



Ekki val heldur skylda

Um nauðsyn þess að lífeyrissjóðir fjárfesti í útlöndum

Ásgeir Jónsson

Hagfræðideild Háskóla Íslands



HÁSKÓLI ÍSLANDS
HAGFRÆÐIDEILD



Aðeins um lífshlaupslíkanið





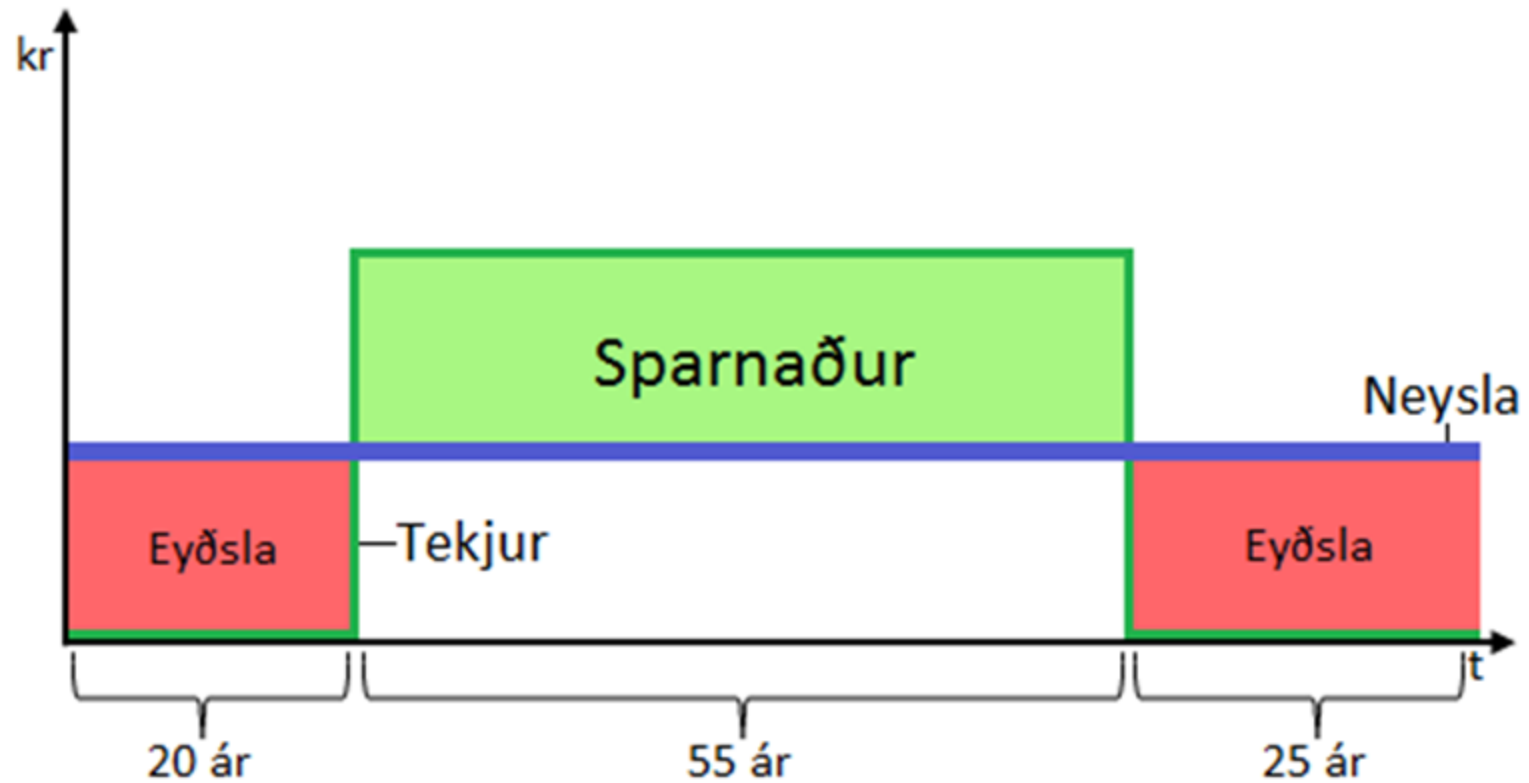
Lífshlaupssparnaður

- Hugsum okkur einstakling sem lifir í 90 ár.
- Hann (hún) hefur atvinnuþátttöku 20 ára – vinnur í 45 ár – og fer á eftirlaun 65 ára. Síðan fylgja 25 ár á eftirlaunum.
- Kannski koma sumir fyrr eða síðar inn á vinnumarkaðinn. Kannski fara sumir fyrr eða seinna á eftirlaun en 65. Og kannski verða ekki allir 100 ára. Látum allt þetta liggja á milli hluta.
- Gerum bara ráð fyrir því að týpíski einstaklingur vinni aðeins helming ævinnar – og verði að reiða sig á eigin sparnað eða sparnað annarra (foreldra og hins opinbera) fyrir hin árin.
- Þá lítur lífshlaupssparnaður hans (hennar) svona út:



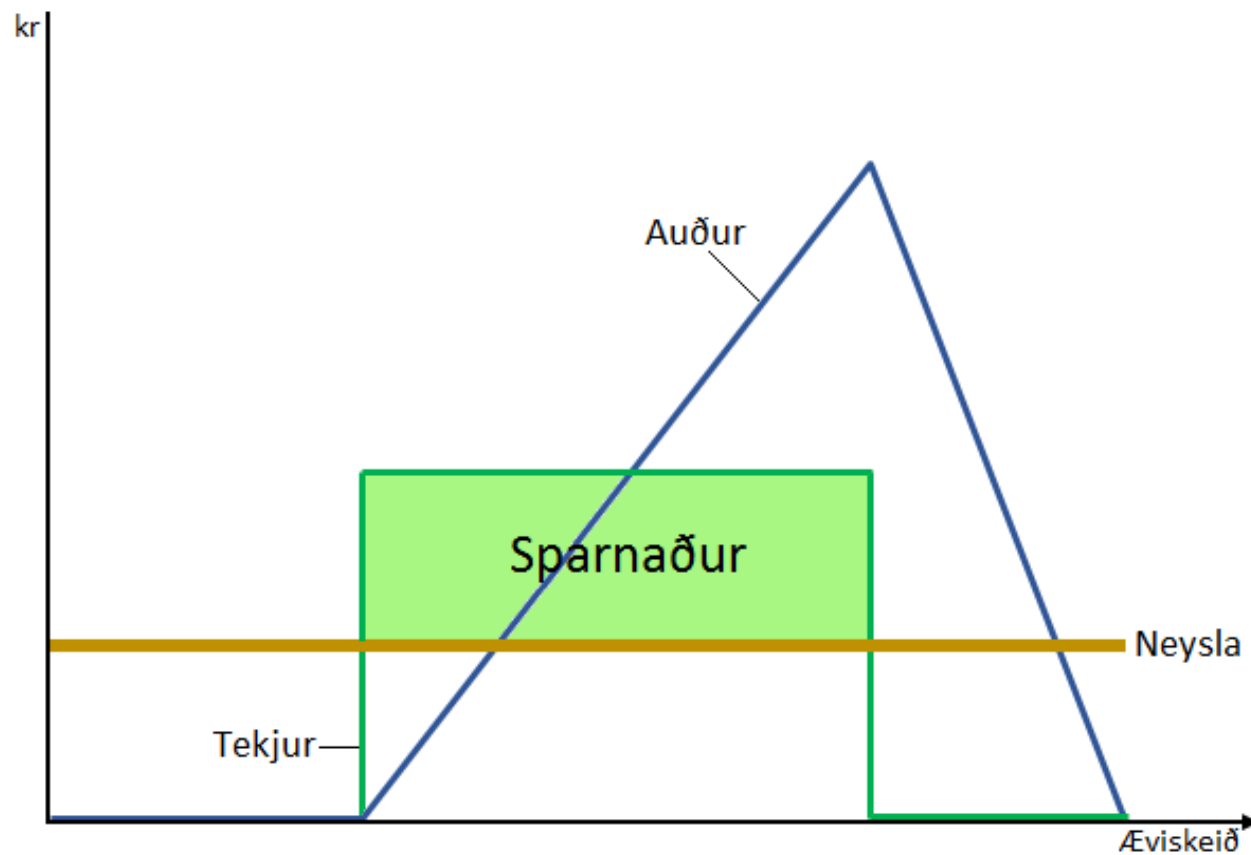


Lífshlaups-sparnaður





Eignastaðan vex þá þannig út ævina





Stærð kynslóða skiptir máli

- Af lífshlaupslíkaninu sést að stærð kynslóða skiptir máli ef fólkið lifir í lokuðu hagkerfi.
 - Mjög stór kynslóð mun auka sparnað verulega í hagkerfinu þegar hún kemur á vinnumarkaðinn → vextir lækka, fjárfesting eykst og eignaverð hækkar.
 - Þegar þessi stóra kynslóð fer á eftirlaun mun sparnaður minnka → vextir hækkar, fjárfesting minnkar og eignaverð lækkar.
- Lífshlaupslíkanið er ein helsta röksemdin fyrir því að lífeyrissjóðir eiga að stunda alþjóðlegar fjárfestingar.
 - Gríðarlega óhagkvæmt að láta sveiflur í frjósemi stjórna framboði af fjármagni og þannig hagkvæmni fjárfestinga fremur en arðsemi.
 - Gríðarlegir hagsmunir fyrir sjóðsfélaga að eignir þeirra lækki ekki í verði þegar þeirra stóra kynslóð fer á eftirlaun.
 - Gríðarlega mikilvægt fyrir smáar kynslóðir að eftirlaunataka foreldra þeirra eða afa og ömmu leiði ekki til lægra launa og lífskjaramissis.





