nema hlutdeild lífeyrissjóðanna á íslenskum markaði vaxi enn frá því sem nú er.

Mynd 3. Innlendar og erlendar eignir sjóðanna sem hlutfall af VLF m.v. sviðsmynd 1.



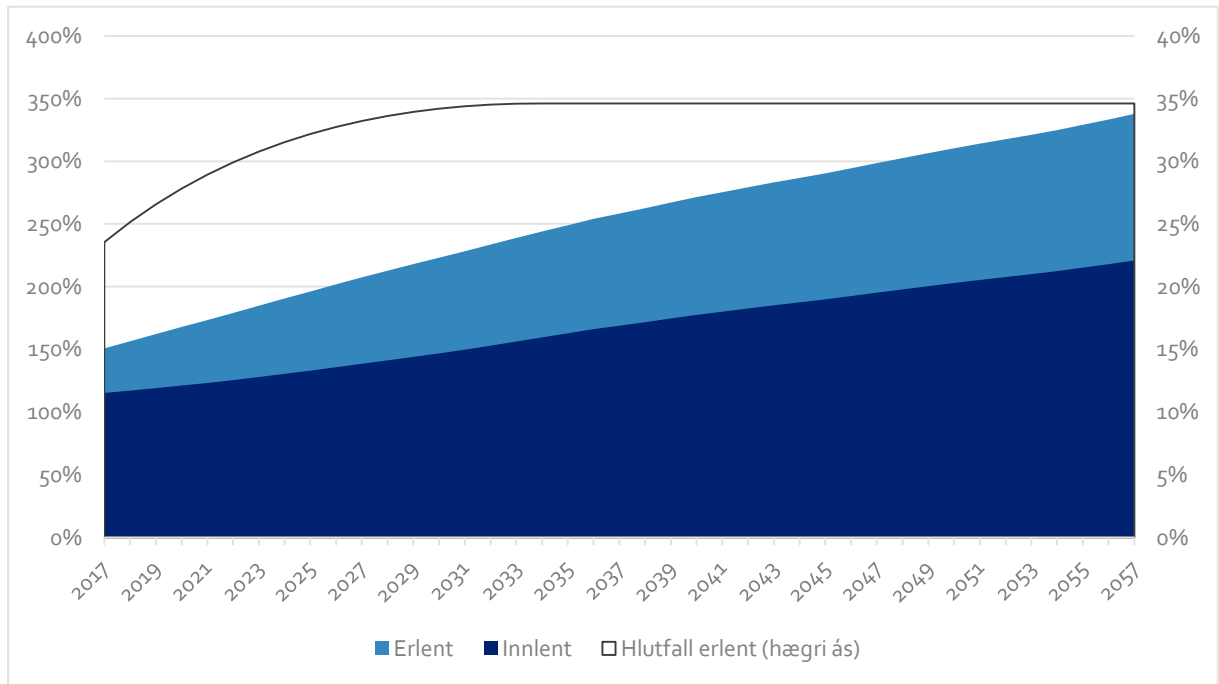
Mynd 4: Kaup (-sala) lífeyrissjóða á gjaldeyri sem hlutfall af VLF í sviðsmynd 1



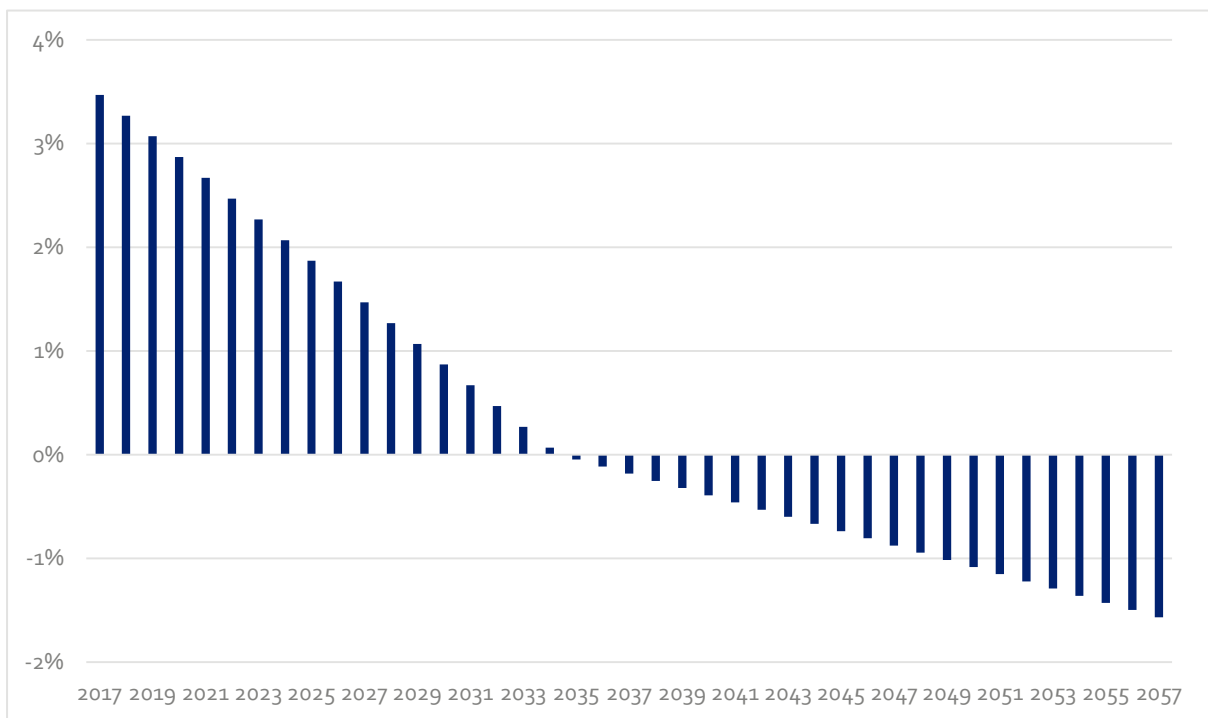
Afleiðingar sviðsmyndar 2:

Miðað við þessa sviðsmynd verða innlendar eignir lífeyrissjóðakerfisins orðnar um 220% af vergri landsframleiðslu árið 2057, sem er tæplega tvöföldun frá því sem nú er. Að raunvirði hefðu innlendu eignirnar vaxið um 244%. Til þess að það gæti gengið eftir þyrfti því framboð á innlendum eignum að vaxa nokkurn veginn jafnmikið, nema hlutdeild lífeyrissjóðanna á íslenskum markaði vaxi enn frá því sem nú er.

Mynd 5. Innlendar og erlendar eignir sjóðanna sem hlutfall af VLF m.v. sviðsmynd 2.



Mynd 6: Kaup (-sala) lífeyrissjóða á gjaldeyri sem hlutfall af VLF í sviðsmynd 2

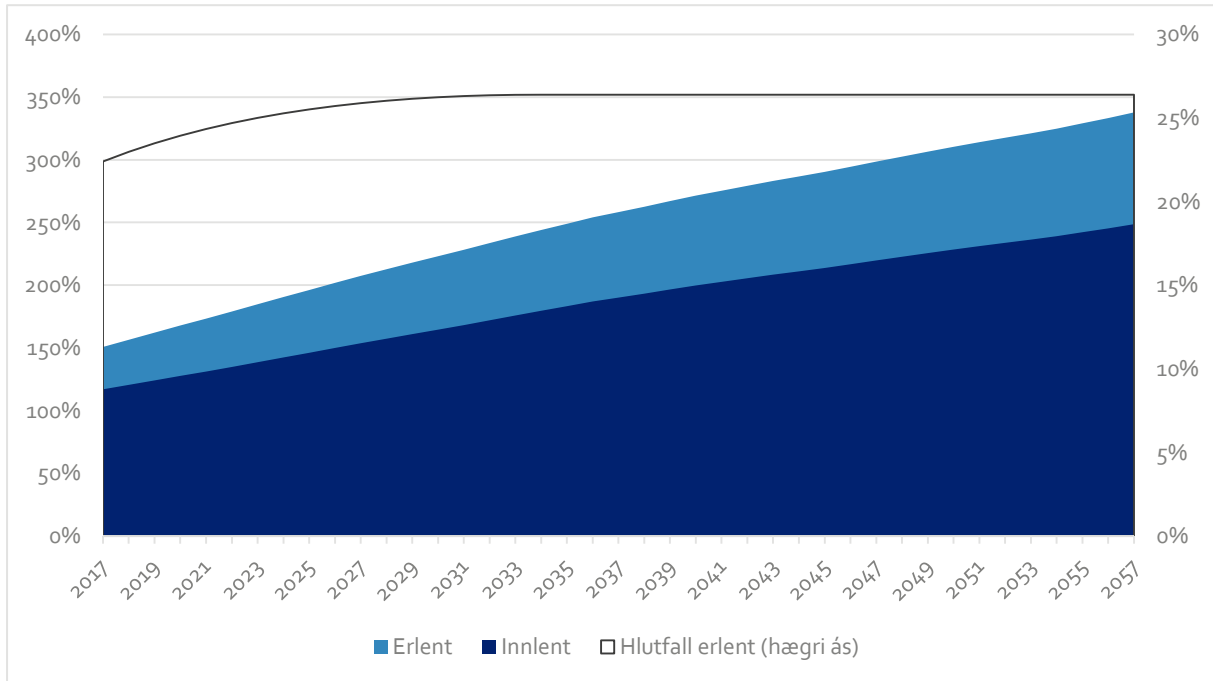


Afleiðingar sviðsmyndar 3:

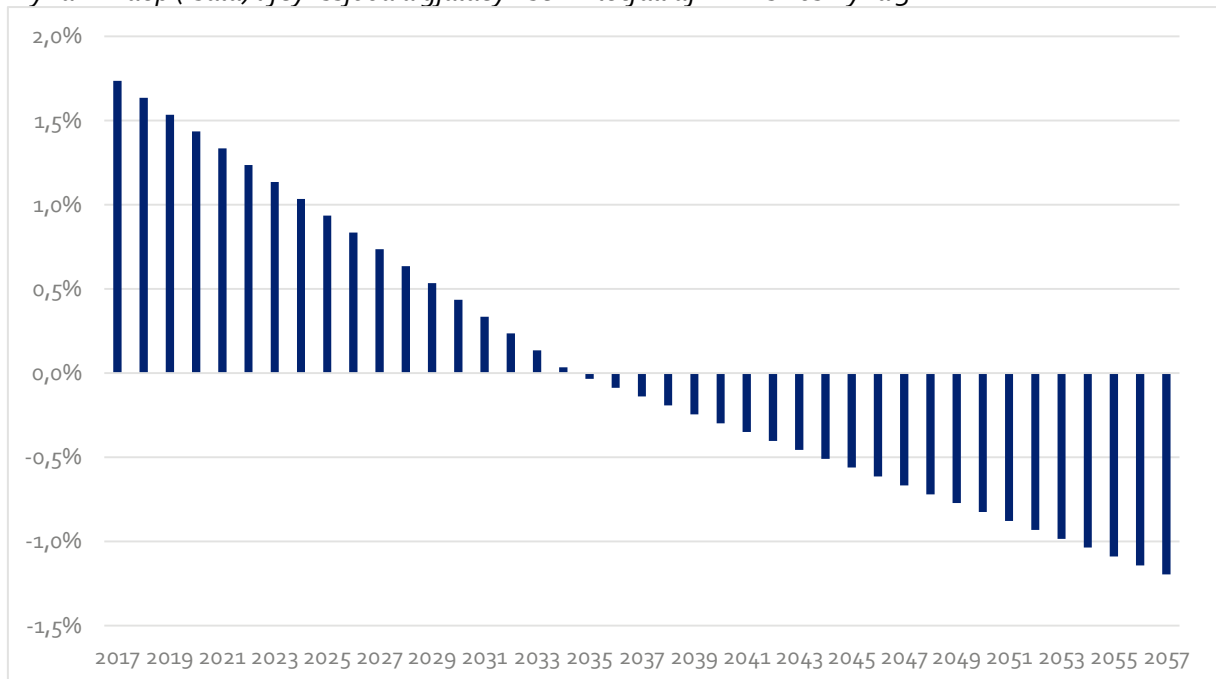
Miðað við þessa sviðsmynd verða innlendar eignir lífeyrissjóðakerfisins orðnar um 250% af vergri landsframleiðslu árið 2057, sem er ríflega tvöföldun frá því sem nú er. Að raunvirði hefðu

innlendu eignirnar vaxið um 288%. Til þess að það gæti gengið eftir þyrfti því framboð á innlendum eignum að vaxa nokkurn veginn jafnmikið, nema hlutdeild lífeyrissjóðanna á íslenskum markaði vaxi enn frá því sem nú er.

Mynd 7. Innendar og erlendar eignir sjóðanna sem hlutfall af VLF m.v. sviðsmynd 3.



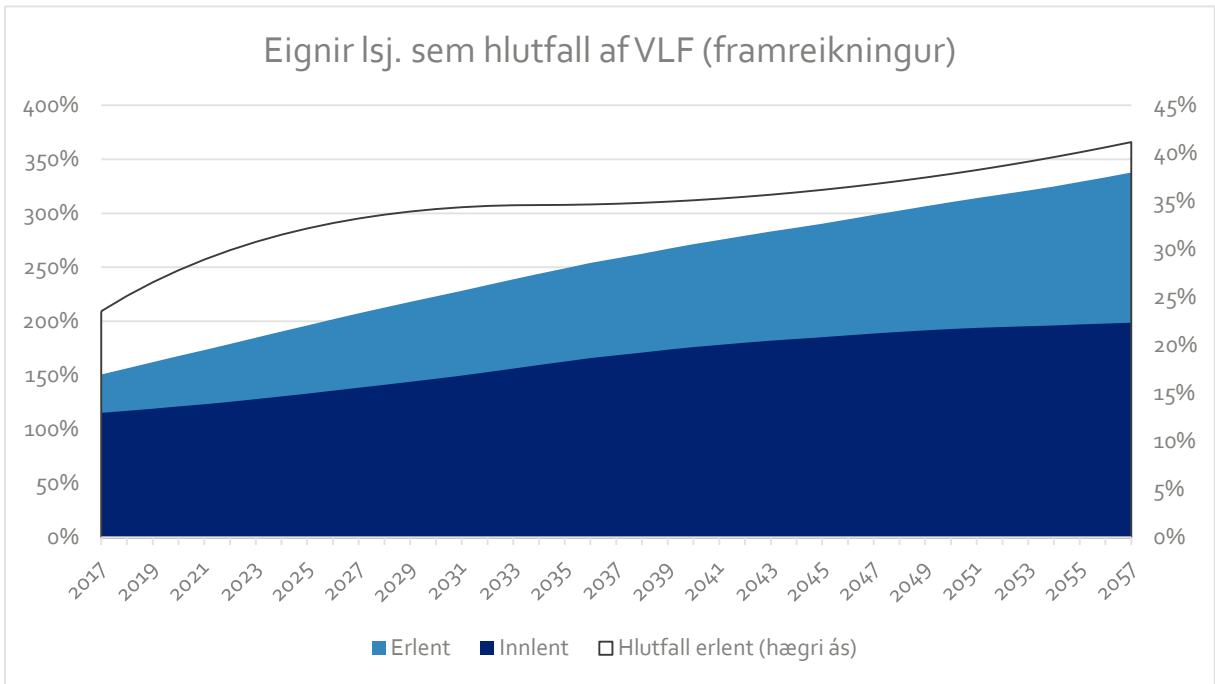
Mynd 8: Kaup (-sala) lífeyrissjóða á gjaldeyri sem hlutfall af VLF í sviðsmynd 3



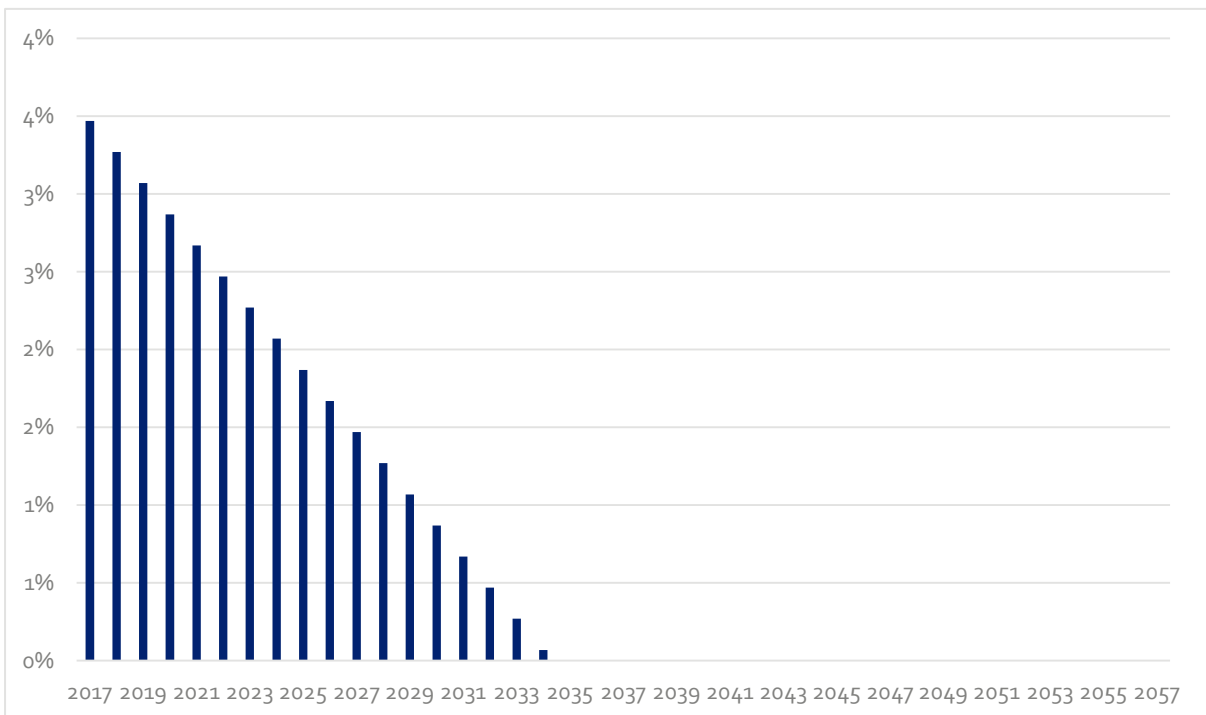
Afleiðingar sviðsmyndar 4:

Þessi sviðsmynd skilar minnstum vexti innlendra eigna en miðað við hana verða innlendar eignir lífeyrissjóðakerfisins þó orðnar um 199% af vergri landsframleiðslu árið 2057, sem er tæplega tvöföldun frá því sem nú er. Að raunvirði hefðu innlendu eignirnar vaxið um 210%. Til þess að það gæti gengið eftir þyrfti því framboð á innlendum eignum að vaxa nokkurn veginn jafnmikið, nema hlutdeild lífeyrissjóðanna á íslenskum markaði vaxi enn frá því sem nú er.

Mynd 9. Innlendar og erlendar eignir sjóðanna sem hlutfall af VLF m.v. sviðsmynd 4.



Mynd 10: Kaup (-sala) lífeyrissjóða á gjaldeyri sem hlutfall af VLF í sviðsmynd 4



5 FJÁRFESTINGARSTEFNA OG GJALDEYRISKAUP

Fjárfestingum lífeyrissjóða eru settar ákveðnar skorður sem markaðar eru með lögum um lífeyrissjóði og reglum þar að lútandi. Hver sjóður fyrir sig mótar fjárfestingarstefnu á grundvelli VII. kafla laga nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, reglugerð nr. 916/2009 um form og efni fjárfestingarstefnu, samþykktum og gildandi kjarasamningum.

Með fjárfestingarstefnu er átt við markmið um eignasamsetningu lífeyrissjóðs. Fjárfestingarstefnu skal gera árlega með hliðsjón af forsendum og getur falið í sér markmiðssetningu til lengri tíma en eins árs. Í fjárfestingarstefnunni skal koma fram áætlun um hvenær markmiði um eignasamsetningu skuli náð. Fjárfestingarstefnur eru því stefnuskjöl sem mótuð eru af stjórnnum með þátttöku starfsmanna sem annast eigna- og áhættustýringu sem og ráðgjöfum. Stefnunni er ætlað að vera vegvísir fyrir stjórn, starfsmenn og þá þjónustuaðila sem stýra eignum fyrir sjóðina og er samkvæmt lögum kynnt fyrir sjóðfélögum á ársfundum. Lífeyrissjóðir setja sér þannig markmið og vikmörk um einstaka eignaflokka, bæði innlenda og erlenda, sem taka mið af fjölmörgum forsendum í samræmi við góðar viðskiptavenjur.

Hlutfall erlendra eigna og erlendra gjaldmiðla er hluti af þeim forsendum sem lagðar eru til grundvallar við mótun fjárfestingarstefnu en að lágmarki skal þó vera umfjöllun um áhrif lífeyrisbyrðar, réttindakerfis og áætlaðs framtíðargreiðsluflæðis vegna lífeyrisskuldbindinga. Einnig skal fjalla um áhrif núverandi eignasamsetningar á fjárfestingarstefnuna.

