

Helstu niðurstöður og tillögur

Allt frá því að Ísland varð að sjálfstæðu myntsvæði eftir fullveldi árið 1918 hefur landið glímt við ójafnvægi í greiðslujöfnuði og á gjaldeyrismarkaði. Sá órói hefur smitast inn í efnahagslífið með óstöðugleika og verið orsök bæði hafta og sífelldra gengisfellinga. Árið 1931 brugðust Íslendingar við bankahruni og fjármagnsflotta með fjármagnshöftum er stóðu í 62 ár. Og nú eru rúmlega 6 ár liðin frá því að fjármagnshöft voru aftur tekin upp til þess að bregðast við nákvæmlega sömu vandamálum og fyrri haftasetningu var ætlað. Margt bendir líka til þess að höftin verði viðvarandi hérlandis í einu eða öðru formi á næstu árum.

Nú stefnir hraðbyri að því að íslenskar lífeyriseignir verði 180-200% af landsframleiðslu og augljóst að fjárfestingarstefna lífeyrissjóðanna hefur mikil áhrif á hagkerfi landsins. Jafnvel þótt frjáls fjármagnsviðskipti verði aftur leyfð til og frá íslenska myntsvæðinu munu fjárfestingar sjóðanna ávallt að þurfa að miðast við þjóðhagslegar aðstæður. Á hinn bóginn er það óumdeilt að erlendar fjárfestingar og alþjóðleg eignadreifing eru lykilskilyrðin fyrir því að sjóðasöfnunarkerfi geti skilað hlutverki sínu með fullnægjandi hætti og tryggt að öldrun þjóðarinnar valdi ekki verulegum ruðningsáhrifum í efnahagslífinu. Það er því engum blöðum um það að fletta að líta verður á lífeyrissparnað í samhengi við annan sparnað í landinu, stöðugleika á greiðslujöfnuði og í hagkerfi landsins.

Í ljósi þessarar stöðu, sem er megin umfjöllunarefni þessarar bókar, er það niðurstaða höfundu að setja fram þrjár tillögur er snúa að erlendum fjárfestingum lífeyrissjóðanna á næstu árum.

1. Tryggt verði að hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna af heildareignum – nú um 22% – lækki ekki frekar. Það verði gert með því að fjórðungi af hreinu innflæði til sjóðanna verði ávallt ráðstafað til erlendra fjárfestinga. Hreint innflæði til sjóðanna er nú um 40 milljarðar á ári. *Það felur í sér að íslensku lífeyrissjóðirnir fái um 10 milljarða heimild, eða undanþágu frá fjármagnshöftunum, til erlendra fjárfestinga á hverju ári. Þetta verði lágmarksheimild óháð stöðu greiðslujafnaðar og er ætlað að minnka áhættu framtíðarlífeyrisþega og varna neikvæðum áhrifum vegna öldrunar þjóðarinnar á næstu árum.*
2. Unnið verði að því að auka hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna eftir því sem svigrúm gefst til í greiðslujöfnuði á næstu árum með það að markmiði að sem stærstur hluti af hreinu innflæði til sjóðanna verði fjárfestur erlendis. Þannig verði komið í veg fyrir að fyrirsjáanleg uppsöfnun lífeyrissparnaðar valdi ruðningsáhrifum á annan sparnað í landinu og skapi hættu á eignabólu. *Í því skyni er hér lagt til að þeim viðskiptaafgangi sem er umfram 5% af landsframleiðslu verði ráðstafað til þess að hækka hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna.*

3. *Litið verði á erlenda fjárfestingu lífeyrissparnaðar sem þjóðhagsvarúðartæki til þess að hlutleysa áhrif mikils fjármagnsinnflæðis á greiðslujöfnuðinn. Þannig verði komið í veg fyrir að innflutningur erlends sparnaðar valdi þenslu á innlandsmarkaði og rýri samkeppnisstöðu atvinnuvega eins og svo oft hefur verið raunin. Slík hlutleysing er einnig megin forsendan fyrir því að landið haldi jákvæðum viðskiptajöfnuði til framtíðar. Hér er því lagt til að Íslendingar fari kínversku leiðina varðandi greiðslujöfnuð í þeim skilningi að þeir sækist eftir erlendri fjárfestingu en landið verði samt sem áður hreinn fjármagnsútflytjandi og með varanlegan viðskiptaafgang.*