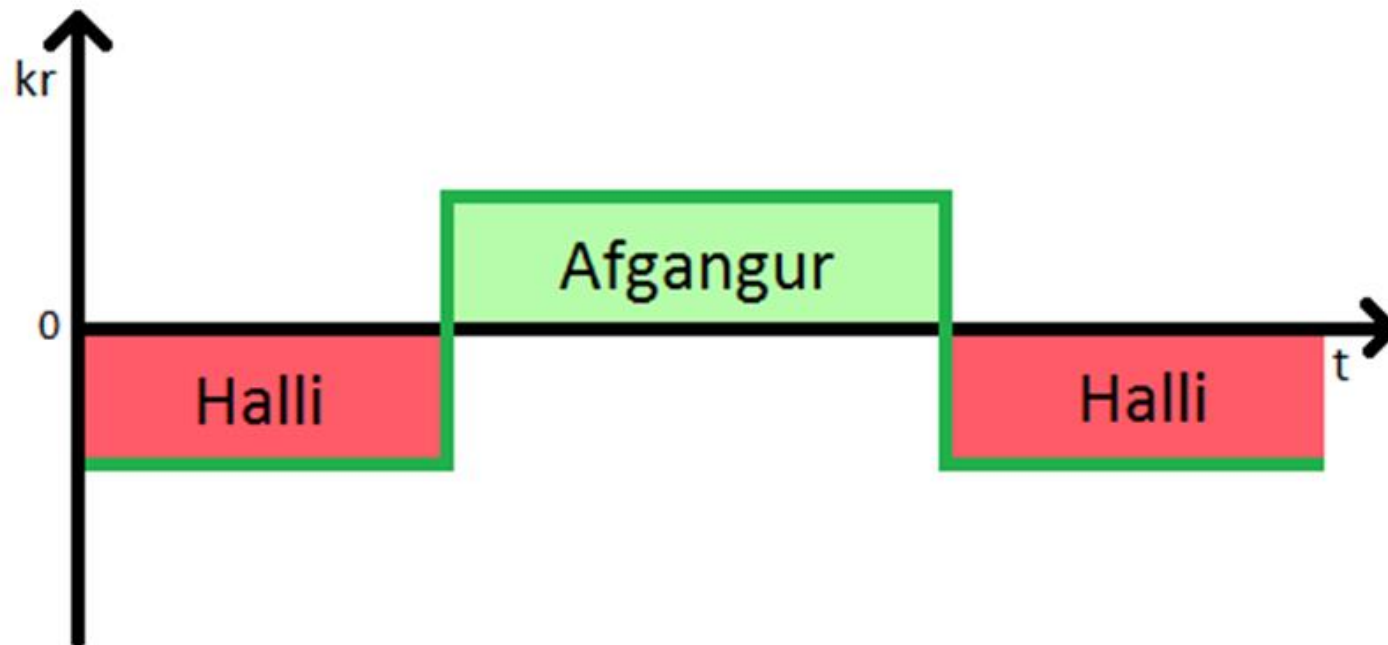
Í samhengi við lítil opin hagkerfi

- Munum þjóðhagsjöfnuna: $Y = C + I + G + (EX - IM)$
 - Hér er Y = landsframleiðsla, C = einkaneysla, I = fjárfesting, G =opinber útgjöld, en EX = útflutningur og IM = innflutningur.
- Munum einnig að þjóðhagslegur sparnaður er það sem eftir stendur af landsframleiðslu þegar heimili, fyrirtæki og ríki hafa tekið sitt.
 - Viðskiptajöfnuðurinn endurspeglar þjóðhagslegan sparnað landsins.
 - Það er sparnaður = $Y - C - I - G = (EX - IM)$
- Þannig að ef heimilin leggja ákveðið hlutfall af launum sínum inn í lífeyrissjóði...
 - Ættu stórar kynslóðir skapa viðskiptaafgang þegar þær koma inn á vinnumarkaðinn
 - Og viðskiptahalla þegar þær fara á eftirlaun.





Lífshlaupsáhrif á viðskiptajöfnuðinn





Skylda lífeyrissjóðanna

- Þessum viðskiptaafgangi verður að fjárfesta á erlendri grundu svo hægt sé að koma í veg fyrir að:
 - Frjósemissveiflur valdi ekki truflunum á fjárfestingu (sem áður er um rætt).
 - Til þess að viðhalda jafnvægi á gjaldeyrismarkaði.
- Athugið að hluti neyslu heimilanna eru ávallt innfluttar vörur:
 - Skynsamasta leiðin til þess að spara er að leggja til hliðar gjaldeyri fyrir innflutningi á eftirlaunaárunum.
 - Að öðrum kosti mun mismunandi stærð kynslóða trufla gjaldeyrismarkaðinn og hafa áhrif á raungengi gjaldmiðla.
- Lífeyrissjóðum í litlum opnum hagkerfum ber beinlínis skylda til þess að fjárfesta utan síns til þess að viðhalda efnahagslegum og fjármálalegum stöðugleika!





Hvað gerist ef ekki er fjárfest erlendis?

- Lífeyrissjóðirnir reyna að finna heppilegar innlendar eignir og/eða koma „peningunum í vinnu heima“:
 - Eignaverð hækkar og skapa falska mynd af eignastöðu með hækkun á verði fasteigna og hlutabréfa – heimilin munu álíta að þau hafi eignast mikinn sparnað.
 - Innlend fjárfesting eykst og veldur þenslu er mun hækka raungengi og raunlaun og skapa falskan kaupmátt hjá heimilunum.
- Hækkun eignaverðs og raungengis örva einkaneysluna;
 - Viðskiptaafgangurinn hverfur og þjóðhagslegur sparnaður einnig.
- Þegar kemur að eftirlaununum verður mun allt snúast við.
 - Eignaverð fellur og ætluður sparnaður hverfur
 - Fjárfesting dettur niður og laun lækka.
 - Engar erlendar eignir til þess að fjármagna neyslu eftirlaunaþega á innfluttum vörum og því verður raungengi og kaupmáttur að lækka þegar kemur að eftirlaunatöku.