Starfshópurinn bendir á að mat á áhrifum af breytingum á núverandi eignasamsetningu geti verið flókið og huga þurfi að seljanleika eigna og framboði og eftirspurn viðkomandi eignaflokka. Sú krafa er sambærileg þeirri kröfu sem gerð er til lagasetningar, þ.e. meta þarf áhrif þess ef setja ætti gólf á fjárfestingar lífeyrissjóða. Mat á fyrirsjáanlegum áhrifum er sérlega flókið í ljósi þess hversu lífeyrissjóðirnir eru misjafnir og margir. Ef lífeyrissjóður er með fleiri en eina deild þarf að gera grein fyrir ofangreindum atriðum fyrir hverja deild fyrir sig. Þannig getur stjórn gefið sér ákveðnar forsendur fyrir rekstri séreignardeildar en kjósi sjóðfélagar að flytja séreign sína í tiltekið sparnaðarform er ekki hægt að stýra því hvernig þeim fjárfestingum er varið.

Það er þó hægt að nálgast áform og vilja lífeyrissjóða til að fjárfesta erlendis með skoðun á gildandi fjárfestingarstefnum. Í því sambandi er mikilvægt að hafa í huga að stefnan er ýmist

mótuð til skemmri eða lengri tíma, allt eftir forsendum viðkomandi stjórnar. Sjóðir með langar skuldbindingar og mikið innstreymi horfa til lengri tíma en lokaður sjóður með stuttar skuldbindingar. Tímarammi fjárfestingarstefnunnar er því mislangur eins og lög og reglur gera eðli máls samkvæmt ráð fyrir. Meginforsendan er að fjármagnið er ávaxtað með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma, að teknu tilliti til varúðarsjónarmiða, áhættu og verðtryggðra langtímaskuldbindinga.

Staða íslensku krónunnar er ekki einangranlegur þáttur af þeim forsendum sem liggja að baki heldur samhangandi þáttur við fjölmargar aðrar forsendur. Að mati starfshópsins er það ekki í samræmi við góða viðskiptavenju að móta fjárfestingarstefnu í of miklum mæli út frá stöðu íslensku krónunnar og því vandséð að hægt sé að skilgreina ákjósanlegt hlutfall erlendra eigna nema skoða hvern sjóð fyrir sig.

Undangengin ár hafa fjármagnshöft sett mjög mark sitt á forsendur lífeyrissjóða og núgildandi fjárfestingarstefnur voru settar fram þegar erlend fjárfesting var takmörkuð. Seðlabanki Íslands veitti lífeyrissjóðum tilteknar heimildir til gjaldeyriskaupa og flestir gerðu ráð fyrir að framhald yrði á því með frekari tilslökunum. Forsendubreytingin sem varð með losun fjármagnshafta þann 14. mars sl. er veruleg. Núgildandi fjárfestingarstefnur endurspegla ekki þessar breyttu forsendur þannig að hafa verður fyrirvara á túlkun á þeim um vænt áform lífeyrissjóða til fjárfestingar erlendis þar til lífeyrissjóðum hefur gefist tími til að endurmeta forsendur og kunngerá það með birtingu á breyttri fjárfestingarstefnu eins og lög og reglur gera ráð fyrir.

Þrátt fyrir ofangreinda fyrirvara er engu að síður unnt að skoða gildandi fjárfestingarstefnur og draga af þeim ákveðnar ályktanir. Ef horft er til eignastöðu einstaka lífeyrissjóða, núverandi hlutfalls erlendra eigna og yfirlýstra markmiða um erlenda verðbréfaeign, er hægt að áætla hver áform viðkomandi sjóða um erlenda fjárfestingu eru til skemmri eða lengri tíma.

Þannig hafa þeir lífeyrissjóðir sem starfshópurinn kannaði sett fram markmið um að hækka hlutfall erlendra eigna úr 25% í 30% samkvæmt birtum fjárfestingarstefnum. Eignabreytingin ein og sér, að teknu tilliti til stærðar þeirra, er um 40 ma.kr. og nýti þeir efri vikmörk fjárfestingarstefnunnar til fulls, sem er 40% hlutfall erlendra eigna að hámarki, er hún 135 ma.kr. Gjalderyisþörf þeirra er þannig á milli 40 og 135 ma.kr. innan tímaramma fjárfestingarstefnunnar að öðrum forsendum óbreyttum. Ef gengið er út frá því að áform allra

lífeyrissjóða séu áþekk gæti samanlögð gjaldeyrispörf þeirra verið á bilinu 150 og 500 ma.kr. innan tímaramma fjárfestingarstefnunnar.

Starfshópurinn bendir á að fyrirsjáanlegt sjóðstreymi til nýfjárfestinga lífeyrissjóða skv. ársreikningum 2015 er 170 ma.kr. Fyrirsjáanlegt sjóðstreymi eru iðgjöld að viðbættum afborgunum skuldabréfa að frádregnum lífeyrisgreiðslum. Ársreikningar lífeyrissjóða fyrir starfsárið 2016 liggja ekki fyrir en ekki er óvarlegt að ætla að fjárhæðin hækki lítillega á milli ára og nálgist 200 ma.kr. á næstu misserum.

Ef fyrirgreindum áformum ætti að hrinda í framkvæmd á skömmum tíma, yrði að beina öllu fyrirsjáanlegu sjóðstreymi til sjóðanna í erlendar fjárfestingar. Það gæti valdið óþægilegum sveiflum á innlendum fjármálamarkaði. Starfshópurinn bendir á að lífeyrissjóðir eru virkir þátttakendur á innlendum fjármálamarkaði og nægir þar að nefna að þeir fjármagna nær öll húsnæðislán landsmanna með beinum og óbeinum hætti. Ef hækka ætti hlutfall erlendra eigna úr 25% í 30% á skömmum tíma, yrðu lífeyrissjóðir sem dæmi að loka fyrir kaup á húsnæðislánum bæði með beinum og óbeinum hætti. Að mörgu leyti eru lífeyrissjóðir ákjósanlegur fjármögnunaraðili húsnæðislána, sökum þess hve skuldbindingar þeirra eru langar. Það er vandséð að fjármálakerfið geti fjármagnað jafnlangar skuldbindingar og húsnæðislán eru, án aðkomu lífeyrissjóða, án þess að það valdi verulegu ósamræmi á milli líftíma eigna og skulda á efnahagsreikningum annarra fjármálastofnana.

Ef aðeins er horft til ofangreindra sjónarmiða blasir við að nálgast þarf erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða af varfærni. Stjórnun lífeyrissjóða er ætlað að móta fjárfestingarstefnu samkvæmt góðum viðskiptavenjum og tilgreindum forsendum. Gerð er rík krafa til þeirra þess efnis að fjárfestingarstefnan sé vel útfærð og unnin af fagmennsku með hagsmuni sjóðsfélaga að leiðarljósi.

Hægt væri þó að nýta fjárfestingarstefnur lífeyrissjóða og skýrslugjöf um þær til að fá nokkuð góða mynd af líklegum gjaldeyriskaupum þeirra til skamms og langs tíma. Það væru mikilvægar upplýsingar fyrir Seðlabanka Íslands sem hefur bæði eftirlit með gjaldeyrismarkaði og gjaldeyrisforða til að bregðast við sveiflum í flæði fjármagns til og frá landinu.

Starfshópurinn telur æskilegt að framsetning fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða verði með þeim hætti að eftirlitsaðilar, þ.e. Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið, geti áætlað út frá þeim líkleg gjaldeyrisviðskipti sjóðanna til skamms og langs tíma. Þótt lífeyrissjóðir þurfi ætíð að

hafa nokkuð svigrúm til að bregðast við markaðsaðstæðum og geti því ekki skuldbundið sig til að eiga í tilteknum gjaldeyrisviðskiptum á tilteknum tíma þá myndu fyrirætlanir þeirra engu að síður fela í sér mikilvægar upplýsingar. Þær myndu auðvelda Seðlabanka Íslands að vinna að því að gjaldeyrisviðskipti séu hnökralaus og leiði ekki til gengissveiflna að óþörfu. Það er jafnframt hagsmunamál lífeyrissjóðanna.

6 ER HÆGT AÐ KAUPA ALLAR ÞESSAR INNLENDU EIGNIR?

Telja má næsta víst að í öllum sviðsmyndunum hér að framan myndi verða afar erfitt fyrir lífeyrissjóðina að finna nægilega miklar innlendar eignir til að ávaxta fé sitt. Þá er við því að búast að afleiðingarnar af tilraunum til þess yrðu talsverð hækkun hlutabréfaverðs og lækkun vaxta. Það myndi jafnframt hafa áhrif á aðra markaði og m.a. leiða til hækkunar fasteignaverðs.

Til þess að hægt yrði að fjárfesta svo mikið innanlands þyrfti framboð eigna sem sjóðirnir geta keypt að aukast til muna frá því sem nú er. Helst þyrftu bæði hlutabréfamarkaður og skuldabréfamarkaður að stækka verulega. Hlutabréfamarkaður þyrfti að vaxa með skráningu fleiri fyrirtækja og stækkun þeirra að markaðsvirði. Vöxtur skuldabréfamarkaðar krefst þess að útgáfa skuldabréfa aukist sem aftur krefst þess að einhverjir útgefendur skuldsetji sig umtalsvert meira en nú.