Með kínversku leiðinni eru fjórar flugur slegnar í einu höggi: Sú fyrsta er að Íslendingar njóti minni áhættu við ávöxtun lífeyrissparnaðar og komið er í veg fyrir kynslóðamisvægi við útgreiðslu lífeyris. Önnur er sú að þjóðhagsvarúð verði eflað þannig að erlent fjármagnsinnstreymi valdi ekki fjármála- og eignabólu hérlendis. Þriðja er að áherslan verði á útflutningsdrifinn hagvöxt og samkeppnishæfni og komið í veg fyrir að erlent fjármagnsinnflæði ofhiti hagkerfið. Og loks sú fjórða að Íslendingar geti notið þess þekkingarflutnings sem fylgir erlendri fjárfestingu án þess að innlendir sparnaður verði fyrir ruðningsáhrifum.

Í þessu sambandi er vert að minnast þess að erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna á árunum 1998–2008 voru það afl sem helst vann gegn vaxandi ójafnvægi í bæði fjármálakerfi og efnahagsmálum sem gríðarlega mikið fjármagnsinnstreymi skapaði á þessum tíma. Þær erlendu eignir sem var safnað upp á þessum tíma eru nú ein helsta stöðin undir íslenska lífeyriskerfinu.

Ofangreindar þrjár tillögur snúa að tilhögun lífeyrissparnaðar hérlendis. Þeim er fyrst og fremst ætlað að tryggja öryggi framtíðarlífeyrisþega, sjálfbæran hagvöxt og stöðugleika, óháð því hvort, hvenær og undir hvaða forsendum höft verða afnumin hérlendis.

Ef aftur á móti er litið til íslenskra efnahagsmála almennt vilja höfundar árétta skaðsemi fjármagnshafta fyrir atvinnulíf og lífskjör almennings til framtíðar. Það er þeirra skoðun að opin fjármagnsviðskipti séu lykilþáttur í því að Íslendingar taki sömu efnahagslegum framförum og aðrar vestrænar þjóðir og nái sama árangri í framleiðni og nýsköpun. Stöðugleiki byggður á höftum er einfaldlega of dýru verði keyptur. Og raunar, ef litið er til sögunnar, verður ekki séð að fjármagnshöft hafi dugað til þess að tryggja efnahagslegan stöðugleika; höftin hafi þvert á móti aukið á ójafnvægið í hagkerfinu og valdið mjög alvarlegri missetningu fjármagns á hinum fyrri haftatíma. Í ljósi þessa er það eindregin tillaga höfunda að afnám hafta verði hafið þegar í stað.

Ágrip

Kaflar 1-2: Hættan á hamskiptum

Íslenska þjóðin er ung í samanburði við aðrar vestrænar þjóðir, enda er helmingur landsmanna yngri en 34 ára. Hins vegar eru fjölmennir árgangar á leið á eftirlaun og hlutfall eftirlaunaþega af fjölda fólks á vinnumarkaði mun hækka mjög hratt á næstu árum. Aukinni öldrun fylgir þjóðhagslegur kostnaður þar sem fólki fækkar á vinnumarkaði og meiri þörf verður fyrir velferðarþjónustu. Efnahagsleg áhrif velta þó að miklu leyti á því hvernig lífeyriskerfi er við lýði.

*Fjármögnuð lífeyriskerfi eru yfirleitt kölluð sjóðasöfnunarkerfi og felast í því að tilvonandi lífeyrisþegar leggja ákveðið hlutfall af launum til hliðar sem síðan er fjárfest í eignasafni sem er ætlað að skila framtíðar *fjármagnstekjum* sem duga, ásamt höfuðstólnum, til elliframfærslu.*

*Ófjármögnuð lífeyriskerfi eru yfirleitt kölluð gegnumstreymiskerfi þar sem tilvonandi lífeyrisþegar leggja einnig til hliðar hluta af launum sínum, en í stað þess að framlögunum sé varið í fjárfestingar eru þau millifærð til þeirra sem þegar eru á lífeyrisaldri. Þannig er framtíðar *launatekjum* ætlað að standa straum af elliframfærslu í gegnumstreymiskerfi.*

Þessi tvö kerfi geta runnið saman ef fjárfestingarstefna sjóðasöfnunar hneigist of mikið til ríkistryggðra eigna. Í báðum tilvikum er ríkið – og efnahagsreikningur þess – orðið að farvegi fyrir millifærslur á milli kynslóða. Setning hafta getur haft sömu áhrif þar sem sveiflur í kynslóðastærð geta valdið ruðningsáhrifum á efnahagslífið og bóluáhrifum ef fjármagnskerfið er lokað.