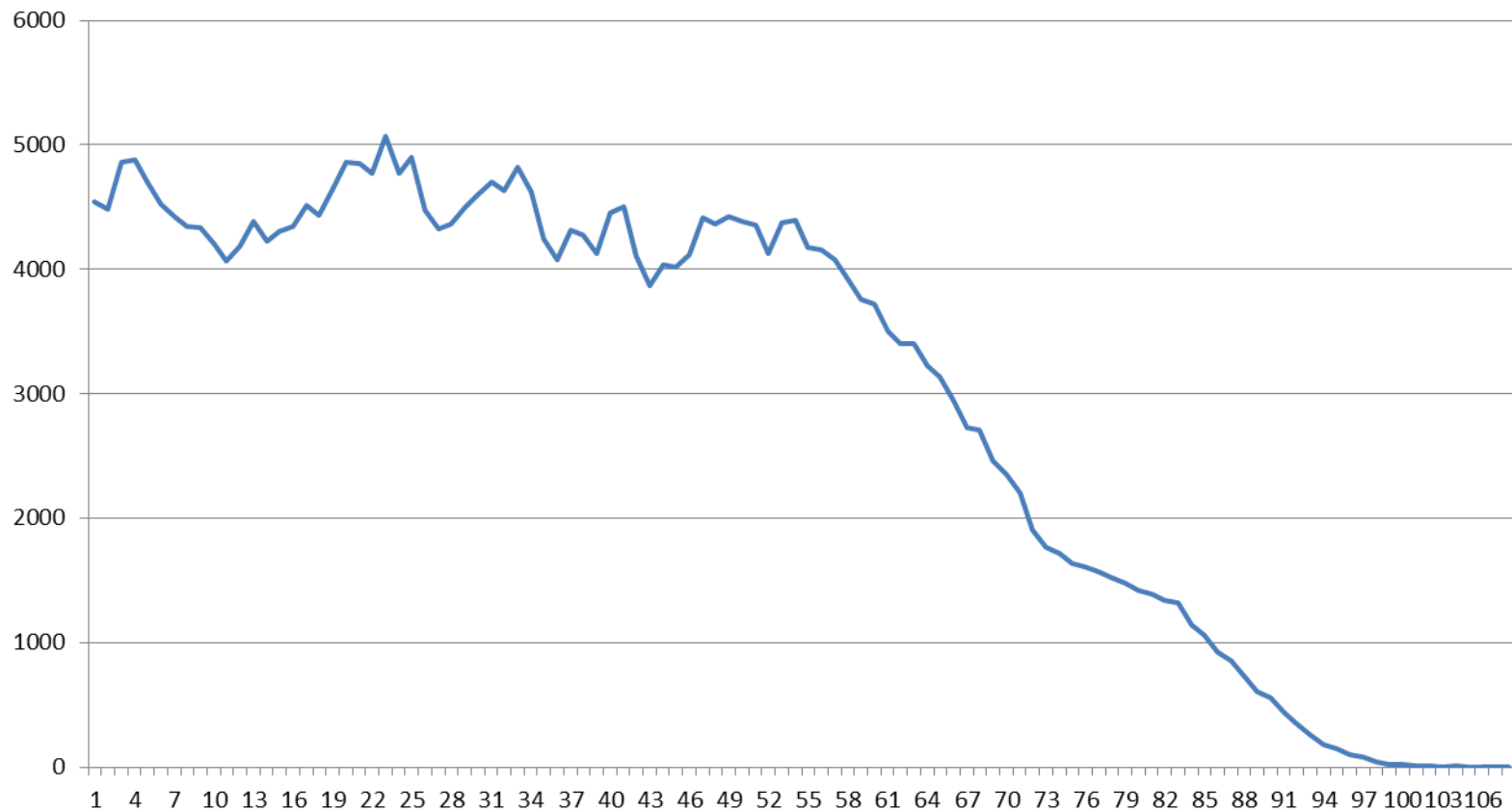
Ísland í dag





Aldursskiptingin er mjög hagstæð í dag

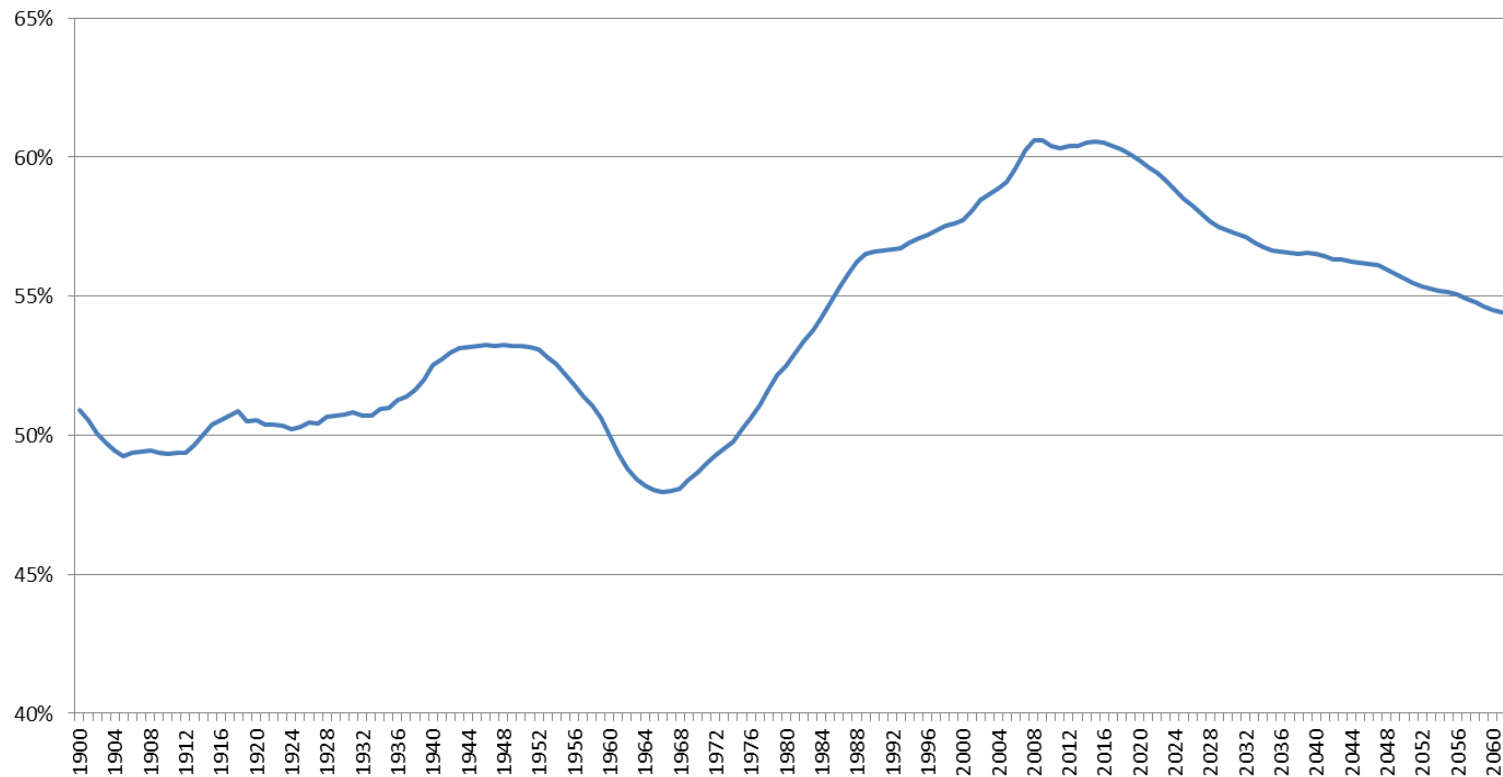
Fjöldi fólks eftir lífaldri á Íslandi árið 2013





Veruleg kynslóðaáhrif til staðar

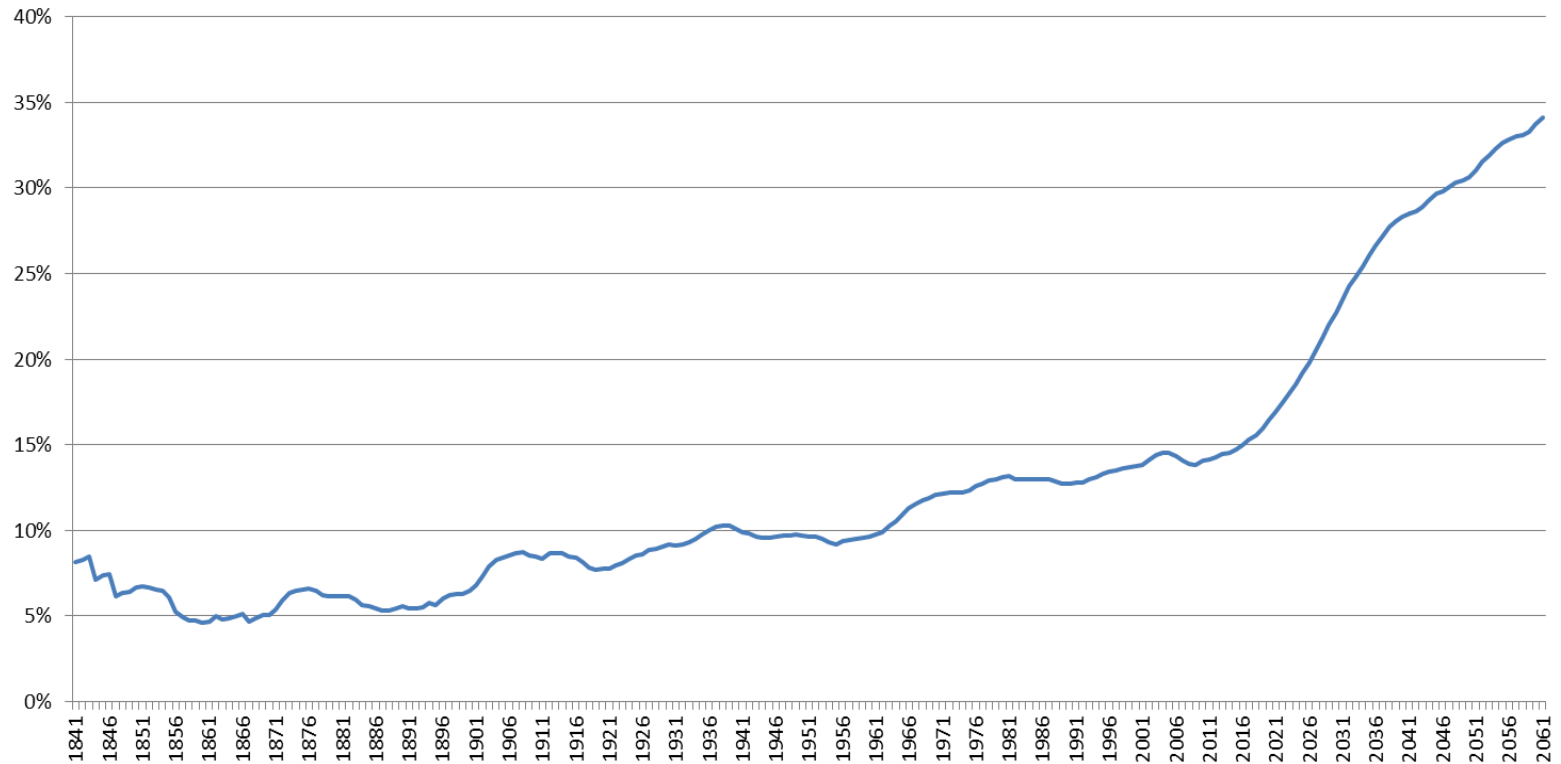
Hlutfall fólks á aldrinum 25-70 ára á móti fjölda fólks á aldrinum 0-25 og 70+ frá árinu 1900 til 2060 samkvæmt mannfjöldaspá Hagstofunnar





Hraðar breytingar í vændum

Hlutfall fólks á aldrinum 25-70 ára á móti fjölda fólks á aldrinum 70+ frá árinu 1841 til 2060 samkvæmt mannfjöldaspá Hagstofunnar





Ísland nú í hagstæðustu stöðu

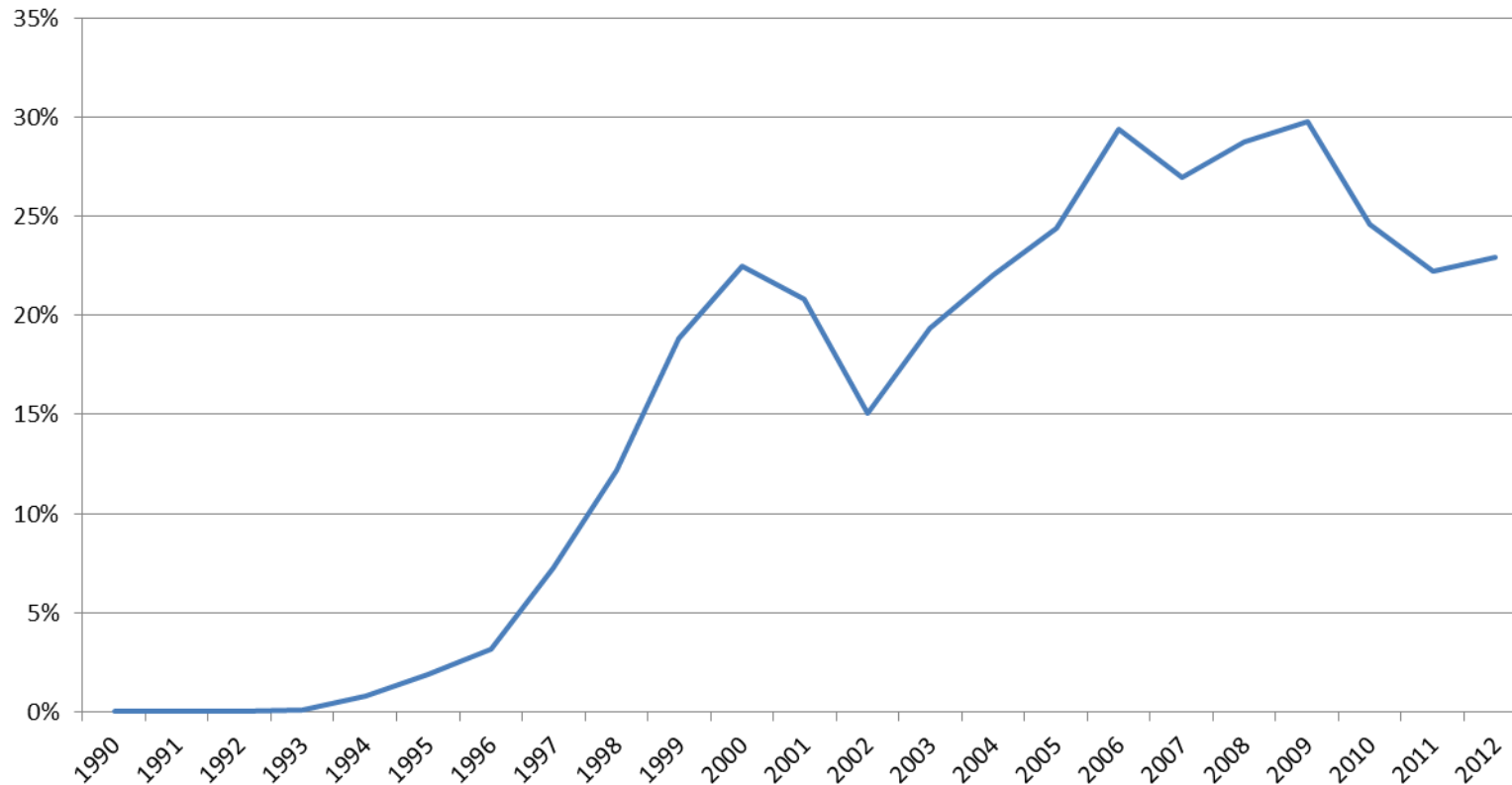
- Út frá lífshlaupslíkaninu er Ísland nú í þeirri hagstæðustu stöðu sem möguleg er, en hraðar breytingar eru í vændum.
- Mjög stórar ungar kynslóðir eru að koma inn á vinnumarkaðinn en eftirstríðskynslóðin er ekki enn kominn á eftirlaunaaldur.
- Eftir 2020 fer heldur að halla undan fæti, og það hratt, þótt hreint fjárinnstreymi verði enn til staðar til lífeyrissjóðanna.
- Þetta er sá tími sem lífeyrissjóðirnir ættu að fjárfesta erlendis og búa í haginn fyrir lífeyristöku og gjaldeyrisnotkun framtíðar.
- Athugið þó að fleiri þættir skipta einnig máli:
 - Framleiðniþróun hinna vinnandi kynslóða skiptir miklu þar sem hún hefur áhrif vöxt lífeyrissframlaga þeirra.
 - Raunvaxtastig hagkerfisins hefur einnig áhrif þar sem hærri raunvextir munu hækka útgreiðslur til eftirlaunaþega.





Á réttri leið frá 1993 til 2008

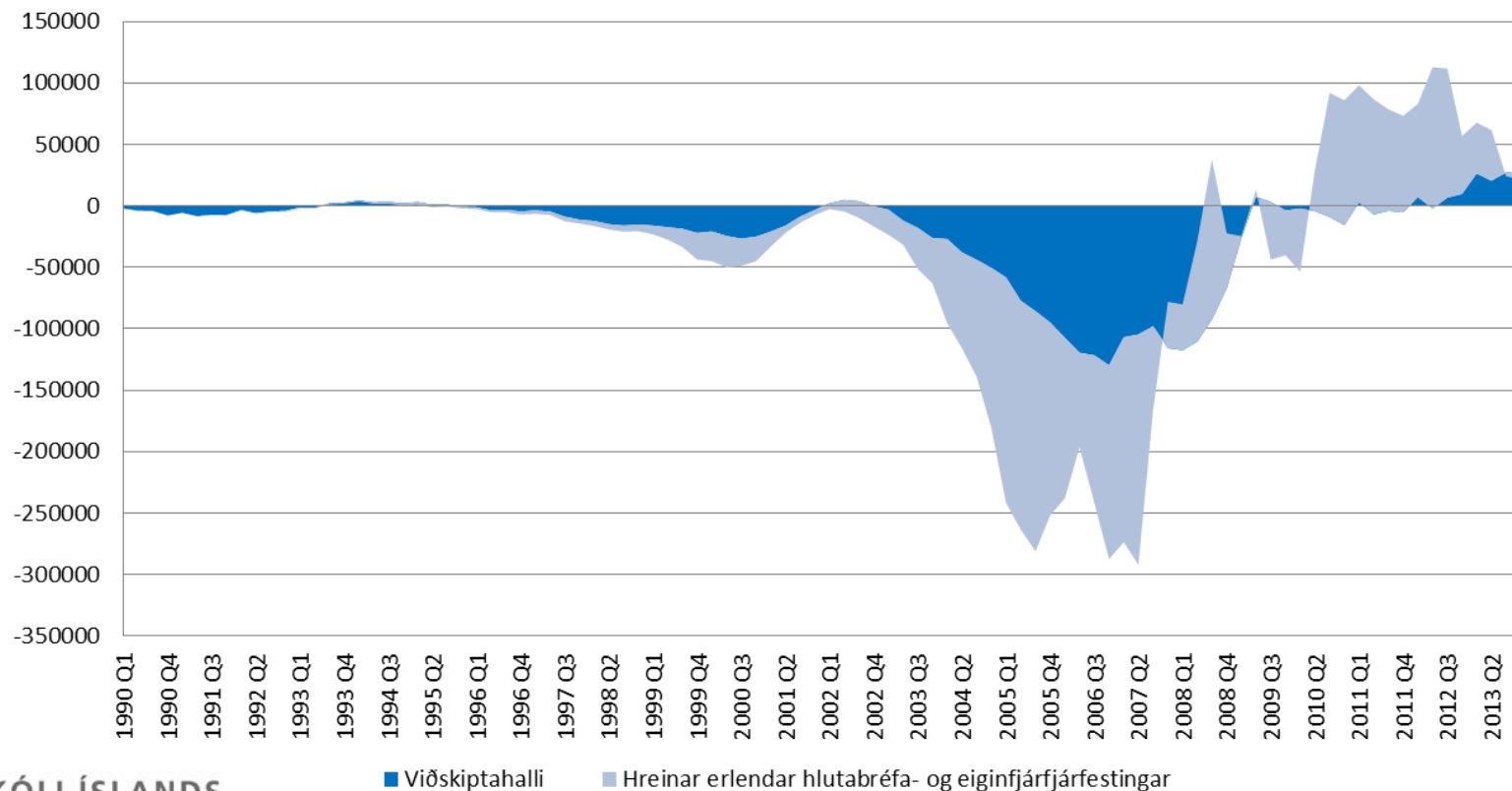
Hlutfall erlendra eigna af heildareignum lífeyrissjóðanna 1990-2012





Erlendar fjárfestingar voru byggðar á ómöguleika í greiðslujöfnuði

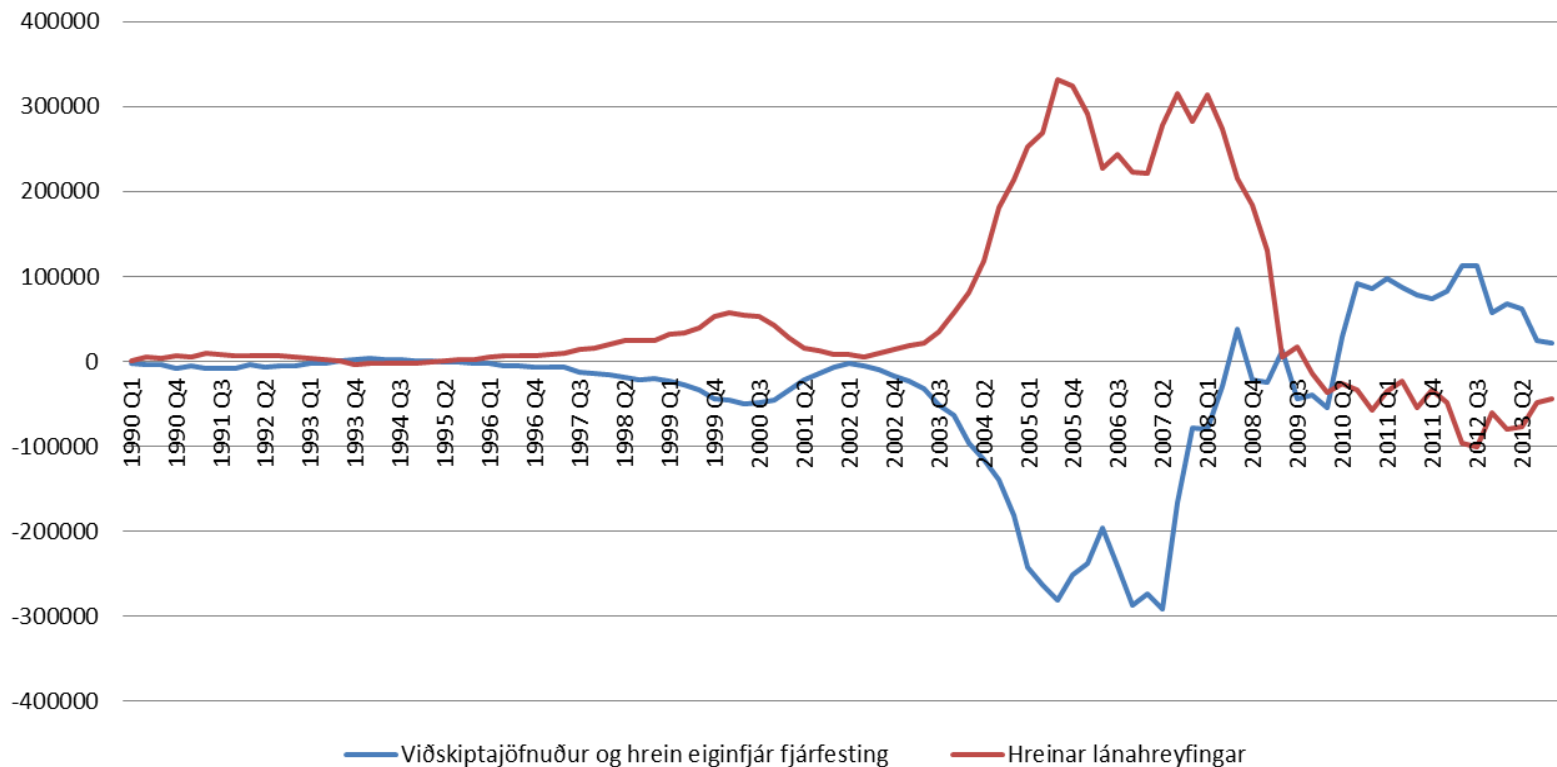
Viðskiptahalli og hreinar erlendar eiginfjárfestingar eftir ársfjórðungum 1990-2013, á föstu gengi miðað við fjórða fjórðung 2013





Erlendar lántökur gerðu samtímis mögulegt að fjárfesta úti og viðhalda viðskiptahalla

Viðskiptajöfnuður + eiginfjár fjárfestingar og hreinar lánahreyfingar frá 1990 til 2013
á gengi desember 2013





Aftur með gamla laginu...

- Aðstæður voru mjög sérstakar á árunum 1993-2008 þar sem íslenskt launafólk lagði gríðarlega fjármuni inn í lífeyrissjóðina en jók skuldir sínar á sama tíma.
- Mikil erlend skuldasöfnun gerði Íslendingum það kleyft að vera með mikla einkaneyslu og viðskiptahalla, en samtímis eignast lífeyriseignir í útlöndum.
- Þetta gat aðeins verið tímabundið – og gerist ekki aftur í bráð.
- Á næstu árum verður aðeins hægt safna eignum í útlöndum með gamla laginu – það er spara og vera með viðskiptaafgang.
- Það felur í sér áherslu á útflutning og lága einkaneyslu.





Nokkrar ályktanir





Nokkrar ályktanir

- **Ályktun 1** – erlendar eignir þurfa að vera minnst 50% af eignasafni íslenskra lífeyrissjóða
 - Innflutningur er um 40-50% af íslenskri einkaneyslu, og jafnvel meira ef tekið er tillit til notkunar íslenskra fyrirtækja á erlendum framleiðsluþáttum.
 - Erlent eignahlutfall lífeyrissjóða má því ekki vera lægra en 50% til þess að forðast neikvæð áhrif á gengi krónunnar þegar lífeyristaka hefst.
- **Ályktun 2** – Nauðsynlegt er að tengja saman viðskiptajöfnuð og erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna.
 - Miðað við núverandi aldursskiptingu þjóðarinnar ætti viðskiptaafgangur að vera til staðar...
 - Og þessi afgangur ætti að vera nýttur til þess að beina nýjum lífeyrисиðgjöldum úr landi til fjárfestinga erlendis.





Enn fleiri ályktanir

- **Ályktun 3** – Líta ber á erlenda fjárfestingu sem tæki til þess að auka vægi erlendra eigna í eignasafni lífeyrissjóðanna.
 - Eignaskipti verða að eiga sér stað – að erlendir fjárfestar eignast íslenskar eignir en lífeyrissjóðirnar eignist erlendar eignir.
 - Með erlendri fjárfestingu kemur einnig þekking, tengsl og markaðssetning sem hvetur áfram hagvöxt og bætir líf skjör.
- **Ályktun 4** – Það á ekki að líta á erlendar eignir lífeyrissjóðanna sem fjármuni sem hægt er að nota til þess að leysa skammtímamál í efnahagslífi þjóðarinnar.
 - Þessar erlendu eignir eru ekki gjaldeyrisforði sem hægt er að selja til þess að lyfta undir með krónunni.
 - Þær eru heldur ekki útgönguleið fyrir kröfuhafa föllnu bankanna og/eða snjóhengjueigendur að losna frá Íslandi.





Lokaályktunin

- Höftin hafa nú varað í rúm 5 ár – það hafa engar raunverulegar áætlanir verið settar fram um afnám þeirra.
- Höftin eru því ekki lengur skammtíma fyrirbrigði og þarf að skoða í langtíma samhengi fyrir lífeyrissparnað þjóðarinnar.
- Þjóðhagslegar forsendur krefjast þess að eignum sé safnað í útlöndum fyrir lífeyristöku framtíðar.
- Það felur í sér að lífeyrissjóðirnir geta ekki verið „aftastir í röðinni“ þegar kemur að erlendum fjárfestingum – þeir þurfa að hafa fasta stúku á vellinum.





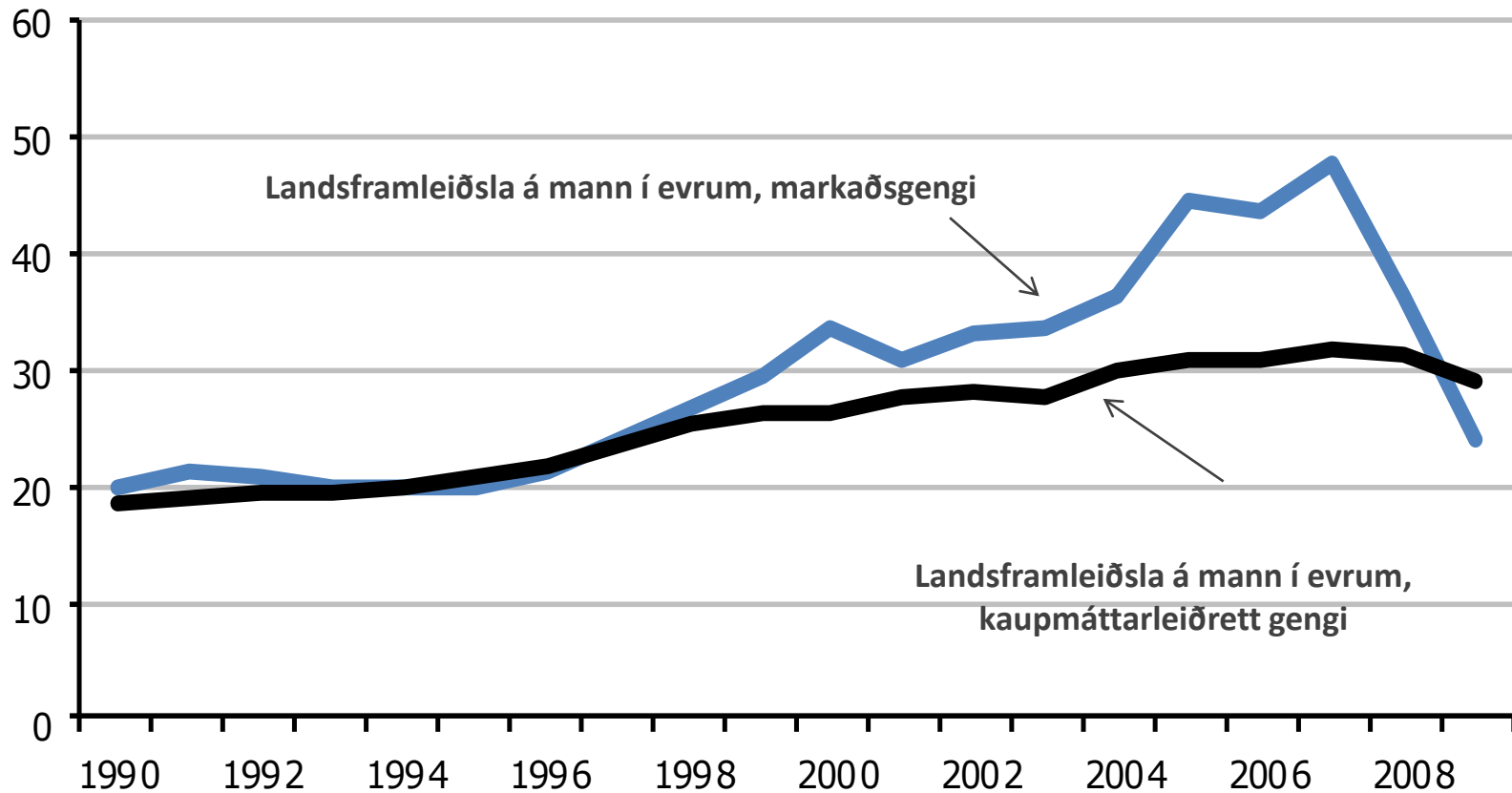
Og enn þetta

- Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna þurfa að eiga sér stað með þeim hætti að þeir fjárfesti fyrir einhverja fasta fjárhæð á hverju ári sem tekur mið af lýðfræði landsins.
- Hagkerfið og gengi krónunnar verður síðan að taka mið af því en ekki öfugt – að lífeyrissjóðirnir séu baksætinu.
- Til lengri tíma hefur það í för með sér að raungengi krónunnar verður lægra að jafnaði og minni hætta er á eignabólum.
- ...sem felur í sér aukna áherslu á sparnað og ráðdeild í íslenska þjóðarbúinu og gefur sterkari hvata til aukins útflutnings og opnara hagkerfi.
- Og það tryggir framtíðarhagsæld.





Hátt gengi krónunnar leiddi einnig til falskra auðsáhrifa





Þökk sé þeim sem hlýddu