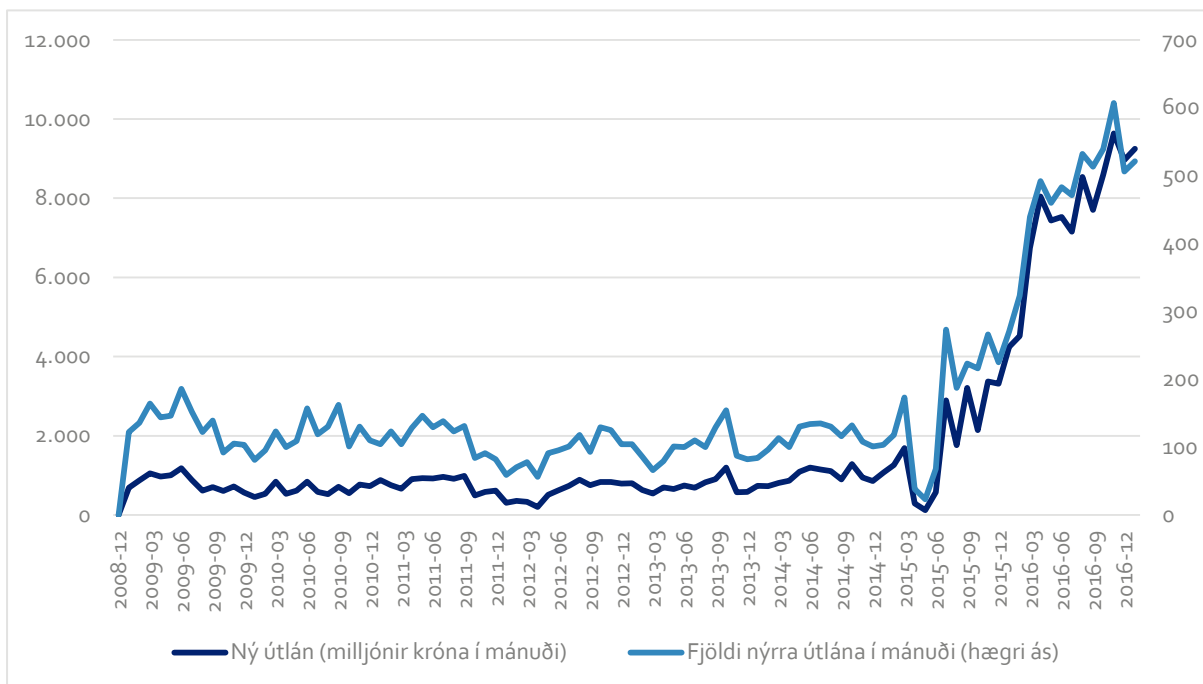
Að því marki sem markaðurinn fyrir hlutafé dugar ekki til að taka við aukningunni þyrfti lánamarkaðurinn að gera það. M.ö.o. skuldir í hagkerfinu þyrftu að aukast. Einstaklingar, fyrirtæki eða opinberi geirinn þyrftu að taka lán sem veitt væru af lífeyrissjóðunum, annað hvort beint eða óbeint.

Hugsanlegt er að skuldir við aðra aðila, sérstaklega bankakerfið, gætu minnkað á mótí og heildarskuldir því ekki aukist jafnmikið og skuldabréfaeign lífeyrissjóðakerfisins. Um það er þó ómögulegt að fullyrða nokkuð nú. Það yrði þá væntanlega fyrst og fremst vegna þess að fyrirtæki eða einstaklingar nýttu minni fjármögnun frá bönkum og sæktu í þess stað frekar fjármagn út á skuldabréfamarkað. Fyrir fyrirtæki yrði slík leið þó almennt vart fær nema fyrir þau sem eru tiltölulega stór.

Undanfarin misseri hafa lánveitingar lífeyrissjóða til einstaklinga („sjóðfélagalán“) aukist mjög hratt eins og sjá má á mynd 11. Sá vöxtur eykur hins vegar varla mjög svigrúm lífeyrissjóða til

fjárfestingar innanlands þegar á heildina er litið. Gera má ráð fyrir að á móti komi minni útgáfa íbúðalánasjóðs og annarra fjármálafyrirtækja á skuldabréfum sem ætlað er að fjármagna fasteignalán.

Mynd 11. Ný útlán lífeyrissjóða til sjóðfélaga



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þótt því sé spáð að hrein iðgjöld lífeyrissjóðakerfisins í heild verði neikvæð um eða upp úr árinu 2030 heldur vöxturinn þó fyrirsjáanlega áfram eftir það. Kerfið ætti að vaxa allt þar til samtala hreinna iðgjalda og ávöxtunar verður neikvæð. Það gæti gerst á sjöunda áratug þessarar aldar m.v. einfaldan framreikning en ekki er hægt að spá með neinni vissu nú um nákvæma tímasetningu.

Þótt mikil hækkun hlutabréfaverðs búi til skammtímaávinning fyrir eigendur þeirra, þ.á m. lífeyrissjóði, þá þýðir hún lægri ávöxtun af hlutabréfum eftir það. Lækkun vaxta hefði sambærileg áhrif á skuldabréfamarkaði, byggji til skammtímaávinning, vegna hækkunar á markaðsvirði langtímaskuldabréfa, en drægi síðan úr ávöxtun.

Þetta gæti gert sjóðunum erfitt fyrir um að ná ávöxtunarmarkmiði sínu og myndi í öllum tilfellum lækka langtímaávöxtun. Það myndi að öðru jöfnu þýða að hærri iðgjöld þyrfti til að sjóðirnir gætu greitt tiltekinn lífeyri.

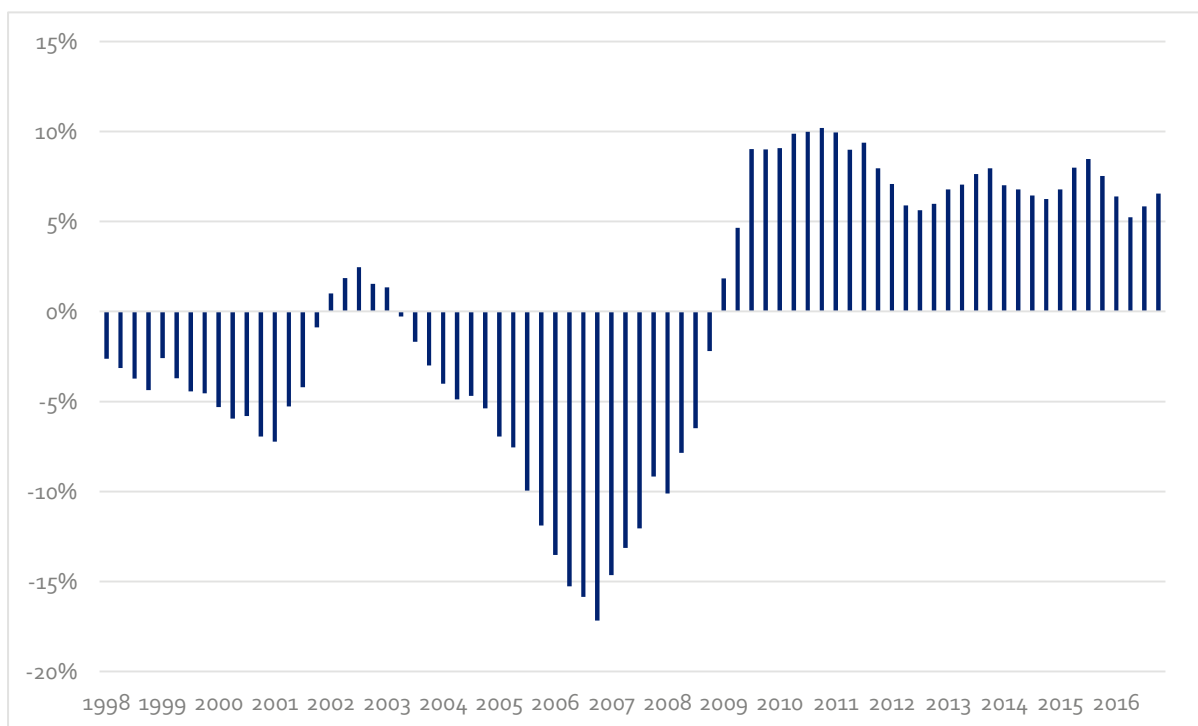
Þótt vaxtalækkun væri án efa kærkomin fyrir lántakendur, bæði heimili og fyrirtæki, þá kæmi þar á mótí annað hvort hærri iðgjöld í lífeyrissjóði eða lægri lífeyrisgreiðslur eða hvort tveggja. Að sama skapi myndi lægri vaxtaþrósentá á fasteignalán ekki að öllu leyti skila sér í lægri vaxtagreiðslum í krónum talið vegna hækkunar fasteignaverðs og þar með hækkunar fasteignalána. Þeir sem hafa þegar tekið fasteignalán með breytilegum vöxtum myndu þó njóta vaxtalækkunarinnar og hækkunar á markaðsverði en ekki næstu kynslóðir á eftir.

7 ER HÆGT AÐ KAUPA ALLAN ÞENNAN GJALDEYRI?

Til þess að lífeyrissjóðir geti keypt þann gjaldeyri sem þarf til að standa undir verulegri erlendri fjárfestingu þarf gjaldeyri að streyma inn í landið. Það getur í grundvallaratriðum annað hvort gerst með afgangi af viðskiptajöfnuði eða með því að innlendir aðilar taki erlend lán eða selji erlendum aðilum eignir.

Sé halli á viðskiptajöfnuði þarf innstreymi erlends fjármagns, lánsfjár eða erlendar fjárfestingar, að vera þeim mun meira til að lífeyrissjóðirnir geti keypt þann gjaldeyri sem þeir óska. Það var í grundvallaratriðum staðan flest ár fram að hrúni. Halli var á viðskiptajöfnuði, því streymdi gjaldeyri úr landi, en talsvert meira erlent lánsfé streymdi til landsins. Mismuninn gátu innlendir lífeyrissjóðir og aðrir innlendir aðilar keypt fyrir krónur og notað til að kaupa erlendar eignir. Hið mikla streymi lánsfjár til landsins á árunum fyrir hrún var því í raun forsenda þess að íslenskir lífeyrissjóðir gátu á þeim tíma hæglega keypt þann gjaldeyri sem þeir vildu á tiltölulega hagstæðu gengi. Fyrir gjaldeyrinn keyptu þeir svo erlend verðbréf. Eina undantekning var stutt tímabil, sex ársfjórðungar í röð á árunum 2001 til 2003, þegar dálítill afgangur var á viðskiptajöfnuði eftir verulega lækkun gengis krónunnar. Sjá nánar mynd 12.