Erlendar fjárfestingar og alþjóðleg eignadreifing eru lykilskiyrðin fyrir því að sjóðasöfnunarkerfi geti skilað hlutverki sínu með fullnægjandi hætti og tryggt að eftirlaunataka stórra kynslóða valdi ekki verulegum ruðningsáhrifum í efnahagslífinu. Ef vægi erlendra eigna er of lítið mun lífeyristaka eftirstriðskynslóðarinnar, fólks sem fæddist árunum 1946–1964, rýra verulega lífskjör yngri kynslóða á komandi árum þegar uppsafnaður lífeyrissparnaður verður dreginn til baka úr hagkerfinu.

Sjóðasöfnunarkerfi skapar viðskiptaafgang með því að fresta neyslu og auka sparnað. Þannig myndast *sjálfkrafa svigrúm til erlendra fjárfestinga án þess að raska þjóðhagslegu jafnvægi. Ef viðskiptaafgangurinn sem sjóðasöfnunarkerfi skapar er ekki fjárfestur erlendis mun það valda þenslu og eignabólu í viðkomandi hagkerfi til skaða fyrir lífeyrisþega.*

Lífeyrissparnaður í erlendri mynt er forsenda þess að halda stöðugleika á smærri myntsvæðum þar sem hlutdeild innflutnings er tiltölulega mikil af neyslu og sjóðasöfnun er ráðandi lífeyrisform. Hægt er að leiða út þá einföldu þumalfingursreglu að lífeyrissparnaður eigi að hafa sömu myntsamsetningu og almenn einkaneysla viðkomandi lands sem fyrir Ísland er um 40-50%. Hægt er að líta á þetta hlutfall sem lágmarkshlutfall erlendra eigna í safni íslenskra lífeyrissjóða.

Kaflar 3-4: Hve hátt eignahlutfall þarf til þess að tryggja öryggi?

Samkvæmt klassískum kenningum um áhættudreifingu ætti hlutfall erlendra eigna hjá íslenskum lífeyrissjóðum að vera á bilinu 30-40%. Sé tekið tillit til séríslenskra áhættuþátta er æskilegt hlutfall enn hærra. Þessi aðferðafræði byggir á þeirri forsendu að fjárfestirinn sé ekki það stór að eignasöfnun hans hafi sjálfstæð áhrif á verð á eignasmörkuðum. Sú forsenda á alls ekki við um lífeyrissjóðina – svo stór sem eignasöfn þeirra eru miðað við íslenska markaðinn. *Ef tekið er tillit til haftanna og þeirrar miklu aukningar í lífeyriseignum sem væntanleg er á næstu árum ætti vægi erlendra eigna að vera mun hærra en 30-40% í hagstæðasta eignasafni, samkvæmt samvalskeningunni.*

Erlent eignahlutfall lífeyrissjóðanna náði hæst í um 30% á árunum 2006–2010 en hefur farið lækandi og er nú 22,4%. *Rúmlega fimmtungshlutfall erlendra eigna er allt of lágt samkvæmt öllum þeim viðmiðum sem hægt er að leggja til grundvallar. 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 9-10 milljörðum erlendis til þess að halda 22,4% erlendu eignahlutfalli. Til að hlutfallið hækki þarf árleg fjárfesting að vera meiri.

