

Kafli 4.

Áhrif haftanna á fjárfestingar lífeyrissjóðanna

4.1 Þróun erlendra eigna

Árið 1931 voru sett fjármagnshöft á Íslandi sem stóðu í 62 ár eða allt fram til þess að Ísland varð aðili að samningnum um Evrópskt efnahagssvæði árið 1993 og svokallað fjórfrelsi við Evrópu tók gildi – þ.e. frjálst flæði vinnuafis, fjármagns, þjónustu og vöru á milli aðildarlanda. Hins vegar kom líklega fáum í hug að frelsið myndi aðeins vara í 15 ár. Fjármagnshöftunum var aftur komið á með formlegum hætti þann 28. nóvember 2008 við upphaf efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og íslenskra stjórnvalda.¹ Samkvæmt núgildandi haftalögum er innlendum aðilum óheimilt að fjárfesta í erlendum verðbréfum nema um sé að ræða endurfjárfestingu vegna vaxtatekna, arðgreiðslna eða sölu á erlendum verðbréfum sem keypt voru fyrir nóvember 2008. Þannig hefur nýfjárfesting í erlendum verðbréfum verið óheimil íslenskum lífeyrissjóðum. Höftin voru því ekki aðeins samþykkt af AGS, heldur útfærð af sérfræðingum sjóðsins. Það skýrir líklega að miklum hluta hvers vegna Íslendingar hafa fengið að viðhalda þeim án kvartana frá öðrum hlutaðeigandi ríkjum EES í svo langan tíma sem raun ber vitni. Þegar höftin voru fyrst sett héldu fulltrúar AGS og Seðlabanka Íslands því fram að þetta væri aðeins tímabundin ráðstöfun og að nauðsyn bæri til að setja mjög strangar hömlur í upphafi þannig að allar aðgerðir eftirleidis fælust í slökun. Þau yrðu síðan fjarlægð innan tveggja ára.² Þetta hefur þó ekki gengið eftir. Nú sex árum síðar, þegar þetta er ritað, liggur ekki fyrir nein tímasett áætlun um afnám hafta. Margt bendir einnig til þess að höftin séu alls ekki á förum í bráð heldur verði viðvarandi í einu eða öðru formi á næstu árum. Af þeim sökum er fyllilega tilefni til þess að greina langtímaáhrif þeirra á eignasafn lífeyrissjóðanna.

Lífeyrissjóðirnir höfðu 15 ára tímabil – á milli hafta – til þess að fjárfesta erlendis. Svo má segja að á þessum tíma hafi þeir haft nokkuð frjálssar hendur. Með lögum um skyldu-tryggingu lífeyrisréttinda nr. 129/1997 voru engar takmarkanir settar á fjárfestingar í erlendum verðbréfum en lífeyrissjóðum var gert að takmarka áhættu í erlendum gjaldmiðlum í heild við 40% af hreinni eign. Með lögum nr. 56/2000 voru þessi mörk aukin í 50% og hafa verið óbreytt síðan. Engar frekari takmarkanir eru á heimildum lífeyrissjóða

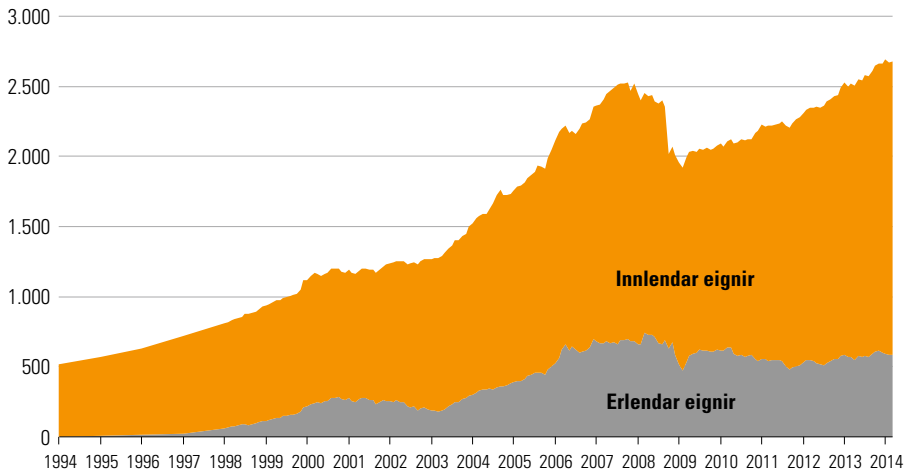
¹ Seðlabankinn setti reglur um „tímabundna temprun útlæðis gjaldeyris“ þann 10. október 2008 sem giltu allt til formlegrar haftasetningar þann 28. nóvember 2008. Seðlabankinn, „Nýjar reglur um gjaldeyris-mál,“ fréttatilkynning, 28. nóvember 2008. <http://www.sedlabanki.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2008/11/28/Fr%C3%A9tt-N%C3%BDjar-reglur-um-gjaldeyris%C3%A11-/>

² Sjá „The Letter of Intent“ frá íslenskum stjórnvöldum til AGS sem var birt sem viðhengi við IMF Staff Report í nóvember 2008 (IMF 2008, n 2).

til fjárfestinga í erlendum verðbréfum umfram takmarkanir sem gilda um sambærileg innlend verðbréf.

Hægt er að deila um hve vel eða illa þessi 15 ár voru nýtt. Á fyrstu árunum var nokkur andstaða gegn erlendum fjárfestingum þar sem margur var á þeirri skoðun að best væri að „versla í heimabyggð“. Þannig liðu nokkur ár frá afnámi fjármagnshafta þar til erlendar fjárfestingar hófust fyrir alvöru og þær komust ekki á verulegt skrið fyrr en undir lok tíunda áratugarins. Á þessu 15 ára tímabili jukust hreinar erlendar eignir sjóðanna úr 227 milljónum króna í 589 milljarða árið 2014 eins og sjá má af mynd 4.1 hér að neðan. Hins vegar hefur hagstæð lýðfræði einnig séð um að stækka eignasafn sjóðanna sem telur nú alls 2.680 milljarða króna.