Mynd 12. Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



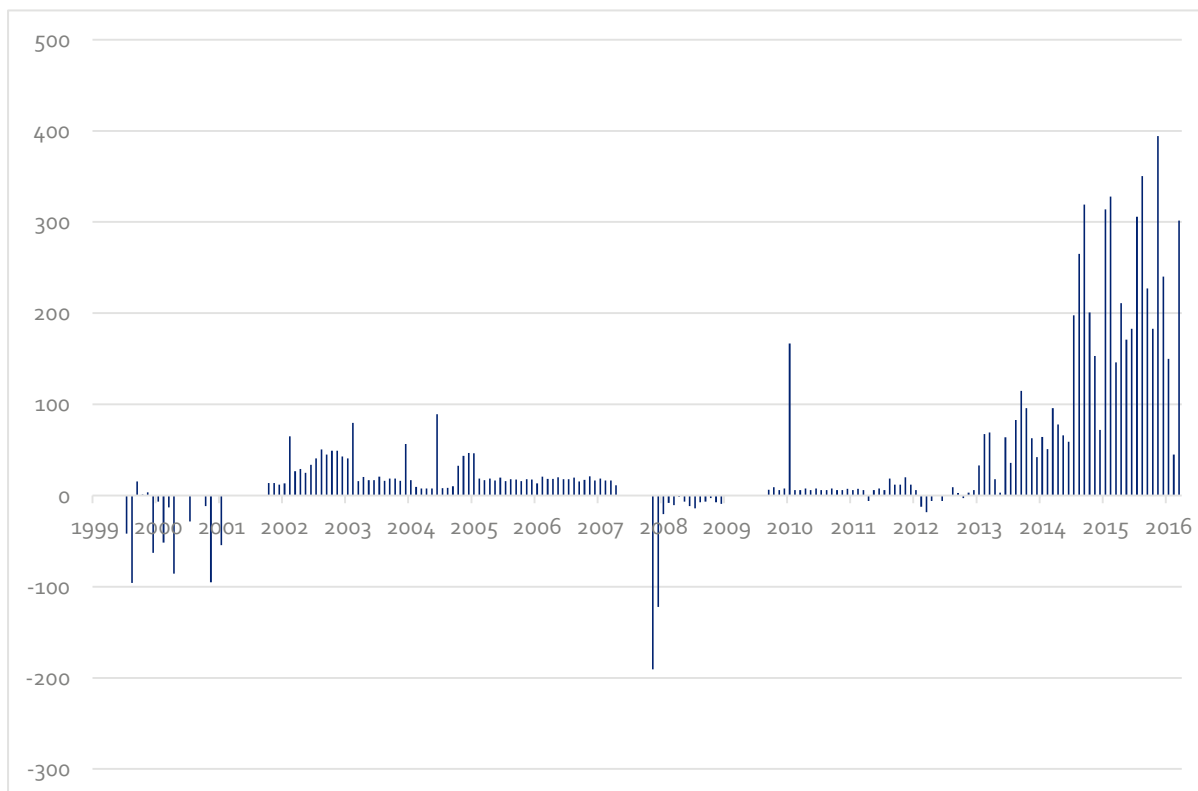
Fljótandi meðaltal fjögurra ársfjórðunga. Heimild Hagstofa Íslands⁶ og útreikningar höfunda.

Allt frá hruni hefur staðan hins vegar verið í grundvallaratriðum önnur, þ.e. verulegur afgangur hefur verið á viðskiptajöfnuði eins og mynd 12 sýnir. Þann afgang var lengst af óheimilt fyrir lífeyrissjóði, sem og aðra innlenda aðila, að nýta til kaupa á erlendum eignum vegna fjármagnshafta. Hann nýttist hins vegar til að greiða upp erlendar skuldir ýmissa innlendra aðila og byggja upp gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands. Undanfarna mánuði hefur bankinn þannig keypt mjög mikinn gjaldeyri, t.d. sem samsvarar rúmum 3,2 mörkum á árinu 2016 og fyrstu tveimur mánuðum þessa árs. Án þessara kaupa bankans má telja víst að gengi

⁶ Hér er miðað við tölur Hagstofunnar en Seðlabanki Íslands birtir einnig tölur um viðskiptajöfnuð. Nokkru munar á tölum þessara stofnana þótt heildarmyndin sé svipuð. Frá hruni hafa áhrif reiknaðra tekna og gjalda þrotabúa fallinna banka flækt nokkuð útreikning á viðskiptajöfnuði en það verður ekki rakið nánar hér. Rétt er jafnframt að hafa í huga að launa- og eignatekjur til og frá útlöndum skipta einnig máli fyrir þjóðarbúið. Þær eru ekki taldar með við útreikning á viðskiptajöfnuði og hafa yfirleitt verið neikvæðar, þ.e. meiri gjaldeyri streymt frá landinu vegna þeirra en til landsins. Ekki er þó endilega víst að svo verði áfram í sama mæli enda hrein erlend eignastaða þjóðarbúsins (e. net international investment position) mun hagstæðari nú en áður.

krónunnar hefði styrkst enn meira en raunin varð. Mynd 13 sýnir gjaldeyriskaup Seðlabanka Íslands frá árslokum 1999.

Mynd 13. Gjalddeyriskaup Seðlabanka Íslands á millibankamarkaði.



Milljónir evra. Heimild: Seðlabanki Íslands

Myndir 12 og 13 sýna að undanfarin ár hefur íslenska hagkerfið búið til nægan gjaldeyri til að standa undir verulegum erlendum fjárfestingum aðila eins og lífeyrisjóðanna án þess að til þurfi að koma erlend skuldsetning annarra innlendra aðila eða erlend fjárfesting hérlendis á móti.

Það er hins vegar ekki sjálfgefið að viðskiptajöfnuður verði svo mikill áfram. Það veltur á fjölda atriða sem engin tök eru á að reifa öll hér. Þó er óhjákvæmilegt að fjalla stuttlega um áhrif lífeyrissjóðakerfisins á gengi og viðskiptajöfnuð. Í grófum dráttum má skipta þeim í tvennt.

Annars vegar hafa gjalddeyriviðskipti sjóðanna áhrif á gengi og gengið hefur síðan áhrif á bæði inn- og útflutning. Þannig myndu mikil gjaldeyriskaup sjóðanna veikja gengi krónunnar sem myndi draga úr innflutningi og örva útflutning.

Hins vegar dregur sparnaður lífeyrissjóðakerfisins úr ráðstöfunartekjum einstaklinga sem aftur dregur úr neyslu þeirra, a.m.k. að því marki sem lífeyrissparnaður kemur ekki í stað sparnaðar sem ella hefði orðið utan lífeyrissjóðakerfisins. Í grófum dráttum má reikna út viðskiptajöfnuð þjóðarbúsins út frá eftirfarandi jöfnu:

$$\text{Viðskiptajöfnuður} = \text{Sparnaður opinbera geirans} + \text{sparnaður einkageirans} \\ - \text{fjárfesting opinbera geirans} - \text{fjárfesting einkageirans}$$

Með sparnaði er hér átt við muninn á tekjum eftir skatta og tilfærslur og útgjöldum vegna neyslu. Með fjárfestingu er hér átt við kaup á fjármunum (mannvirkjum, bílum o.s.frv.) en ekki peningalegum eignum eins og verðbréfum. Þessi jafna þýðir m.a. að aukinn sparnaður einkaaðila ætti að öllu öðru jöfnu að bæta viðskiptajöfnuð. Telja má mjög líklegt að hærri skyldusparnaður með hærri iðgjöldum í lífeyrissjóðakerfið muni einmitt leiða til þess.

Það er þó ekki sjálfgefið. Ef heimilin draga úr öðrum sparnaði á mót, eða skuldsetja sig meira fyrir vikið, þá eykst sparnaður einkaaðila ekki jafnmikið og sem nemur auknum framlögum í lífeyrissjóði. Þá er einnig hugsanlegt að einhverjar aðrar stærðir hægra megin í jöfnunni breytist, t.d. að sparnaður hins opinbera minnki eða fjárfesting aukist, annað hvort í opinbera eða einkageiranum.

Reynsla annarra landa sýnir jafnframt að hægt er að ná fram verulegum afgangi af viðskiptajöfnuði með miklum skyldusparnaði í einkageiranum. Það sama er hægt með sparnaði hins opinbera sem ýmis lönd hafa notað til að byggja upp digra sjóði erlendis (e. sovereign wealth fund). Sem dæmi um lönd sem hafa gert hvorutveggja má nefna Kína og Singapúr. Telja verður líklegt að hið sama verði uppi á teningnum hér vegna aukinna framlaga í lífeyrissjóðakerfið. Uppbygging einhvers konar auðlindasjóðs með erlendum eignum, sem talsvert hefur verið í umræðunni, myndi hafa sömu áhrif en það er fyrir utan viðfangsefni þessarar skýrslu.

8 ER ÆSKILEGT AÐ SETJA GÓLF Á ERLENDA EIGN SJÓÐANNA?

Lífeyrissjóðir eiga rót sína að rekja til samninga aðila vinnumarkaðarins um lífeyrismál þar sem ákveðið var að leggja til framlag til að byggja upp sjóði til greiðslu lífeyris. Sjóðirnir starfa samkvæmt lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Með lögnum er öllum gert skylt að greiða hluta af launum sínum til lífeyrissjóðs sem ber að

ávaxta féð og greiða út lífeyri. Hjá lífeyrissjóðum sem ekki eru með ábyrgð launagreiðenda er geta sjóðanna til greiðslu lífeyris alfarið háð ávöxtun fjármuna. Lífeyrissjóðir eru lögaðilar og ber stjórn viðkomandi sjóðs ábyrgð á starfsemi hans, sbr. 29. gr. laganna.

Í 36. gr. Ísjl. er tilgreint að stjórn lífeyrissjóðs skuli móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Þar eru ítarleg ákvæði um það með hvaða hætti lífeyrissjóðir mega fjárfesta. Þar er hugað að hinum ýmsu áhættuþáttum og reynt fyrirfram að setja reglur sem eiga að tryggja ásættanlega ávöxtun að teknu tilliti til áhættu. Lagarammanum er ætlað að veita sjóðfélögum vernd og tryggja að allri stjórnun og starfsemi sjóðanna sé hagað með hagsmuni sjóðfélaganna að leiðarljósi.

Eignir lífeyrissjóða njóta stjórnskipunarverndar með sambærilegum hætti og önnur eignarréttindi. Því er mjög varhugavert að setja á sjóðina kaupskyldu eða skilgreina gólf á ákveðnar fjárfestingar nema unnt sé að styðja slíkar kvaðir verndun hagsmuna sjóðfélaganna. Lagaramminn og allar ákvarðanir stjórna sjóðanna verða og eiga að byggja á hagsmunavernd fyrir sjóðfélagana sem eru sameiginlegir eigendur sjóðanna. Reglur sem þvinga sjóðina í ákveðnar fjárfestingar geta verið varhugaverðar út frá eignarréttarverndinni (72. gr. stjórnarskrárinnar) og jafnræði (65. gr. stjórnarskrárinnar) við aðra fjármagnseigendur. Slíkar reglur væru inngrip í sjálfstæði sjóðanna og breyttu ábyrgð stjórna þeirra.⁷ OECD mælir gegn því að lífeyrissjóðir séu skyldaðir til lágmarksfjárfestinga í tilteknum eignum í leiðbeiningum sínum um eignastýringu lífeyrissjóða.⁸

Með vísan í tilgang lífeyrissjóða, sem er að ávaxta fé sjóðfélaga, ætti að vera ljóst að regluverk í kringum þá má ekki taka mið af því að þeim sé ætlað að vera hagstjórnartæki fyrir stjórnvöld. Slík ráðstöfun gæti valdið erfiðum umboðsvanda þar sem vilji löggjafans gæti gengið þvert á umboð stjórnar lífeyrissjóðs til að gæta hagsmuna sjóðfélaga. Hins vegar kunna þeir að virka sem hagstjórnartæki en í þeim tilvikum þarf að vera ljóst að fjárfestingarákvarðanir séu eigi að síður teknar með tilliti til hagsmuna sjóðfélaga. Telji löggjafinn hins vegar að fjárfestingarstefnur lífeyrissjóða gangi þvert á hagsmuni sjóðfélaga hefur hið opinbera

⁷ Ragnhildur Helgadóttir (2013): *Stjórnskipunin og meðferð á fé lífeyrissjóða*. Stjórnsmál og stjórnsýsla, 1. tbl. 9. árg. bls. 191-201.