Kaflar 5-6: Greiðslujöfnuður – öxullinn í hagsögu Íslands

Greiðslujöfnuður er eins konar afstemmingardálgur fyrir landið í heild sinni. Staða hans hefur áhrif á lausafjórstöðu hagkerfisins sem getur komið fram á gjaldeyrismarkaði eða í bankakerfinu. Um leið og greiðslujöfnuði byrjar að blæða fara mjög öflugir kraftar af stað sem koma fram með lækun raungengisins, hækkun vaxta og/eða lánastoppi vegna lausafjórþræða í fjármálakerfinu. *Áhætta er þó mun minni ef fjármagnið kemur inn sem bein erlend fjárfesting, þar sem endurgreiðsla á sér aðeins stað ef fjárfestingarverkefnið gengur upp.*

Aðgangur að erlendum fjármagnsmörkuðum opnar möguleika fyrir þjóðir að aðskilja ákvarðanir um neyslu, fjárfestingu og opinber útgjöld. Til að mynda að auka fjárfestingu án þess að þurfa samtímis að skapa sparnað með frestun einkaneyslu eða aðhaldi í opinberum útgjöldum. Sú atburðarrás er algeng – og læðist raunar aftan að mörgum þjóðum – að erlendar lántökur hefjist upphaflega vegna fjárfestingar í útflutningsgreinum. En um leið og fjármagnið fer að streyma koma ruðningsáhrif fram með lækun vaxta og aukinni einkaneyslu, þannig að á skömmum tíma verður viðskiptahallinn að birtingarmynd ofþenslu og ósjálfbærrar neyslu. *Erlend fjárfesting lífeyrissparnaðar ætti*

að vera ein helsta leiðin til þess að hlutleysa áhrif mikils fjármagnsinnflæðis á greiðslujöfnuðinn og koma í veg fyrir að erlend fjárfesting valdi þenslu á innanlandsmarkaði. Þensluáhrif af innbyrgingu lífeyrissparnaðar eru þau sömu og af miklu erlendu innflæði í gegnum fjármagnsjöfnuðinn.

Íslendingar voru óviðbúnir því að reka eigin myntsvæði við fullveldi árið 1918. Strax árið 1920 var landið komið í alvarlega gjaldeyris- og bankakreppu og hagþróunin frá þeim tíma hefur verið nær samfelld saga um ójafnvægi í greiðslujöfnuði. Kreppan mikla hófst hérlendis með bankahruni í ársbyrjun 1930 þegar Íslandsbanki hinn elsti varð fyrir áhlaupi og var neitað um ríkisábyrgð. Skjótlega upp úr því hófst fjármagnsflótti af landinu er lyktaði með setningu fjármagnshafta árið 1931 sem áttu eftir að vara í 62 ár.

Hagþróun landsins á eftirstríðsárunum einkenndist af miklum fjármagnsinnflutningi til þess að örva fjárfestingu sem kom fram í áratuga viðskiptahalla og skuldasöfnun, frá stríðslokum allt fram á árið 2009. Þetta mikla fjárflæði, og sú þensla sem af því hlaut, hafði gríðarleg ruðningsáhrif á útflutningsatvinnuvegi landsins með háu raungengi og efnahagslegum óstöðugleika. Fjármagnshöftin juku þungann í atburðarásinni með því að tryggja einstefnu í fjármagnsflæði – peningarnir gátu bara komist inn en ekki út. Það er því ekki að undra að hlutfall útflutnings af landsframleiðslu lækkaði úr 40% árið 1930 í að vera á bilinu 20-30% á eftirstríðsárunum. Þessi ruðningsáhrif komu í veg fyrir að aðrar greinar gætu komið undir sig fótunum og hafa skilið mjög djúp spor eftir sig í efnahagslífinu

Íslenska hagkerfið var í nær viðstöðulausu þensluástandi áratugum saman sem var reglulega rofið með neyðaraðgerðum af ýmsum toga. Brennidepill hinna tíðu „efnahagsaðgerða“ – hvort sem um var að ræða haftasetningu eða gengislækkun – var ætíð sá að rétta af halla á greiðslujöfnuði. Sú ástæða var ávallt tínd til að nauðsyn bæri til þess að bregðast við aflabresti eða erfiðleikum í sjávarútvegi. En hin raunverulega orsök þessara sífelldu aðgerða var langvinn örvarstefna í efnahagsmálum með áherslu á fjárfestingu. Þar liggur rótin að hinum mikla óstöðugleika og viðskiptahalla sem landsmenn hafa lengið búið við. Með erlendum lántökum var hægt að fjárfesta í stórum stíl án þess að innlendir sparnaður væri til staðar og landsmenn þyrftu að láta sér lynda lægri einkaneyslu. Setning fjármagnshafta stjórnmalavæðir greiðslujöfnuðinn þar sem færslur lúta annaðhvort pólitískt ákvörðuðu undanþágufæri eða eru einfaldlega á vegum ríkisins sjálfs.

Kafli 7: Horft fram í tímann

Frá þjóðhagslegu sjónarmiði hlýtur sjóðasöfnunarkerfi ásamt lágum meðalaldri þjóðarinnar að kalla eftir viðskiptaafgangi. Ef litið er til síðustu áratuga hefur raungengið að jafnaði verið of hátt – allt fram að gengisfallinu mikla 2008 – sem endurspeglast í viðstöðulausum viðskiptahalla á tímabilinu. Raungengi framtíðar hlýtur því að vera lægra en það sögulega raungengi sem landsmenn hafa þekkt. Lágt raungengi, viðskiptaafgangur og útflutningur lífeyrissparnaðar er einnig forsenda fyrir útflutningsdrifnum hagvexti, efnahagslegum stöðugleika og myndun þjóðhagsleg sparnaðar.

Það virðist viðtekin skoðun hérlendis að hátt raungengi sé eftirsóknarvert vegna þess að það skapi góð lífskjör. Hafa verður í huga að þessi kaupmáttarkvarði er ávallt leiðréttur miðað við framleiðni. Þjóðir geta hæglega haft tiltölulega lágt raungengi og mikinn kaupmátt miðað við vinnustund ef framleiðnin er mikil. Sú íslenska hefð að þenja upp raungengið til þess að efla lífskjör er meira en nokkuð annað tilraun til þess að bæta upp fyrir lélega framleiðni með því að gera innfluttar vörur ódýrari fyrir íslensk heimili og reka viðskiptahalla. Slík stefna getur aldrei verið annað en skammgóður vermir og getur aðeins haldist uppi með erlendum lántökum og hefur verulega slæm langtímaáhrif.

Framleiðni vinnuafis hefur um langa hríð verið mun lægri hér en í nágrannalöndum. Það er nokkurt áhyggjuefni að framleiðni virðist hafa nær staðið í stað frá hruni. Aftur á móti hefur hækkun launakostnaðar á sama tíma verið umfram framleiðni og langt umfram það sem þekktist erlendis. Af þessum sökum hefur raungengisstigið farið mjög stígandi á síðustu misserum og sú aukna samkeppnishæfni sem gengisfallið 2008 gaf landsmönnum virðist á góðri leið með að hverfa.

Íslendingar eiga nú við færsluvanda að glíma í greiðslujöfnuði sem stafar af erfiðleikum við að flytja verðmæti á milli mynsvæða. Erlendi hluti vandans – snjóhengjan og þrotabúin – er líklega auðveldastur viðureignar þar sem þessar *aflandskrónur* eru tiltölulega vel afmarkaðar og hægt að ná utan um þær með samningum. Erfiðasti hluti vandans snýr að íslenskum fjárfestum. *Mikið misvægi er til staðar í innlendum eignasöfnum og viðurkennd viðmið um áhættudreifingu hljóta að hvetja til erlendra fjárfestinga. Á móti kemur að sömu viðmið ættu að vera hvati fyrir erlenda aðila að fjárfesta hérlendis þar sem arðsemi íslenskra eigna er með litla fylgni við erlenda eignamarkaði.*

Hafa verður hugfast að innlendir fjárfestar geta alveg hlaupið jafn hratt út úr landinu og erlendir. *Áhættuþættir fyrir fjármagnsflóttu eru þeir sömu og áhættuþættir banka-áhlaups, enda eru gjaldeyriskreppur og bankakreppur tvíburakreppur – myndbirting blæðandi greiðslujafnaðar og flóttu afreikningum bankastofnana. Skuldahlið bankanna er nú mjög viðkvæm fyrir útfærði á greiðslujöfnuði ef opnað er aftur fyrir fjármagnsviðskipti þar sem þeir eru nú að mestu leyti fjármagnaðir með stuttum innlánnum.*

Niðurstaða

Samkvæmt Moody's er ein helsta ástæða fyrir Aaa hinna Norðurlandanna „mjög hár stofnanastyrkleiki“ sem meðal annars felst í því að þessar þjóðir höfðu sýnt „breiða samstöðu“ við töku erfiðra ákvarðana í norrænu bankakrísunni. Íslendingar líta ekki vel út í þessum samanburði. Ísland missti Aaa láns hæfið stuttu eftir hrun og hrapaði niður 9 láns hæfisflokka í Baa3, sem er einum flokki fyrir ofan „rusl“. Það ætti að vera forgangsmál að hækka láns hæfið aftur, lækka fjármagnskostnað landsins og búa í haginn fyrir afnám hafta og endurkomu landsins á erlenda fjármálamarkaði. Það fer þó lítið fyrir því markmiði í þjóðmálaumræðunni.

Því er ekki að neita að höftin hafa skapað þægindi fyrir þjóðina. Með hindrun fjármagnsviðskipta árið 2008 var hægt að setja innlend markmið í fyrsta sæti – lækka vexti, reka ríkissjóð með halla, efla hagvöxt og ná niður verðbólgu. Þetta var hægt að gera í stað þess að þurfa að takast á hendur sársaukafullar aðgerðir til þess að ná stöðugleika á greiðslujöfnuði. *Ef Íslandi er alvara að ætla að tengjast aftur alþjóðahagkerfinu verða þessi þægindi mögulega að víkja tímabundið á meðan unnið er að því að opna aftur gjaldeyrismarkaðinn. Íslendingar verða líka að horfast í augu við það að með lítinn frjálstan gjaldmiðil er erfitt að lofa stöðugum kaupmætti, lágri verðbólgu og fyrirsjáanlegri greiðslubyrði húsnæðislána.*

Til þess að afnema höftin þarf skýr almennur þjóðarvilji að vera fyrir hendi og þverpólítísk samstaða. Þá gæti verið nauðsynlegt að tryggja trúverðugleika með því að fá aðila líkt og Alþjóðagjaldeyrissjóðinn til þess að koma að málinu. Þess ber að minnast að þegar hin fyrri höft voru afnumin í upphafi árs 1994 var það ekki vegna innlands þrýstings heldur vegna inngöngu landsins á Evrópskt efnahagssvæði. Raunar var vart minnst á fengið fjármagnsfrelsi í fjölmiðlum á þeim tíma, líkt og það hafi verið aukaatriði í EES-samningnum!¹ Með haftasetningunni 2008 voru landsmenn að vísu að brjóta skilmála þessa samnings og velta má því fyrir sér hve lengi það getur staðið og hvenær hinir samningsaðilarnir muni kalla eftir því að Íslendingar fylgi öllum ákvæðum um fjórfrelsi. *Þeirri spurningu má því kasta upp hvort höftin verði ekki afnumin nema vegna utanaðkomandi þrýstings.*

Þegar upp er staðið snýst afnám hafta um framtíðarsýn – hvort Ísland ætli sér að njóta þess ábata sem alþjóðavæðing skilar – einkum og sér í lagi að framleiðniþróun héraendis fylgi því sem gerist erlendis. Ísland mun eiga erfitt um vik að skapa sambærileg lífskjör á borð við það sem þekkist erlendis ef efnahagslífið er lokað frá öðrum löndum. Ytri aðstæður nú eru að mörgu leyti heppilegar til afnáms hafta og hagkerfið hefur tekið aftur við sér. Kjósi landsmenn að biða með afnámið er mikilvægt að biðin verði ekki til þess að lífeyrskerfið koðni niður að baki hafta og uppsöfnun sparnaðarins verði ekki fóður fyrir þenslu og eignabólu.

¹ Þriðjudagurinn 4. janúar 1994 var fyrsti útgáfudagur blaða eftir nýliðin áramót og annar dagur fjármagnsfrelsis eftir gildistöku EES samningsins. Á þeim degi var hvergi minnst á haftaafnám í íslenskum dagblöðum fyrir utan leiðara Alþýðublaðsins. Hins vegar var auglýsing á síðu 5 í Morgunblaðinu frá Fjárfestingarfélaginu Skandia með yfirskriftinni „Vilt þú eignast hlut í Deutsche Bank AG?“