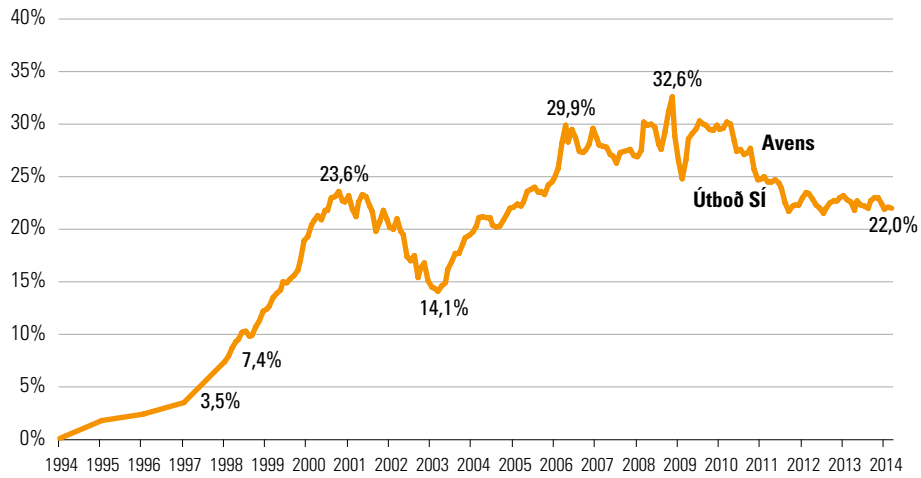
Mynd 4.1 Hrein eign lífeyrissjóðanna til greiðslu lífeyris frá byrjun árs 1994 til mars árið 2014, skipt niður á erlendar og innlendar eignir. Fjárhæðir eru á verðlagi í árslok 2013.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ef litið er til hlutfallslegrar skiptingar eignasafnsins milli innlendra og erlendra eigna sem sýnd er á mynd 4.2 hér að neðan þá nam erlend verðbréfeign rétt rúmlega 0,1% af hreinni eign sjóðanna árið 1993. Ári síðar, í lok árs 1994, námu erlend verðbréf um 4,2 milljörðum króna eða 1,8% af hreinni eign sjóðanna. Næstu tvö ár var aukning erlendra eigna lífeyrissjóðanna líka frekar hæg en hún tók kipp á árinu 1997 þegar hlutfall erlendra eigna fór úr 3,5% í upphafi árs í 7,4% í lok árs. Hlutfall erlendra eigna óx hratt næstu þrjú árin og náði tímabundnu hámarki í 23,6% á seinni hluta ársins 2000. Þá tók hlutfallið að lækka aftur og náði lágmarki í 14,1% í upphafi árs 2003. Þá tók það að vaxa á nýjan leik og náði hámarki í 29,9% um mitt ár 2006. Næstu 3-4 árin sveiflaðist það milli 27% og 30% ef undan eru skildar miklar sveiflur í kringum bankahrunið í lok árs 2008 en um mitt ár 2010 tók það að lækka nokkuð hratt og var í lok árs 2013 um 22,4%.

Mynd 4.2 Hlutfall erlendra verðbréfa af hreinni eign til greiðslu lífeyris frá janúar 1994 til mars 2014.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hér sést einnig að hlutfall erlendra eigna lækkaði í þriggung nokkuð skarpt á árunum 2010 og 2011. Hér ber fyrst að telja að árið 2010 lækkuðu erlendar eignir sjóðanna í tveimur lotum úr 553 milljörðum í 471 milljarð króna eða úr 30,0% af hreinni eign í 24,7%. Að stórum hluta má rekja þessa lækkingu til kaupa lífeyrissjóðanna á íbúðabréfum af ríkissjóði og Seðlabankanum sem voru áður í eigu Avens og veðsett Seðlabankanum í Lúxemborg.³ Lífeyrissjóðirnir greiddu fyrir bréfin með jafnvirði 88 milljarða af erlendum eignum.⁴ Einnig má rekja hluta af þessari lækkingu til styrkingar krónunnar á árinu 2010 en gengi evru gagnvart krónu lækkaði úr tæpum 180 kr. í upphafi árs 2010 í 153,8 kr. í lok árs eða um 14,5%, en hærra gengi lækkar virði erlendra eigna í krónum talið.

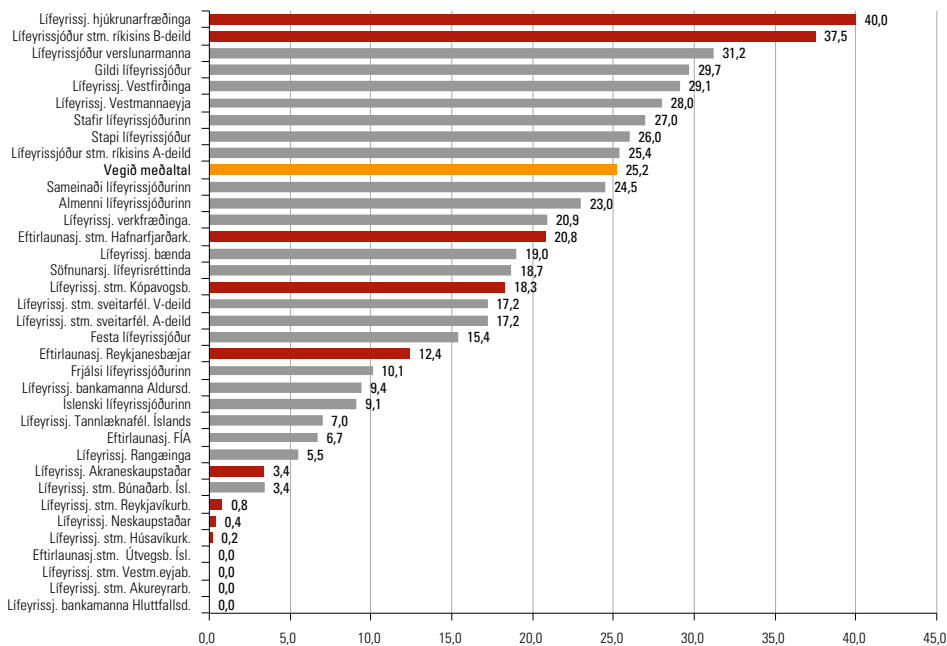
Á tímabilinu júní til september 2011 lækkuðu erlendar eignir sjóðanna úr 495 milljörðum í 439 milljarða króna eða úr 24,5% í 21,8% af hreinni eign. Í júní 2011 hóf Seðlabankinn að kaupa evrur í skiptum fyrir ríkisskuldabréf í sérstökum gjaldeyrisútboðum og voru tvö útboð á þessu tímabili og má líklega rekja einhvern hluta þessarar lækkingar til þátttöku lífeyrissjóða í þeim útboðum.