⁸ OECD. (2006). *Guidelines on pension fund asset management*.

fjölmörg önnur og eðlilegri úrræði en að lögfasta lágmarksfjárfestingu í erlendum eignum eða öðrum eignaflokki.

Á Vesturlöndum tíðkast almennt ekki að lífeyrissjóðir séu nýttir sem hagstjórnartæki, t.d. til að jafna sveiflur í greiðslujöfnuði eða hafa áhrif á gengi. Það er almennt litið svo á að slíkt falli undir verksvið seðlabanka og hann hafi til þess tæki eins og vaxtaákvæðanir sínar, gjaldeyrisviðskipti og gjaldeyrisforða. Seðlabanki Íslands hefur auk þess nýlega fengið heimild til að beita sérstakri bindiskyldu vegna innflæðis fjármagns. Þá geta ákvæðanir í ríkisfjármálum haft áhrif á greiðslujöfnuð og gengi. Hið opinbera hefur því ýmis tæki sem hægt er að beita í þessu samhengi.

Það kann hins vegar að vera lífeyrissjóðum í hag að gjaldeyrisviðskipti þeirra séu tiltölulega jöfn og fyrirsjáanleg til að þau valdi síður gengissveiflum. Stærstu lífeyrissjóðirnir og lífeyrissjóðakerfið í heild er ekki verðþegi á gjaldeyrismarkaði, þ.e. viðskipti þeirra geta hæglega haft áhrif á gengi krónunnar. Áhrifin eru sjóðunum almennt í óhag, þ.e. vilji þeir kaupa mikið hækka gengi en vilji þeir selja lækka gengi, a.m.k. tímabundið. Því geta sjóðirnir vænst þess að fá almennt hagstæðara gengi, hvort heldur er við kaup eða sölu, ef þeir eiga gjaldeyrisviðskipti tiltölulega jafnt og þétt. Það getur því verið sjóðunum í hag að umgjörð gjaldeyrisviðskipta þeirra stuðli að tiltölulega jöfnum viðskiptum og stöðugra gengi.

Að setja ákveðið gólf á erlendar fjárfestingar sjóðanna kæmi misjafnlega niður á einstökum sjóðum. Sjóðirnir eru með ólíka samsetningu sjóðfélaga og misþroskaðir ef svo má að orði komast. Þótt almennt megi ætla að æskilegt sé að lífeyrissjóðir dreifi eignum í ólík hagkerfi kann staðan að vera misjöfn milli sjóða. Því er mikilvægt að ákvæðanaréttur stjórna sjóðanna sé ekki takmarkaður með lögum umfram það sem nauðsynlegt þykir og þeir skyldaðir til fjárfestinga sem kunna að vera vafasamar út frá hagsmunum viðkomandi sjóðs. Hér má m.a. hafa í huga að stjórnendur sjóða hljóta ætíð að horfa til þátta eins og eignaverðs, vaxtamunar og gengis gjaldmiðla þegar þeir ákveða hvort þeir fjárfesta í einu landi fremur en öðru. Lögbvinguð fjárfesting í erlendum eignum þegar verð þeirra er hátt gæti gengið gegn hagsmunum sjóðfélaga.

9 HVERNIG Á AÐ TAKA Á AUKINNI GENGISÁHÆTTU?

Aukið vægi eigna sem verðlagðar eru í erlendri mynt mun fyrirsjáanlega auka eitthvað sveiflur í mati á eignum sjóðanna í íslenskum krónum. Til viðbótar við sveiflur í markaðsvirði í erlendri

mynt bætast þá sveiflur í gengi viðkomandi myntar gagnvart íslensku krónunni. Það ætti m.a. að hafa þær afleiðingar að tryggingafræðileg staða sjóðanna sveiflast meira en ella. Hve mikil aukningin verður fer þó eftir ýmsu, m.a. samspili sveiflna í markaðsvirði eigna á milli landa og sveiflna í gengi gjaldmiðla. Hér verður ekki reynt að leggja mat á hve mikil aukningin verður.⁹

Vandinn vegna gengissveiflna er óvenjumikill á Íslandi vegna þess hve myntsvæðið og fjármálamarkaðurinn er lítill. Á stærri mörkuðum, t.d. Bandaríkjunum, stærsta fjármálamarkaði heims, er hægt að ná töluverðri áhættudreifingu án þess að fara út fyrir landsteinana. Það sama á við á evrusvæðinu, þ.e. hægt er að finna fjölbreyttar eignir og kaupa fyrir háar upphæðir innan sama myntsvæðis og því án beinnar gengisáhættu.

Á Íslandi næst hins vegar einungis takmörkuð áhættudreifing innanlands og erlend fjárfesting felur í sér gengisáhættu, sem er óvenjumikil vegna óstöðugleika gengis krónunnar. Þannig hafa daglegar sveiflur í gengi íslensku krónunnar gagnvart Bandaríkjadal verið talsvert meiri en sveiflur stærri gjaldmiðla gagnvart dalnum. Þær hafa raunar einnig verið meiri en sveiflur tiltölulega lítilla gjaldmiðla, eins og sænsku og norsku krónunnar, gagnvart dalnum þótt minna muni. Sjá nánar töflu 2 sem sýnir staðalfrávik daglegra sveiflna gagnvart Bandaríkjadal frá því Seðlabanki Íslands tók upp verðbólguþolmarkmið í stað gengismarkmiðs árið 2001.¹⁰

Tafla 2. Staðalfrávik daglegra sveiflna í gengi gagnvart Bandaríkjadal 27.3.2001-27.3.2017.

ISK	GBP	DKK	NOK	SEK	CHF	JPY	EUR
1,02%	0,63%	0,64%	0,78%	0,77%	0,72%	0,66%	0,64%

Sveiflur í tryggingafræðilegri stöðu eru óþægilegar fyrir lífeyrissjóði og sjóðfélaga og geta því latt stjórnendur lífeyrissjóða til að auka vægi erlendra eigna. Þótt starfshópurinn leggi ekki til sérstakar aðgerðir vegna þess telur hann rétt að benda á að þær kunni að verða nauðsynlegar, ef ekki strax, þá síðar, þegar vægi erlendra eigna hefur aukist.

⁹ Ýmsar leiðir eru færar til að leggja mat á hvaða áhrif það hefur á sveiflur í ávöxtun eigna lífeyrissjóða í krónum að hlutdeild erlendra eigna eykst. Það kallar þó á sjálfstæða rannsókn sem ekki er tími til að vinna vegna þessarar skýrslu.

¹⁰ Sveiflurnar í gengi krónunnar voru sérstaklega miklar í aðdraganda hruns og fyrst eftir hrun. Jafnvel þótt því tímabili sé sleppt hafa sveiflur sögulega verið meiri í gengi krónunnar gagnvart dal en hinna gjaldmiðlanna í töflunni.

Til að ná jafnvægi í eignum og skuldbindingum (þ.e. lífeyrisréttindum) í erlendri mynt eru í grundvallaratriðum þrjár leiðir hugsanlegar:

- 1) Kaupa eingöngu innlendar eignir og reikna skuldbindingar í krónum.
- 2) Reikna réttindi sjóðfélaga að hluta í erlendri mynt, sem nemur erlendum eignum.
- 3) Kaupa erlendar eignir og gjaldeyrisvarnir á móti, með erlendu láni¹¹ eða öðrum hætti, og reikna skuldbindingar í krónum.

Fyrir liggur að leið 1) er vart fær nema grundvallarbreytingar verði gerðar á íslenska lífeyrissjóðakerfinu og það minnkað verulega eða vægi gegnumstreymis aukið til muna. Skýringin er sem fyrr segir að fjárfestingarþörf lífeyrissjóðakerfisins er mun meiri en innlendir markaður getur með góðu móti staðið undir einn.

Hugsanlegt er hins vegar að fara leið 2). M.a. væri hugsanlegt að lífeyrisréttindi yrðu reiknuð í tvennu lagi, annars vegar í krónum, byggt á innlendum eignum sjóðanna, og hins vegar í myntkörfu eða tiltekinni erlendri mynt, þá væntanlega evru, byggt á erlendum eignum sjóðanna. Þá myndu réttindi væntanlega geta verið tiltölulega stöðug í hvorri mynt fyrir sig. Þetta myndi þó ekki breyta því að þau myndu sveiflast, mælt í krónum, þegar erlendu réttindin eru umreiknuð í krónur.

Fyrir unga sjóðfélaga myndu slíkar sveiflur væntanlega ekki hafa mikil áhrif, m.a. vegna þess að raungengi gjaldmiðla hefur tilhneigingu til að leita aftur í langtímajafnvægi. Það þýðir að skammtímasveiflur ganga að einhverju leyti til baka. Fyrir þá sem þegar fá greiddan lífeyri væri þetta þó óþægilegra og því e.t.v. rétt að huga sérstaklega að lausnum fyrir þann hóp.¹²

¹¹ Rétt er að hafa í huga að m.v. núverandi löggjöf er lífeyrissjóðum óheimilt að skuldsetja sig. Þeir gætu því ekki stillt upp gengisvörn með þessum hætti sjálfir að óbreyttum lögum. Hins vegar gætu þeir gert samning við fjármálafyrirtæki sem gerði í grundvallaratriðum það sem hér er miðað við. Slíkur samningur fæli þó í sér mótaðilaáhættu fyrir lífeyrissjóð nema e.t.v. ef samningur væri við Seðlabankann.

¹² Fyrir lífeyrisþega sem flytja úr landi væri staðan öfug, þ.e. það væri best fyrir þá að lífeyrisréttindin tryggðu sem stöðugastan kaupmátt í erlendri mynt frekar en íslenskum krónum. Fræðilega mætti hugsa sér að bjóða þeim hópi sérstaka lausn sem myndi þá jafnframt hafa þann kost að draga úr gengisáhættu lífeyriskerfisins vegna erlendra eigna.

Það eyðir í raun ekki gengisáhættu að reikna réttindi í erlendri mynt. Hins vegar gerir það gengisáhættuna sýnilegri og færir hana beint til sjóðfélaga. Sú tilfærsla þarf þó ekki að hafa mikil efnisleg áhrif því að sitji sjóðirnir uppi með gengisáhættuna, með réttindi í krónum og eignir í erlendri mynt, þá gera sjóðfélagarnir það líka. Hún birtist þá í auknum líkum á að færa þurfi réttindi þeirra niður – eða auka þau – vegna slæmrar eða góðrar ávöxtunar sjóðanna í krónum sökum sveiflna í gengi krónunnar.

Leið 3) er vart fær, nema e.t.v. að hluta. Þótt hugsanlegt sé að lífeyrissjóðir verji sig gegn gengisáhættu þá er nánast óhugsandi að það sé hægt nema að takmörkuðu leyti.¹³ Til að sjóðirnir verji sig gegn áhættu með kaupum á gjaldeyrisvörnum þarf einhver annar aðili að veðja á móti, beint eða óbeint. Erfitt er að sjá hvaða aðili eða aðilar gætu viljað eða getað tekið slíka áhættu. Þá myndu slíkir samningar fela í sér einhverja mótaðilaáhættu fyrir lífeyrissjóðina, þ.e. hættu á tjóni vegna þess að ekki verður staðið við samningana vegna fjárhagsvanda mótaðila.

Fræðilega væri þó hugsanlegt að staðan yrði varin með annars vegar lántöku í erlendri mynt og hins vegar frekari kaupum á eignum í krónum. Gætu þá annað hvort lífeyrissjóðirnir sjálfir séð um þá vörn eða gert það fyrir milligöngu fjármálafyrirtækja. Gallar við þá leið eru augljósir og því er þessi leið frekar fræðilegur möguleiki en raunhæfur. Annars vegar kallar hún á enn frekari kaup á innlendum eignum og hins vegar myndi þetta þýða að hrein erlend eign sjóðanna yrði sem vörninni nemur minni. Það myndi aftur þýða að ekki yrði hægt að nýta hreina erlenda eign sjóðanna til að þjóðarbúið geti greitt fyrir halla á viðskiptajöfnuði þegar hlutfallslega færri landsmenn standa undir framleiðslu þjóðarbúsins.

Gengisvörn felur í grundvallaratriðum í sér að á móti eign í erlendri mynt kemur skuld í erlendri mynt eða samningur sem hefur sömu áhrif, þ.e. skilar tekjum þegar krónan styrkist en útgjöldum þegar hún veikist.

Skuldir lífeyrissjóðanna eru fyrst og fremst réttindi sjóðfélaga og reiknaðar í krónum. Þess má þó geta að hluti þeirra sem eiga réttindi í íslenska lífeyrissjóðakerfinu eru útlendingar sem hafa

¹³ Sjá einnig Ásgeir Daníelsson. (2014). *Should Icelandic pension funds hedge currency risk in their foreign investments?* Working Paper No. 65. Seðlabanki Íslands.

starfað hér um lengri eða skemmri tíma eða eignast réttindi til makalífeyris vegna maka sem hefur unnið hérlendis. Vægi þessa hóps er þó lítið. Seðlabanki Íslands mat virði réttinda þessa hóps 128 ma. króna í lok árs 2016, sem var um 3,6% heildarréttinda í lífeyrissjóðakerfinu.

Þessi réttindi eru reiknuð í krónum, eins og réttindi annarra, og greidd út í krónum. Þau breyta því engu um hallann á gjaldeyrisjöfnuði lífeyrissjóðanna. Það mun þó fyrirsjáanlega hafa einhver áhrif á gjaldeyrismarkaðinn ef þeir sem eiga þessi réttindi og fá greiddan lífeyri í krónum skipta honum í gjaldeyri þegar fram líða stundir. Það sama á vitaskuld við ef Íslendingar setjast að erlendis eftir að þeir hefja töku lífeyris og kaupa þess vegna gjaldeyri fyrir krónur.

10 ÞARF AÐ BREYTA LÖGUM? LOKAORÐ.

Starfshópurinn telur ekki bráða þörf á að breyta lögum nú. Núverandi löggjöf, sérstaklega lög um skyldutryggingu lífeyrissjóða og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997, felur í sér verulegar heimildir til erlendar fjárfestingar. Fyrirsjáanlegt er að flestir lífeyrissjóðir munu nýta sér þær á næstu árum og áratugum að verulegu marki.

Það þak á gengisáhættu, sem getur takmarkað erlendar fjárfestingar, sem er í lögunum ætti ekki að torvela það. Kaup erlendra eigna eru nánast óhjákvæmileg fyrir sjóðina í ljósi takmarkaðs framboðs innlendra eigna. Starfshópurinn mælir því gegn því að sett verði sérstakt gólf eða lágmark fyrir erlenda eign lífeyrissjóðanna.

Starfshópurinn vill hins vegar benda á að æskilegt er að skoðaðar verði leiðir til að koma í veg fyrir að gengisáhætta vegna erlendra eigna valdi umtalsverðum vandræðum fyrir lífeyrissjóðina og sjóðfélaga, m.a. vegna þess að það kann að letja sjóðina frá erlendra fjárfestingu. Hugsanlegar leiðir til þess eru reifaðar stuttlega í skýrslunni en starfshópurinn leggur þó ekki fram neina þeirra sem tillögu.

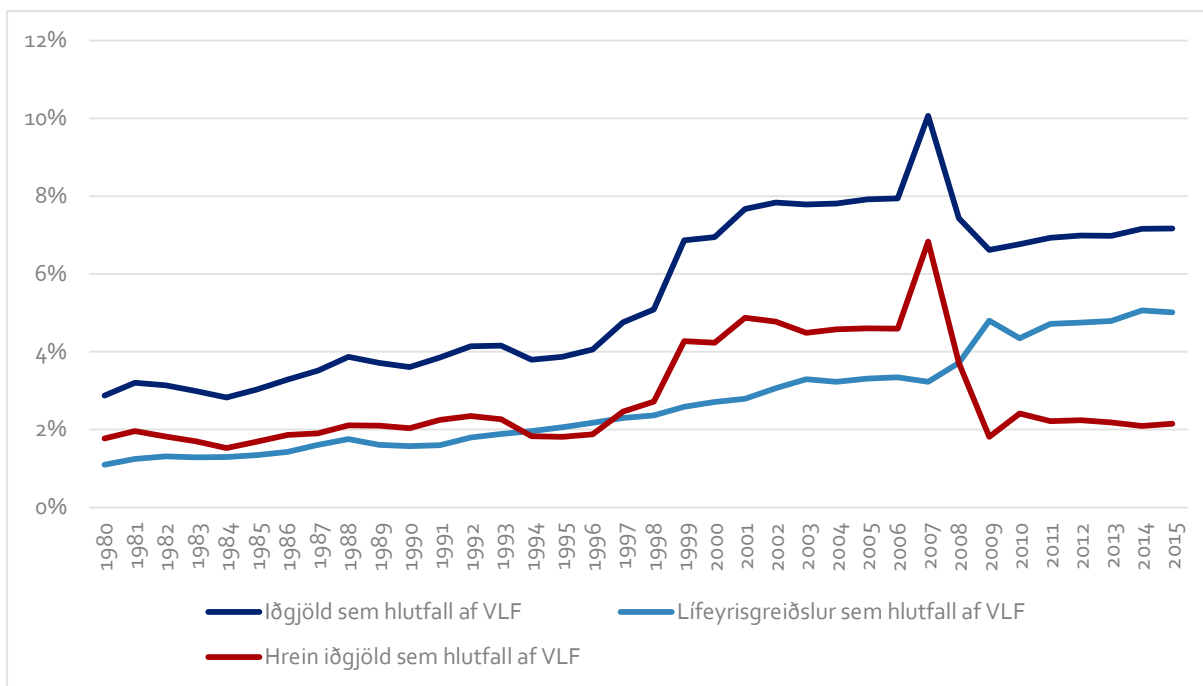
Þá vill starfshópurinn benda á að það er lífeyrissjóðunum í hag að gjaldeyrisviðskipti þeirra valdi sem minnstum sveiflum á gengi krónunnar. Því er æskilegt að þau verði tiltölulega jöfn og fyrirsjáanleg. Hópurinn bendir á að hugsanlegt er að ná þessu markmiði að einhverju leyti með því að byggja á fjárfestingaráætlunum sjóðanna og skýrslugjöf til opinberra aðila, sérstaklega Seðlabanka Íslands. Þá skýrslugjöf ætti að útfæra í samstarfi lífeyrissjóða og eftirlitsaðila með það að markmiði að gjaldeyrisviðskipti sjóðanna verði tiltölulega jöfn og

fyrirsjáanleg fyrir eftirlitsaðila og valdi ekki hnökrum á flæði gjaldeyris til og frá landinu eða ýki sveiflur í gengi krónunnar.

Þótt sjóðirnir geti sett sér markmið til skemmri og lengri tíma um vægi einstakra eignaflokka, þar á meðal erlendra eigna, þá verða þeir ætíð að hafa svigrúm til að bregðast við breyttum markaðsaðstæðum. Þannig geta sveiflur í gengi krónunnar, breytingar á vaxtamun milli landa eða gjaldmiðla, takmarkanir á framboði eigna og fleiri þættir valdið því að sett markmið verða óraunhæf eða síður æskilegt að reyna að ná þeim. Þannig er, að öðru jöfnu hagfelldara fyrir lífeyrissjóði að kaupa erlendar eignir þegar gengi krónunnar er sérstaklega sterkt eða þegar verð erlendra eigna er lágt í erlendri mynt eða vextir þar háir svo dæmi sé tekið. Það er liður í því að gæta hagsmuna sjóðfélaga að breyta fjárfestingarstefnu og öðrum markmiðum til samræmis við markaðsaðstæður hverju sinni.