³ Seðlabanki Íslands, 31. maí 2010. Samkomulag um kaup lífeyrissjóða á íbúðabréfum í eigu ríkissjóðs til að styrkja gjaldeyrisforðann. <http://www.seðlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/fretta-safn/frett/2010/05/31/Samkomulag-um-kaup-1%C3%ADfeyrissj%C3%B3%C3%B0a-%C3%A1-%C3%ADb%C3%BA%C3%B0abr%C3%A9fum-%C3%AD-eigu-r%C3%ADkissj%C3%B3%C3%B0s-til-a%C3%B0-styrkja-gjaldeyrisfor%C3%B0ann/>

⁴ <http://www.althingi.is/alttext/139/s/0155.html>

Þannig var svo komið árið 2012 að erlendar eignir lífeyrissjóðanna námu um 22,4% af hreinni eign til greiðslu lífeyris og hlutfallið hefur verið nokkuð stöðugt síðan. Hins vegar er staða einstakra lífeyrissjóða mjög misjöfn að þessu leyti. Ekki eru til opinberar tölur um heildar erlendar eignir einstakra lífeyrissjóða en mynd 4.3 sýnir eignir samtryggingadeilda einstakra lífeyrissjóða í erlendum gjaldmiðlum (ekki erlendar eignir) sem hlutfall af hreinni eign. Hlutfallið var allt frá 0% upp í 40% og að meðaltali 25,2%. Hæsta hlutfallið er 40,0% hjá Lífeyrissjóði hjúkrunarfræðinga og næst hæst 37,5% hjá B-deild LSR. Báðir þessir sjóðir eru með bakábyrgð ríkissjóðs og voru í árslok 2012 með verulega neikvæða tryggingafræðilega stöðu og því eru eignir í erlendum gjalddeyri sem hlutfall af skuldbindingum mun lægri.

Mynd 4.3 Eignir samtryggingadeilda lífeyrissjóða í erlendum gjaldmiðlum sem hlutfall af hreinni eign í lok árs 2012. Sjóðir með bakábyrgð eru einkenddir með rauðum lit en án bakábyrgðar með gráum lit.



Heimild: FME.

Box 4.1

Erlend verðbréf

Ekki er alveg einhlítt hvernig skilgreina beri erlend verðbréf og erlenda fjárfestingu. Almennt má skipta verðbréfum í flokka, annars vegar eftir því hvort útgefandinn er innlendur eða erlendur aðili og hins vegar eftir því hvort þau eru útgefin í íslenskum krónum eða erlendri mynt. Þannig fást fjórir sundurlægir flokkar verðbréfa eins og sýnt er í eftirfarandi töflu:

Mynt / útgefandi	Innlendur aðili	Erlendur aðili
Íslensk króna	Hefðbundin innlend verðbréf	Jöklabréf
Erlend mynt	Innlend verðbréf í erlendri mynt	Hefðbundin erlend verðbréf

Mikill meirihluti verðbréfa sem útgefin eru af erlendum aðilum er í erlendri mynt en þó eru dæmi um verðbréf erlendra aðila sem eru gefin út í íslenskum krónum. Norræni fjárfestingarbankinn hefur sem dæmi nokkrum sinnum gefið út skuldabréf í íslenskum krónum. Í seinni tíð hafa slík verðbréf, útgefin af erlendum aðilum í íslenskum krónum, oft verið nefnd jöklabréf.

Að sama skapi er mikill meirihluti verðbréfa innlendra aðila útgefinn í íslenskum krónum en fjölmörg dæmi eru þó um verðbréf útgefin af íslenskum aðilum í erlendri mynt, bæði á innlendum markaði og erlendum mörkuðum. Íslensku bankarnir gáfu sem dæmi allir út stóra flokka skuldabréfa í evrum og einnig gáfu þeir allir út skuldabréf í Bandaríkjunum í Bandaríkjadöllum, svokölluð Yankee bonds. Þá gaf Kaupþing út skuldabréf á Japansmarkaði í japönskum jenum, svokölluð Samurai bonds. Þá hafa fjölmörg íslensk félög gefið út skuldabréf í erlendri mynt á innlendum markaði og nýlegt dæmi er útgáfa CCP hf. á breytanlegu skuldabréfi í Bandaríkjadöllum. CCP fékk sérstaka heimild til að selja skuldabréfið fyrir íslenskar krónur.

Hér eru erlend verðbréf skilgreind sem verðbréf útgefin af erlendum aðilum og erlend fjárfesting kaup á slíkum verðbréfum. Eins og fyrr segir er langstærstur hluti erlendra verðbréfa í erlendri mynt.

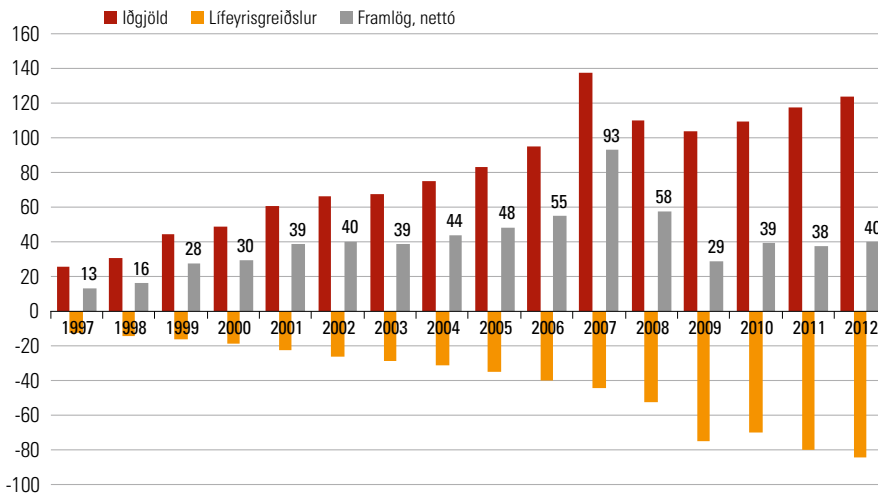
Verðbréf útgefin af innlendum aðilum sem hafa hluta af starfsemi sinni eða tekjur erlendis geta haft mörg einkenni erlendra fjárfestinga. Sem dæmi má nefna hlutabréf í Marel hf. og Óssur hf. Bæði þessi félög teljast innlendir aðilar og hlutabréf og skuldabréf þeirra því innlend verðbréf. Hins vegar hafa þau bæði stærstan hluta tekna sinna frá erlendum aðilum og af erlendum mörkuðum og því er afkoma þeirra að miklu leyti háð aðstæðum á erlendum mörkuðum frekar en innlendum. Hér eru þau þó ekki skilgreind sem erlend verðbréf enda hafa íslenskar efnahagsaðstæður mikil áhrif á starfsemi þeirra.

4.2 Hve hratt mun lífeyriskerfið vaxa á næstu árum?

Árið 2012 námu iðgjöld til lífeyrissjóðanna um 124 milljörðum króna og á sama tíma greiddu þeir um 84 milljarða í lífeyri. Hreint innflæði nam því um 40 milljörðum króna. Hreint innflæði árána 2010 og 2011 var einnig um 40 milljarðar hvort ár.

Mynd 4.4 sýnir árleg heildariðgjöld til lífeyrissjóðanna, árlegar lífeyrisgreiðslur þeirra og mismun á iðgjöldum og lífeyrisgreiðslum á tímabilinu 1997–2012. Hreint innflæði til sjóðanna hafði farið vaxandi allt til ársins 2007 og jókst mikið árið 2007 en lækkaði skarpt við hrúnið árið 2008 og náði lágmarki árið 2010. Margir þættir höfðu þar áhrif, svo sem aukid atvinnuleysi, lækkun launa og heimild til úttektar á séreignarsparnaði. Frá árinu 2010 hefur innflæðið verið nokkuð stöðugt um 40 milljarðar á ári.

Mynd 4.4 Árlegt innflæði til lífeyrissjóðanna 1997–2012.

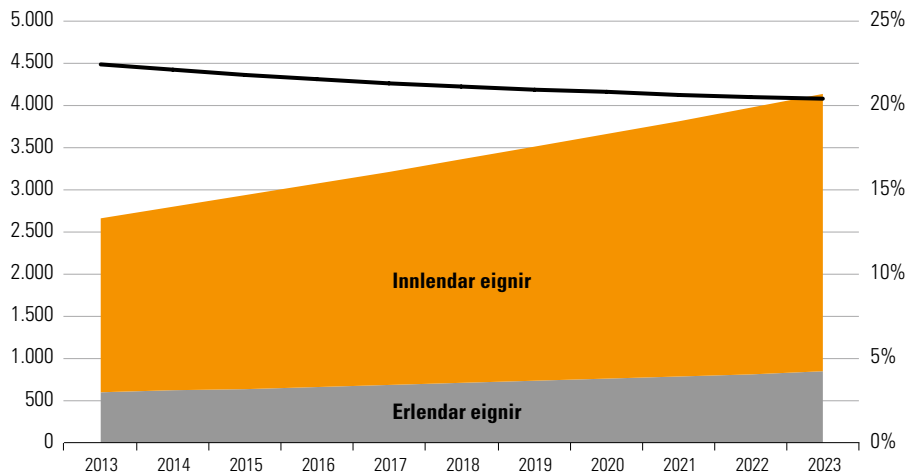


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Til að spá fyrir um þróun eignasafns lífeyrissjóðanna og hlutfall erlendra eigna þeirra á næstu árum þarf að áætla þróun árlegs innflæðis til þeirra. Sé mið tekið af mannfjöldaspá Hagstofunnar má áætla að að hámarkinu sé náð og að hreint innflæði fari hægt minnkandi á næstu árum eftir því sem lífeyrisþegum fjölgar. Þá mun notkun séreignarsparnaðar til niðurgreiðslu húsnæðislána einnig hafa áhrif á innflæðið til lækkunar næstu þrjú árin. Að teknu tilliti til þessara þátta má áætla að árlegt innflæði minnki að jafnaði um tvo milljarða árlega næstu tíu árin og nemi um 20 milljörðum á árinu 2023. Að óbreyttu munu því eignir lífeyrissjóðanna vaxa um 20-40 milljarða árlega næstu árin, auk árlegrar ávöxtunar eignanna, hvort sem hún er í formi gengishagnaðar, vaxtagreiðslna eða arðgreiðslna. Sé árleg raunávöxtun eignanna um 3,5% nemur árleg raunaukning eigna þeirra um 100 milljörðum til viðbótar vegna ávöxtunar, og fer vaxandi.

Sé gert ráð fyrir þessum forsendum, að hreint innflæði til lífeyrissjóðanna lækki árlega um tvo milljarða næstu 10 árin, úr 40 milljörðum á ári niður í 20 á föstu verðlagi, og að raunávöxtun erlendra og innlendra eigna verði 3,5% má áætla hvernig skipting eigna lífeyrissjóðanna milli erlendra og innlendra verður eftir 10 ár án frekari erlendar fjárfestingar. Á mynd 4.5 má sjá þessa framþróun. Án frekari erlendar fjárfestingar verður hlutfall erlendra eigna komið niður í rúm 20% í lok árs 2023, þó svo lífeyrissjóðirnir endurfjárfesti allri erlendra ávöxtun í erlendum eignum.

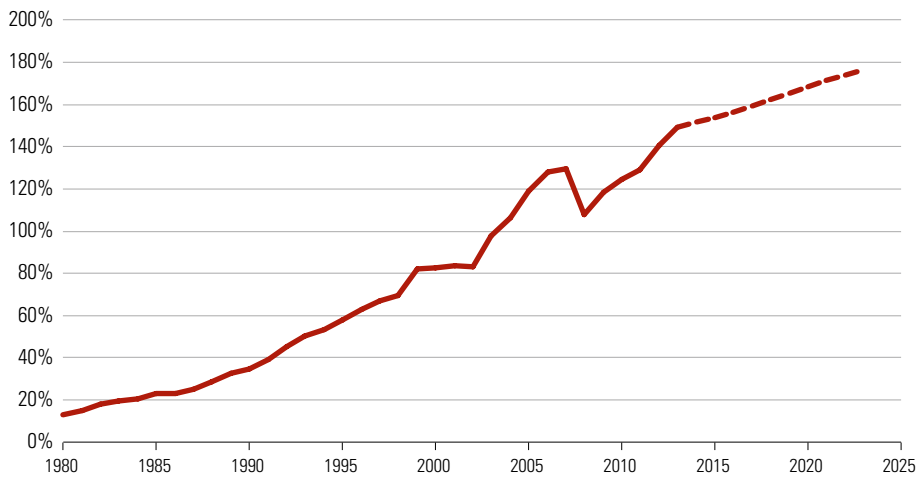
Mynd 4.5 Framáætlun um skiptingu erlendra og innlendra eigna lífeyrissjóða án frekari erlendar fjárfestingar. Innlendar og erlendar eignir í milljörðum (vinstri ás) og hlutfall erlendra eigna (hægri ás).



Heimild: Eign útreikningar.

Á mynd 4.6 má sjá hreina eign lífeyrissjóðanna til greiðslu lífeyris sem hlutfall af vergri landsframleiðslu, annars vegar þróun hlutfallsins frá 1980 og hins vegar spá um þróun hlutfallsins næstu 10 árin. Við spá um framþróunina er áfram gert ráð fyrir að árlegt innflæði til lífeyrissjóðanna lækki um tvo milljarða árlega á föstu verðlagi og að árleg raunávöxtun nemi 3,5%. Spá um framþróun vergrar landsframleiðslu er byggð á hagspá Seðlabanka Íslands til ársins 2016 og föstum 2,5% árlegum hagvexti eftir það. Í lok árs 2013 námu eignir lífeyrissjóðanna tæpum 150% af landsframleiðslu en að gefnum þessum forsendum mun hlutfallið verða nálægt 180% eftir 10 ár. Þrátt fyrir að hægt hafi á hreinu innflæði til lífeyrissjóðanna vegna aukinnar útgreiðslu lífeyris mun kerfið halda áfram að vaxa nokkuð hratt sem hlutfall af landsframleiðslu á næstu árum eins og sést á myndinni hér fyrir neðan.

Mynd 4.6 Stærð lífeyriskerfisins sem hlutfall af landsframleiðslu 1980–2013 og spá um framþróun næstu 10 ár.



Spá um framþróun landsframleiðslu byggð á hagspá Seðlabanka Íslands til 2016 og svo 2,5% árlegum hagvexti og spá um framþróun eignasafns lífeyrissjóða byggð á árlegu innflæði að fjárhæð 20-40 milljarðar króna og 3,5% árlegri raunávöxtun.

Heimild: Seðlabanki Íslands og eigin útreikningar.

Miðað við sömu forsendur um hreint innflæði og raunávöxtun þarf árleg erlend fjárfesting lífeyrissjóðanna að nema a.m.k. 22,4% af hreinu innflæði, eða sem nemur tæplega 9 milljörðum króna í upphafi, til að hlutfall erlendra eigna lækki ekki. Til að hlutfallið hækki þarf árleg fjárfesting að vera meiri. Tafla 4.1 sýnir hversu mikil árleg fjárfesting lífeyrissjóðanna í erlendum eignum þarf að vera til að ná tilteknu hlutfalli á fimm eða tíu árum.

Tafla 4.1 Árleg fjárfestingaþörf lífeyrissjóðanna í milljörðum króna til að ná tilteknu hlutfalli erlendra eigna á fimm eða tíu árum.

	30%	40%	50%
5 ár	55,4	118,0	180,5
10 ár	33,6	68,8	104,0

Af töflunni má t.d. sjá að til að ná hlutfallinu upp í 30% á tíu árum þarf árleg fjárfesting að nema um 33,6 milljörðum króna á verðlagi ársins 2014, eða nánast sem nemur um 85% af hreinu innflæði til sjóðanna. Sú fjárhæð er um 1,3% af hreinni eign lífeyrissjóðanna í lok árs 2013. Til að ná 40% hlutfalli á sama tímabili þyrfti árleg fjárfesting að vera 68,8 milljarðar króna eða 2,6% af hreinni eign sjóðanna í lok árs 2013.

4.3 Áhrif fjármagnshafta á hlutabréfamarkað

Ein afleiðing banns við erlendum fjárfestingum lífeyrissjóða er aukin umsvif þeirra á innlendum fjármálamarkaði og eftir sex ára tilvist haftanna eru lífeyrissjóðirnir orðnir mjög fyrirferðamiklir á innlendum markaði. Vegna takmarkana á heimildum þeirra til fjárfestinga í óskráðum verðbréfum hafa þeir mest fjárfest í skuldabréfum með ábyrgð opinberra aðila og skráðum hlutabréfum.

Í lok árs 2013 áttu lífeyrissjóðirnir beint a.m.k. 36% af skráðum hlutabréfum á íslenska markaðnum. Á sama tíma voru um 13% af markaðnum í eigu verðbréfasjóða og um 7-8% í beinni eigu almennings. Til samanburðar voru í lok árs 2013 um 16% af bandaríska hlutabréfamarkaðnum í beinni eigu bandarískra lífeyrissjóða, um 20% í eigu verðbréfasjóða og 34% í eigu almennings.⁵

Sé litið einnig til óbeinnar eignar lífeyrissjóðanna í gegnum verðbréfasjóði og önnur félög nam heildarhlutdeild þeirra á íslenska markaðnum a.m.k. 43%. Tafla 4.2 sýnir hlutdeild lífeyrissjóðanna í hverju skráðu félagi, bæði beina eign og óbeina hlutdeild. Beint og óbeint eignarhald lífeyrissjóðanna í einstökum skráðum hlutafélögum nemur því allt að 57%.

Tafla 4.2 Beint og óbeint eignarhald íslenskra lífeyrissjóða í skráðum hlutafélögum.

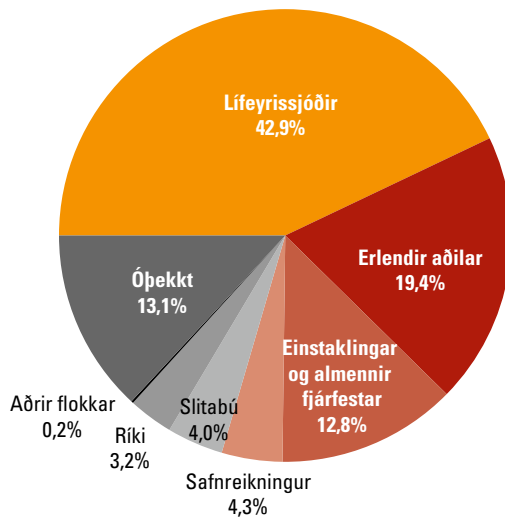
Félag	Beint	Óbeint	Alls
Eimskipafélag Íslands hf.	39%	5%	44%
Fjarskipti hf.	49%	3%	52%
Hagar hf.	47%	6%	53%
Icelandair Group hf.	45%	11%	56%
Marel hf.	31%	6%	37%
N1 hf.	42%	15%	57%
Nýherji hf.	26%	1%	27%
Reginn hf.	49%	5%	54%
Tryggingamiðstöðin hf.	43%	3%	46%
Vátryggingafélag Íslands hf.	20%	6%	26%
Össur hf.	26%	1%	27%
Alls	36%	7%	43%

Heimild: Eigin samantekt úr opinberum upplýsingum.

⁵ Sjá t.d. Business Insider: "CHART OF THE DAY: Here's Who Owns The Stock Market". 13. mars 2013.

Upplýsingar í töflu 4.2 eru byggðar á opinberum gögnum, svo sem listum kauphallar yfir 20 stærstu hluthafa í hverju félagi, ársreikningum félaganna og ársreikningum lífeyrissjóða og verðbréfasjóða. Í gögnin vantar upplýsingar um eignarhald á um 13% af markaðnum og líklegt er að einhver hluti þess sé í beinni eða óbeinni eigu lífeyrissjóðanna og því ofangreindar tölur vanmat á umsvifum lífeyrissjóðanna sem því nemur. Mynd 4.7 sýnir hvernig beint og óbeint eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði skiptist á flokka fjárfesta.

Mynd 4.7 Beint og óbeint eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði í árslok 2013.



Heimild: Eigin samantekt úr opinberum gögnum.

Þessi miklu umsvif íslenskra lífeyrissjóða á innlendum hlutabréfamarkaði, og mikil hlutdeild þeirra í einstökum félögum, hafa bæði jákvæðar og neikvæðar hliðar, bæði fyrir markaðinn í heild, lífeyrissjóðina sem fjárfesta, sem og sjóðfélaga þeirra. Þó verður að hafa í huga að íslenskur markaður fyrir skráð hlutabréf er enn mjög lítill hluti af heildarmarkaðnum og mörg stór íslensk fyrirtæki, svo sem viðskiptabankarnir og sjávarútvegsfyrirtækin, eru ekki skráð á hlutabréfamarkað. Lífeyrissjóðirnir hafa kappkostað að skrá fyrirtæki í sinni eigu og þeir hafa takmarkaðar heimildir til að fjárfesta í óskráðum hlutabréfum. Lífeyrissjóðirnir eru því mun umfangsmeiri á markaði fyrir skráð hlutabréf heldur en á heildarmarkaðnum.

Ein jákvæð hlið þessara umsvifa lífeyrissjóðanna er sem dæmi að almenningur á, í gegnum lífeyrissjóðina, stóran hlut í skráðum félögum. Beint eignarhald almennings á markaðnum er lítið í alþjóðlegum samanburði, en það skýrist meðal annars af því að stór hluti af sparnaði almennings fer í gegnum lífeyriskerfið.

Hvað varðar neikvæðu hliðarnar er, sem dæmi, ein forsenda fyrir skilvirkni markaða sú að enginn einn aðili eða samstilltur hópur aðila hafi svo mikil ítök á markaðnum að hann geti haft veruleg áhrif á verðmyndun á honum. Færa má því rök fyrir því þessi miklu umsvif lífeyrissjóða dragi úr skilvirkni markaðarins.

Þá hafa íslenskir lífeyrissjóðir almennt verið óvirkir hluthafar í íslenskum hlutafélögum að því leyti að þeir beita yfirleitt ekki málfrelsis-, tillögu- og atkvæðisrétti sínum á hlut-hafafundum⁶ og spurning er hversu æskilegt það sé að aðilar sem beint og óbeint eiga um 43% af markaðnum og allt að 57% í einstökum félögum séu óvirkir hluthafar. Þetta hefur þó breyst nokkuð undanfarin ár og margir lífeyrissjóðir hafa skilgreint eigenda-stefnu og eru í dag virkir hluthafar í félögum þar sem eignaraðild er yfir ákveðnum mörkum.

Einnig má benda á að sjóðfélagar lífeyrissjóðanna eru margir hverjir starfsmenn skráðra íslenskra hlutafélaga, eins og dregið var á í kafla 4 hér að framan. Erfiðleikar hjá vinnu-veitendum sjóðfélaga lífeyrissjóðanna geta því haft þau áhrif að sjóðfélagar missi á sama tíma lífsviðurværi sitt og umtalsverðan hluta af lífeyrissparnaði sínum, eins og í raun gerðist haustið 2008. Í þessu sambandi má nefna að nánast einu almennu takmarkan-irnar á fjárfestingu lífeyrissjóða í Bandaríkjunum og Bretlandi varða verðbréf útgefin af vinnuveitendum sjóðfélaga.⁷ Fáar aðrar almennar takmarkanir eru á fjárfestingum lífeyrissjóða þar, sem sýnir hversu mikið vægi þetta atriði hefur hjá Bandaríkjamönnum og Bretum.

Að lokum má nefna að íslenski hlutabréfamarkaðurinn er örstærð á alþjóða hlutabréfa-mörkuðum. Heildarmarkaðsvirði skráðra íslenskra hlutabréfa var í lok árs 2013 innan við 500 milljarðar króna. Ráðgjafar- og greiningarfyrirtækið McKinsey áætlaði að heild-arstærð skipulegra hlutabréfamarkaða á heimsvísu í lok árs 2010 væri um 54 þúsund milljarðar Bandaríkjadala. Íslenski hlutabréfamarkaðurinn í heild sinni er því innan við 0,01% (einn tíuþúsundasti) af hlutabréfamörkuðum heimsins.

4.4 Frá sjóðasöfnun til gegnumstreymis

Eins og farið var yfir í kafla 1 hér að framan, byggir sjóðasöfnunarkerfi á því að safna upp eignum á efnahagsreikningi einstaklinga, hvort sem um er að ræða að eignarrétturinn sé alveg sértækur eins og tíðkast með viðbótarlífeyrissparnað eða samtryggingu líkt og þekkt með skylduðgjöld til lífeyrissjóða. Gegnumstreymiskerfi byggir aftur á móti á réttinda- eða eignasöfnun á efnahagsreikningi ríkisins sem kann að vera studd af sjóða-söfnun eins og þekkt með velferðartryggingu (social security) í Bandaríkjunum eða aðeins tryggð með framtíðariðgjöldum þess fólks sem verður til staðar á vinnumarkaði eftir að eftirlaunataka hefur farið fram.

⁶ Sjá t.d. Kristján Geir Pétursson (2010): Lífeyrissjóðir sem hluthafar.

⁷ Sjá t.d. OECD, 2013: Survey of Investment Regulation of Pension Funds. <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/InvRegPensionFunds2013.pdf>

Það liggur því í augum uppi að ef sjóðasöfnun á efnahagsreikninga einkaaðila byggir á því að kaupa ríkistryggð verðbréf, hafa þessi tvö lífeyriskerfi runnið saman og um raunverulegt gegnumstreymi er að ræða því allar ríkisútgáfur eru með raun og réttu tryggðar með framtíðarskatttekjum. Ef, sem dæmi, eignir íslenskra lífeyrissjóða væru eingöngu skuldabréf útgefin af ríkissjóði er ljóst að allar greiðslur til lífeyrisþega kæmu þá í raun úr ríkissjóði sem afborganir vaxta og höfuðstóls af ríkisskuldabréfum. Þannig verður lítil munur á því að safna ríkisverðbréfum í sjóð og safna upp réttindum í gegnumstreymiskerfi. Í báðum tilvikum er ríkið – og efnahagsreikningur þess – farvegur fyrir millifærslur á milli kynslóða.

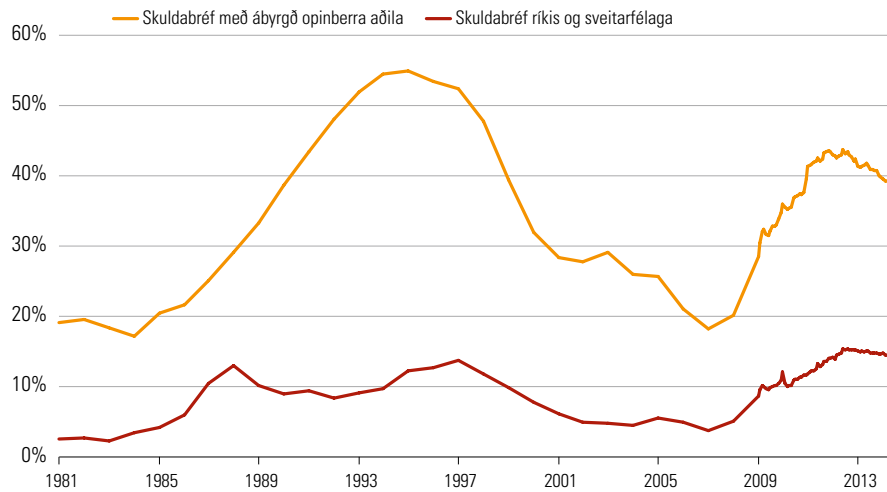
Vitanlega eru skilin á milli lífeyriskerfa alls ekki alltaf skýr. Eðlilegt er að einhver hluti af eignasafni fjárfesta, þar með talið lífeyrissjóða, sé skuldabréf útgefin af ríkissjóði og opinberum aðilum eða með ábyrgð þeirra. Slík skuldabréf eru, sem fjárfestingarkostur, almennt talin bera einna minnsta áhættu enda afar sjaldgæft að opinberir aðilar greiði ekki að fullu skuldir sínar, þótt vissulega séu dæmi til um slíkt. Samt sem áður hlýtur að skapast mikil hætta á kerfis-hamskiptum við þær aðstæður sem hafa verið ríkjandi hérlandis frá 2008 þegar þrennt hefur farið saman: Haftasetning er hindrar erlendar fjárfestingar, ört vaxandi lífeyrissjóðakerfi með mikilli fjárfestingarþörf og síðan verulegur hallarekstur ríkissjóðs með mikilli fjármögnunarþörf sem gerst hefur hérlandis frá 2008.

Stigsmunur er á skuldabréfum sem útgefin eru beint af ríki og sveitarfélögum annars vegar og skuldabréfum með ábyrgð þeirra hins vegar. Skatttekjur þurfa með einum eða öðrum hætti að standa undir afborgunum vaxta og höfuðstóls af skuldabréfum opinberra aðila en í flestum tilvikum er opinber ábyrgð á skuldum eingöngu ætluð til þrautavara og einhverjar eignir eru að baki þeim skuldum sem ætlað er að standa straum af afborgunum vaxta og höfuðstóls. Sem dæmi er útlánnum Íbúðalánasjóðs ætlað að standa að fullu straum af afborgunum skuldabréfa sjóðsins og orkusölu Landsvirkjunar ætlað að standa straum af afborgunum af skuldum hennar. Hins vegar getur raunin orðið sú að tekjur af eignunum reynast ekki nægjanlegar og því reyni á ábyrgðina og þá þarf að nota skatttekjur ríkis eða sveitarfélaga til að greiða a.m.k. hluta af skuldunum.

Á mynd 4.8 hér að neðan er sýnt annars vegar hlutfall skuldabréfa útgefinna af ríkissjóði og sveitarfélögum og hins vegar hlutfall allra skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila af hreinni eign lífeyrissjóða til greiðslu lífeyris. Dæmi um skuldabréf með ábyrgð opinberra aðila eru skuldabréf Íbúðalánasjóðs. Á myndinni má sjá að hlutfall skuldabréfa ríkissjóðs og sveitarfélaga hefur sveiflast nokkuð undanfarna áratugi og náði tímabundnu hámarki í 14% árið 1997. Eftir það lækkaði það jafnt og þétt og náði lágmarki í 4% árið 2007. Í kjölfar efnahagshrunsins tók það að vaxa skarpt aftur og náði hámarki í 15% í upphafi árs 2012. Síðan þá hefur það lækkað lítillega á ný og stóð í tæpum 14% í upphafi ársins 2014. Svipaða sögu er að segja um hlutfall skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila. Það náði hámarki í 55% í upphafi ársins 1995, lækkaði svo skarpt til ársins 2008 þegar það náði lágmarki í 18%, en hækkaði aftur hratt og náði hámarki í 43% í upphafi árs 2012. Síðan hefur það lækkað aftur og stóð í um 39% í upphafi árs 2014.

Lækkunina sem hófst árið 1995 má að stórum hluta rekja til aðildar Íslands að Evrópska efnahagssvæðinu. Árið 1986 var lögum um Húsnæðisstofnun, forvera Íbúðalánasjóðs, breytt á þann veg að lánsréttur lántakenda hjá stofnuninni fór eftir því hversu umsvifamikill lífeyrissjóður lántakans var í kaupum á skuldabréfum stofnunarinnar.⁸ Til að fá hámarkslánsrétt þurfti lífeyrissjóður lántakans að kaupa skuldabréf Húsnæðisstofnunar fyrir a.m.k. 55% af árlegu ráðstöfunarfé sínu. Þetta ákvæði var fellt niður með EES samningnum. Þá var öllum takmörkunum á fjárfestingu í erlendum verðbréfum einnig aflétt á sama tíma eins og fram hefur komið.

Mynd 4.8 Hlutfall skuldabréfa útgefna af ríkissjóði og sveitarfélögum annars vegar og skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila hins vegar ef hreinni eign til greiðslu lífeyris.



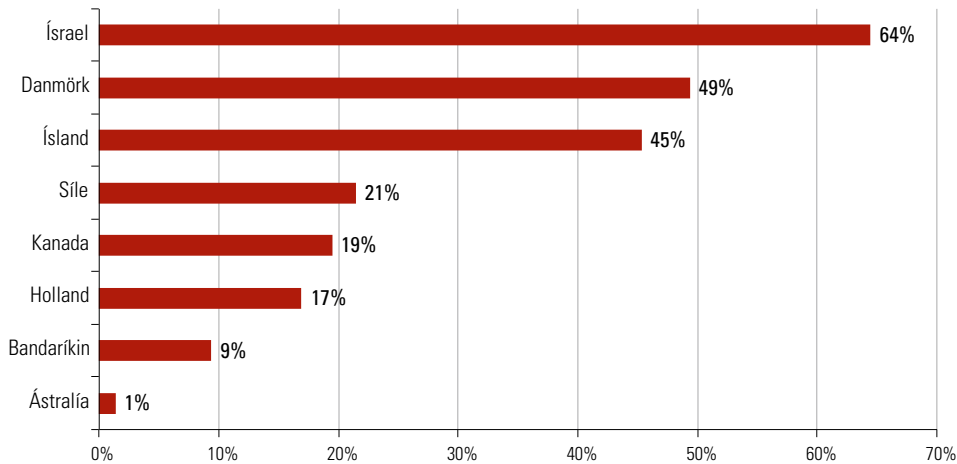
Heimild: Seðlabanki Íslands og eigin útreikningar.

Ekki er til einhlítt svar við því hvað getur talist vera eðlilegt eða æskilegt hlutfall skuldabréfa opinberra aðila í eignasafni lífeyrissjóða og hve stór „gegnumstreymis-einkenni“ sjóðasöfnunarkerfi ættu að hafa. Myndin hér að ofan sýnir þó vel að íslenska lífeyrisherfið styrktist verulega sem sjóðasöfnunarkerfi með frelsi í fjármagnsflutningum við útlönd og uppbyggingu innlends fjármagnsmarkaðar á tíunda áratugnum. Jafnframt sést að pendúllinn hefur snúist til baka frá 2008 og vægi ríkistryggðra verðbréfa vaxið verulega. Að einhverju leyti voru þetta sjálfkrafa áhrif frá hruninu 2008 þar sem mikið tap varð af hlutabréfum og fyrirtækjaskuldabréfum samhliða því að haftasetning hefur orðið til þess að lækka ávöxtunarkröfu ríkistryggðra pappíra og hækka höfuðstólsvirði þeirra. Hins vegar er mjög athyglisvert að hlutfall ríkistryggðra eigna hefur lækkað á síðustu 2-3 árum.

⁸ Lög nr. 54/1986 um breytingu á lögum um Húsnæðisstofnun ríkisins, nr. 60/1984.

Til samanburðar er gagnlegt að skoða hlutfall skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila af eignasafni lífeyrissjóða í nokkrum löndum innan OECD eins og sýnt er á mynd 4.9. Á myndinni er eingöngu litið til lífeyrissjóða landa þar sem stærð lífeyriskerfisins var a.m.k. 50% af landsframleiðslu í lok árs 2012. Ekki eru til aðgengileg gögn fyrir nema átta slík lönd.

Mynd 4.9 Hlutfall skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila af hreinni eign lífeyrissjóða innan nokkurra landa OECD í lok árs 2012.



Heimild: OECD (2013).

Lífeyriskerfið í Ísrael sker sig nokkuð úr þar sem skuldabréf með ábyrgð opinberra aðila námu tæpum 64% af eignum lífeyrissjóða þar í landi í lok árs 2012. Stærð lífeyriskerfis Ísrael var á sama tíma um 52% af landsframleiðslu svo segja má að kerfið byggir á sjóðsöfnun, en vægi skuldabréfa með ábyrgð opinberra aðila í eignasafninu þýðir í raun að kerfið líkist mikið gegnumstreymiskerfi. Þetta hlutfall hefur hins vegar lækkað mikið á undanförunum árum þar í landi en það var yfir 90% í lok árs 2001. Að Ísrael undanskildu er hlutfallið hæst í Danmörku, tæp 50%, og næst hér á landi, 45% í lok árs 2012. Hjá lífeyrissjóðum annarra landa er hlutfallið mun minna, um fimmtingur hjá Síle, Kanada og Hollandi, sem er með sambærilega stórt lífeyriskerfi og Ísland sem hlutfall af landsframleiðslu, innan við 10% í Bandaríkjunum og aðeins um 1% í Ástralíu. Í þessum samanburði er því hlutfallið nokkuð hátt á Íslandi. Í lok árs 2008 var hlutfallið á Íslandi um 20% sem hefði ekki skorið sig úr í þessum samanburði.

4.5 Niðurstaða

Líklega kom engum í hug að fjórfrelsið myndi aðeins vara í 15 ár og fjármagnshöft yrðu aftur sett á árið 2008. Það þýðir þó lítið að dvelja við spurningar líkt og af hverju tækifærið var ekki betur nýtt til enn meiri erlendra fjárfestinga meðan færindi gafst. Né heldur er með trúverðugum hætti hægt að halda því fram að höftin séu skammtíma-ráðstöfun til þess að bregðast við fjármálaáfalli og muni því ekki hafa marktæk áhrif á

langtímafjárfesta líkt og lífeyrissjóðina. Nú eru liðin sex frá haftasetningu og fá merki um að þeim verði aflétt á næstu árum. Núverandi erlent eignahlutfall nær allra lífeyrissjóðanna er verulega fyrir neðan það 50% hámark sem lögin tilgreina. Lýðfræði Íslands er með þeim hætti að eignasafn lífeyrissjóðanna vex með fremur hröðum hætti þannig að fyrséð er að þetta hlutfall mun fara lækkandi á næstu árum.

Rétt er að huga sérstaklega að hlutfalli verðbréfa með ábyrgð opinberra aðila af heildareignum lífeyrissjóða. Því hærra sem hlutfallið er, því minni kosti hefur lífeyriskerfi sem byggir á sjóðsöfnun umfram gegnumstreymiskerfi. Hlutfallið hefur hækkað mikið hjá íslenskum lífeyrissjóðum frá tilkomu fjármagnshaftanna og er orðið mjög hátt, bæði í sögulegu samhengi og í alþjóðlegum samanburði. Ástæðuna má líklega a.m.k. að hluta rekja til fjármagnshaftanna og takmarkaðra annarra fjárfestingarkosta lífeyrissjóða.

Fjármagnshöftin hafa einnig haft í för með sér aukin umsvif lífeyrissjóðanna á öðrum innlendum mörkuðum, þar á meðal hlutabréfamarkaði. Lífeyrissjóðirnir áttu í árslok 2013 beint og óbeint meira en 43% af skráðum íslenskum hlutafélögum og allt að 57% hlut í einstökum félögum. Áframhaldandi vöxtur lífeyrissjóðakerfisins án erlendar fjárfestingar verður til þess að sjóðirnir verða ekki lengur stórir fiskar í lítilli tjörn heldur stórhveli sem geta ekki hreyfst án þess að hafa veruleg áhrif á allt lífríki tjarnarinnar.

Erlent eignahlutfall lífeyrissjóðanna náði hæst í um 30% á árunum 2006-2010 en hefur farið lækkandi síðan og er nú 22,4%. Lækkunin hefur bæði gerst með því að lífeyrisparnaður hefur vaxið án þess að leyfilegt væri að fjárfesta honum erlendis og ennfremur hafa lífeyrissjóðirnir tekið gjaldeyri heim með sérstökum samningum við stjórnvöld. Rúmlega fimmtungshlutfall erlendra eigna er allt of lágt samkvæmt þeim viðmiðum sem hægt er að leggja til grundvallar, hvort sem um er að ræða lífshlaupslíkanið, samvalsfræðin eða erlendan samanburð. Það er því hægt að mæla eindregið gegn því að þetta hlutfall lækki enn frekar.

Miðað við núverandi aðstæður er hreint innflæði í lífeyrissjóðina um 40 milljarðar á ári og þannig þarf að fjárfesta um 9 milljörðum erlendis til þess að halda 22,4% erlendu eignahlutfalli. Til þess að ná hlutfallinu aftur upp í 30% á næstu 10 árum þarf um 34 milljarða fjárfestingu á ári eða nær allt hreint árlegt innflæði til sjóðanna. Aftur á móti krefst 40% hlutfall þess að fjárfest sé fyrir 69 milljarða á ári næstu 10 árin. Þetta eru háar fjárhæðir á íslenskan mælikvarða og því má velta fyrir sér hvort það sé raun gerlegt fyrir sjóðina að ná því erlenda eignarhlutfalli sem æskilegt væri samkvæmt bæði hagfræði og fjármálakenningum. Það er því fullt tilefni til þess að fara aðeins yfir greiðslujöfnuð Íslands og hvort mögulegt sé í raun að fjárfesta lífeyrisframlögum erlendis.