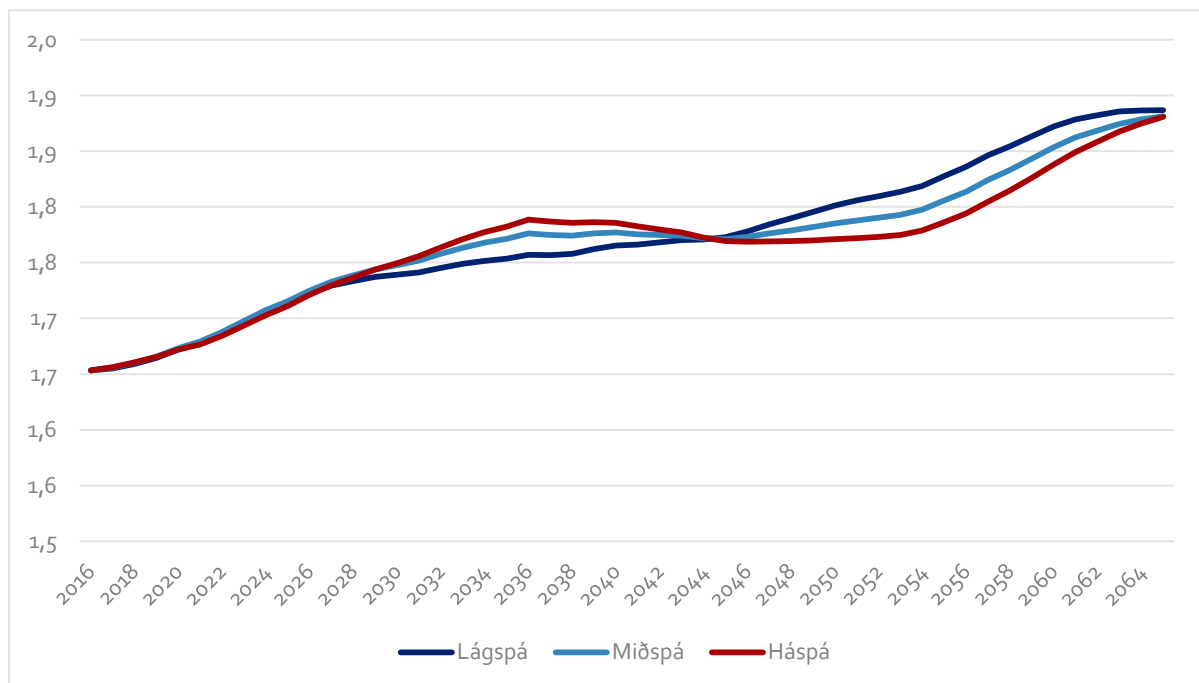
11 VIÐAUKI: TALNAEFNI

Mynd 14. Iðgjöld og lífeyrisgreiðslur sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1980-2015.



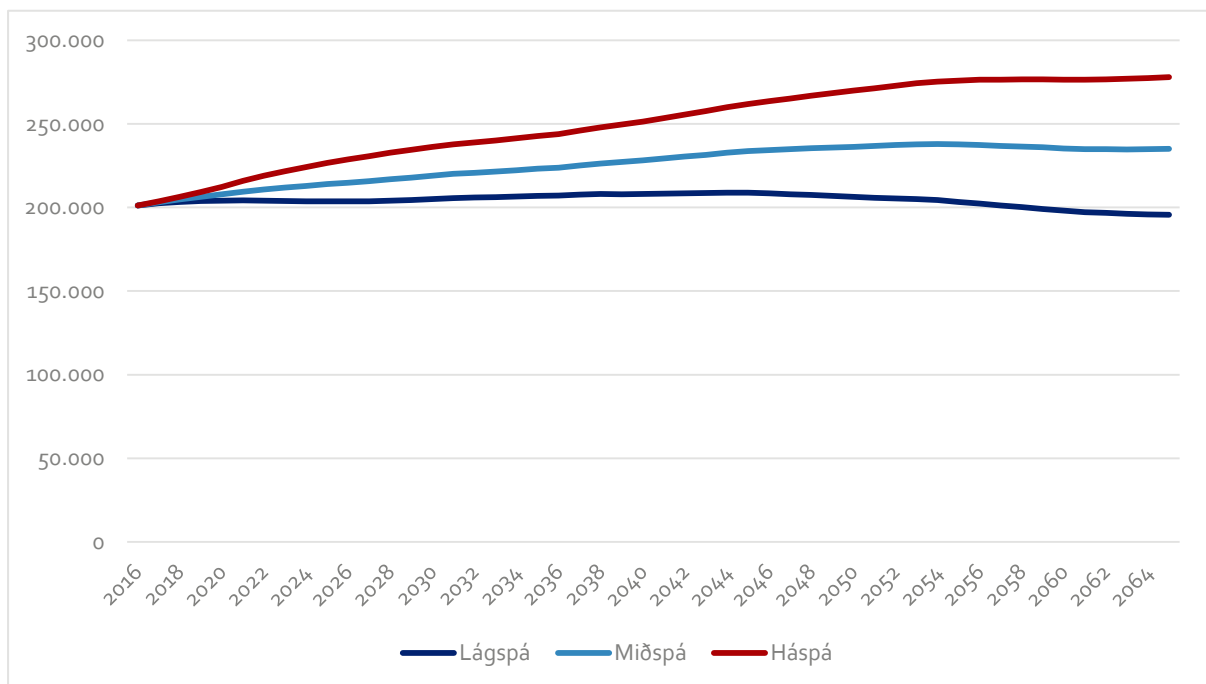
Heimild: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfunda

Mynd 15. Landsmenn allir í hlutfalli við þá sem eru 20-65 ára m.v. spá Hagstofu.



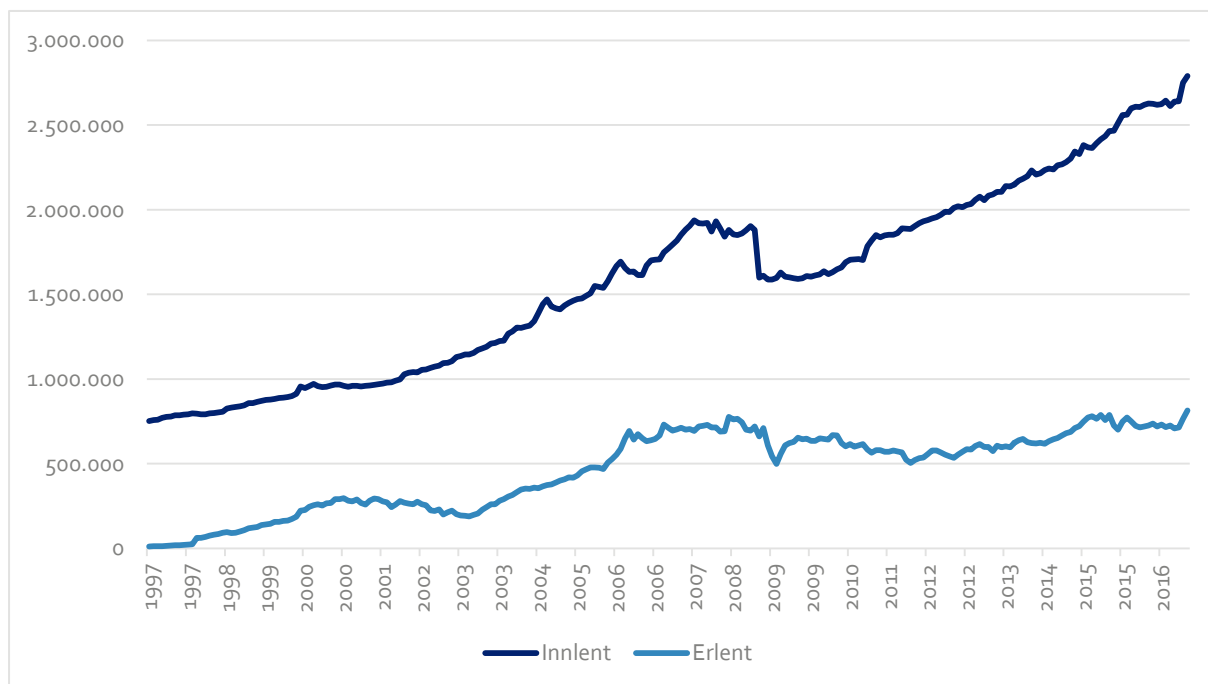
Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar höfunda

Mynd 16. Þróun fjölda 20-65 ára m.v. spá Hagstofu.



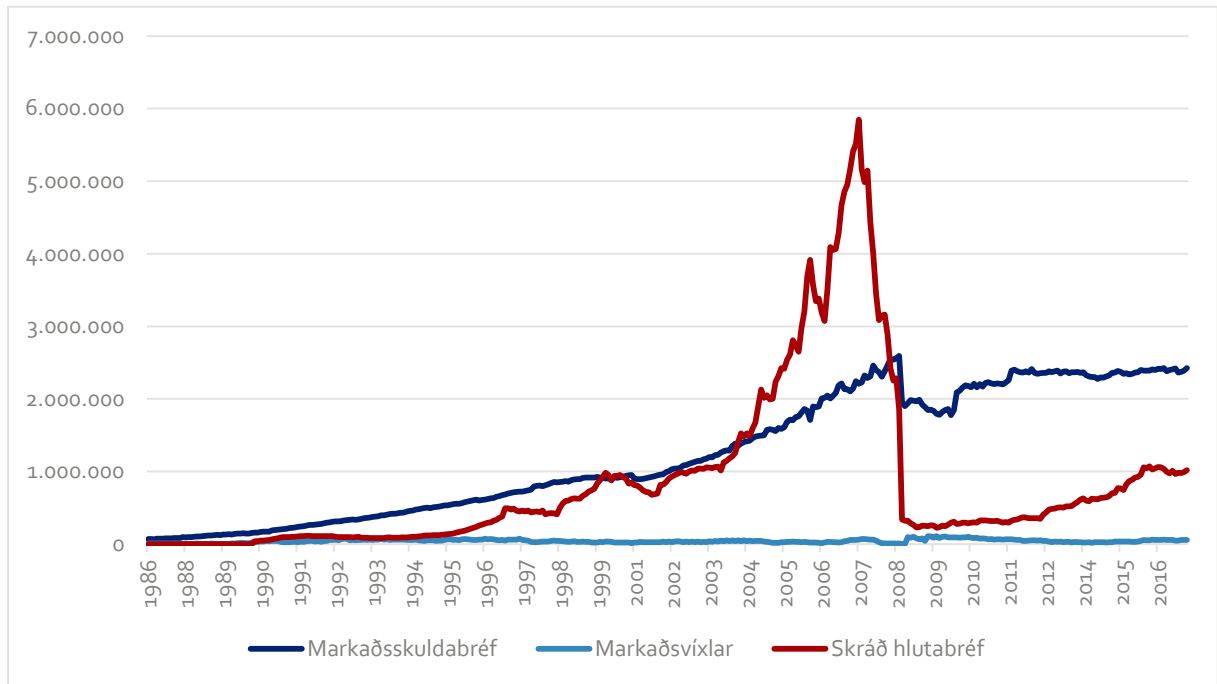
Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar höfunda

Mynd 17. Eignir lífeyrissjóða frá 1997 á verðlagi í árslok 2016. Milljónir króna.



Heimild: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfunda

Mynd 18. Markaðsverðbréf. Milljónir króna á verðlagi í árslok 2016.



Heimild: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfunda