

Í janúar komu fulltrúar á þing og höfðu þeir ærið
að starfa einkum til að ráða bætur í fjárhag
ríkisins því varla hafði nokkrum verið borgaður
lífeyrir („pension“)

– Jón Sigurðsson, Skírnir 1847

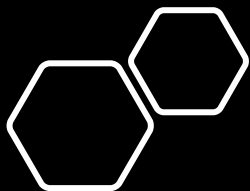
Hin hliðin á peningnum

Umræða undirnefndar LL um
fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða



Gjaldeyrismarkaðir

- Lífeyrissjóðir hafa verulegan hag af skilvirkum gjaldeyrismarkaði og stöðugleika.
- Til lengri tíma hafa gjaldeyrishöft neikvæð áhrif á íslenskt hagkerfi. Höft draga úr samskiptum og viðskiptum við aðrar þjóðir og hafa þannig neikvæð áhrif á framleiðni og lífsgæði. Þau takmarka fjárfestingakosti lífeyrissjóða sem getur leitt til lægri ávöxtunar og þar með lakari afkomu lífeyrisþega í framtíðinni. Höft draga einnig úr áhættudreifingu í eignasöfnum og geta því valdið auknum sveiflum í ávöxtun og afkomu lífeyrisþega. (Ásgeir og Hersir 2014)
- Hlutverk undirnefndar LL um fjárfestingarumhverfi er að rýna umhverfið til gagns og koma ábendingum um umbætur til stjórnar LL svo það takist að tryggja betur ávöxtun iðgjalda sjóðfélaga til skemmri og lengri tíma, og varðveita um leið almennan stuðning við sjóðssöfnunarfyrirkomulagið
-



Gjaldeyrisáhætta lífeyrissjóða

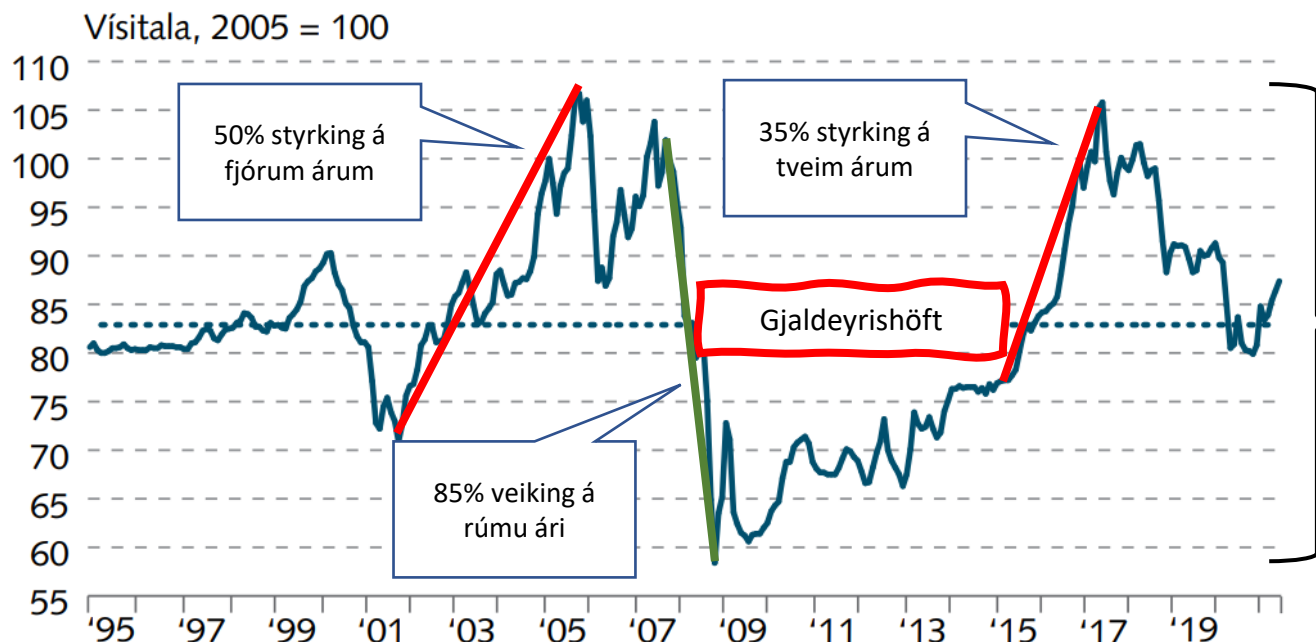
Það fer eftir eignastöðu einstaka lífeyrissjóða hvernig gjaldeyrisáhætta er skilgreind.

1. Flökt á gjaldmiðlinum mælt sem staðalfráviki
2. Styrking ISK sem lækkar verð á erlendum eignum mælt í ISK á móti skuldbindingum sem mældar eru í ISK
3. Veiking ISK sem leiðir til verðbólgu sem hækkar verðtryggðar skuldbindingar
4. Gjaldeyrishöft sem takmarka getu lífeyrissjóða til að dreifa áhættu

„Æskilegt er að skoðaðar verði leiðir til að koma í veg fyrir að gengisáhætta vegna erlendra eigna valdi umtalsverðum vandræðum fyrir lífeyrissjóðina og sjóðfélaga.“

skýrsla starfshóps á vegum fjármála- og efnahagsráðherra (BJ) frá 2017)

Raungengi



Miðað við hlutfallslegt verðlag. Brotalína sýnir 25 ára meðaltal. Mánaðarlegar tölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Takmarkanir á gjaldeyriseign – þak og gólf

ER ÆSKILEGT AÐ SETJA GÓLF Á ERLENDA EIGN SJÓÐANNA?

- **Leiðbeiningar OECD í eigna og áhættustýringu.**
- 4. ml. gr. 4.1. „, *Lagaákvæði ættu ekki að mæla fyrir um lágmarksfjárfestingar (gólf) varðandi tiltekna fjárfestingar nema í undantekningartilvikum og þá tímabundið og sökum knýjandi skynsamlegra ástæðna.*“
- Í umfjöllun OECD um ofangreindan málslið segir að almennt ætti að forðast tiltekna tegundir takmarkana á eignasöfnum. Gagnstætt fyrir mælum um hámark fjárfestinga ætti að banna lágmarksstig fjárfestingar (gólf) fyrir tiltekinn flokk fjárfestinga. „Gólf“ neyða lífeyrissjóði til að fjárfesta tiltekinn hluta eignasafns síns í tilteknum eignaflokkum og hefta möguleika stjórnar og sjóðstjóra í því að forðast það sem þeir telja vera óskynsamlegar fjárfestingar eða fjárfestingar sem henta ekki eignasöfnum þeirra. „Gólf“ kunna einnig ranglega að hækka verð tiltekinn eignaflokk. Eins og fram kemur í viðmiðunarreglunum ættu lagaákvæði ekki að mæla fyrir um lágmarksstig fjárfestingar í neinum tilteknum flokki fjárfestinga, nema í undantekningartilvikum og þá tímabundið af knýjandi og skynsamlegum ástæðum.
- Reglur sem þvinga sjóðina í ákveðnar fjárfestingar geta verið varhugaverðar út frá eignarréttarvernd (72. gr. stjórnarskrárinnar) og jafnræði (65. gr. stjórnarskrárinnar) við aðra fjármagnseigendur. Slíkar reglur væru inngríp í sjálfstæði sjóðanna og breyttu ábyrgð stjórnna þeirra.
- Það er hægt að færa rök fyrir því að bæði þak og gólf takmarki getu þeirra til að dreifa eignum

Takmarkanir á gjaldeyriseign – þak og gólf

Að taka tillit til gjaldeyrisjöfnunarþarfa á milli eigna og skuldbindinga

- **Leiðbeiningar OECD í eigna- og áhættustýringu.**
- Gr. 4.6. „ *Ekki ætti að banna lífeyrissjóðum að fjárfesta utanlands og meðal annarrar áhættu ætti að taka tillit til gjaldeyrisjöfnunarþarfa milli eigna og skuldbindinga eftirlaunakerfis.*“ (e. Currency matching needs)
- Í umfjöllun OECD um ofangreindan málslið eru færð fjölmörg rök fyrir kostum þess að dreifa áhættu á alþjóðlega markaði.
- Í athugasemd nr. 22 við leiðbeiningar OCED nr. 4.6. segir þá að kostir við eignadreifingu lífeyrissjóða á alþjóðavettvangi skyldu hins vegar skoðaðir í ljósi annarra markmiða. Fram kemur að í mörgum ríkjum eru lífeyrissjóðir verulegur þáttur í almennum sparnaði og gegna mikilvægu hlutverki í þróun innanlandsmarkaðar. Þessi athugasemd á einkar vel við íslenska lífeyriskerfið. Breytingar á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða geta þannig varðað almannahagsmuni sem taka þarf tillit til þegar breytingartillögur eru undirbúnar. Stórtækar breytingar á heimildum er varða þátttöku þeirra á mörkuðum geta haft veruleg áhrif sem taka þarf tillit til.
- Skilgreina þarf betur hugtakið gjaldeyrisjöfnunarþörf.

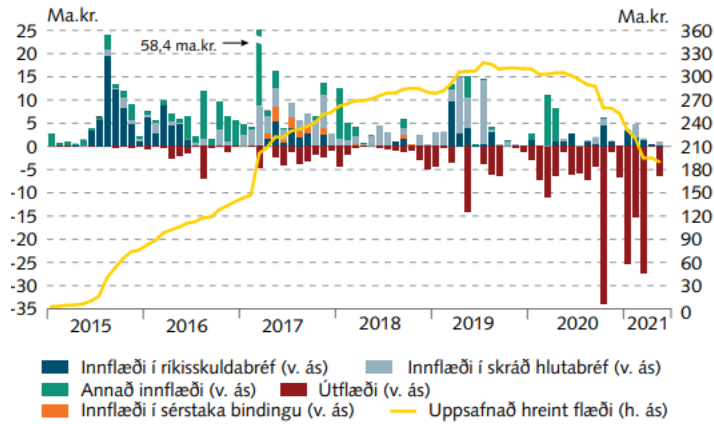
Tillaga Ásgeirs og Hersis frá 2014

- *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 innanlandsmarkaði og rýri samkeppnisstöðu atvinnuvega. Slík hlutleysing er 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:
 - að Íslendingar njóti minni áhættu við ávöxtun lífeyrissparnaðar og komið er í veg fyrir kynslóðamisvægi við útgreiðslu lífeyris.
 - að þjóðhagsvarúð verði eflað þannig að erlent fjármagnsstreymi valdi ekki fjármála- og eignabólu hérlandis.
 - að áherslan verði á útflutningsdrifinn hagvöxt og samkeppnishæfni og komið í veg fyrir að erlent fjármagnsinnflæði ofhiti hagkerfið.
 - að Íslendingar geti notið þess þekkingarflutnings sem fylgir erlendri fjárfestingu án þess að innlendir sparnaður verði fyrir ruðningsáhrifum.
- *Með þjóðhagsvarúð er átt við að tilhögun lífeyrissparnaðar verði ætlað að tryggja öryggi framtíðarlífeyrisþega, sjálfbæran hagvöxt og stöðugleika*

Hagstjórnartæki eða samfélagslega ábyrgir

- Skýrsla starfshóps fjármála- og efnahagsráðherra um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða
- 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.
- 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 verkvið seðlabanka og hann hafi til þess tæki eins og vaxtaákvarðanir sínar, gjaldeyrisviðskipti og gjaldeyrisforða. Seðlabanki Íslands hefur auk þess nýlega fengið heimild til að beita sérstakri bindiskyldu vegna innflæðis fjármagns. Þá geta ákvarðanir í ríkisfjármálum haft áhrif á greiðslujöfnuð og gengi. Hið opinbera hefur því ýmis tæki sem hægt er að beita í þessu samhengi.
- Margir lífeyrissjóðir hafa sett sér þau siðferðilegu viðmið að horfa til UFS sjónarmiða við mótun fjárfestingarstefnu og við val á fjárfestingum.
- Var það samfélagslega ábyrgt að gera hlé á gjaldeyrisviðskiptum í 6 mánuði 2020 ?

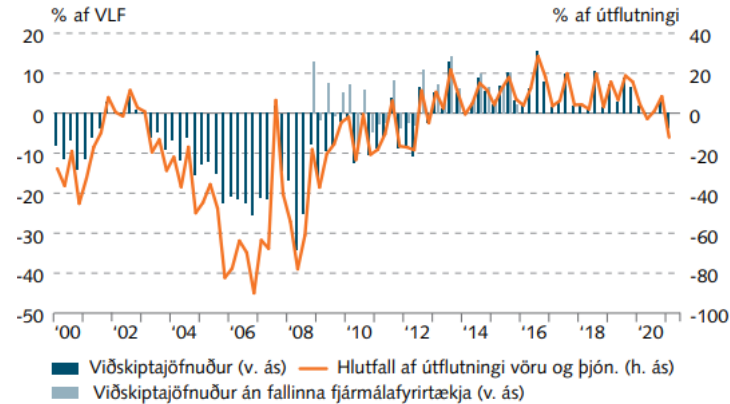
Fjármagnsflæði vegna skráðra nýfjárfestinga



Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka. Mánaðarlegar tölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

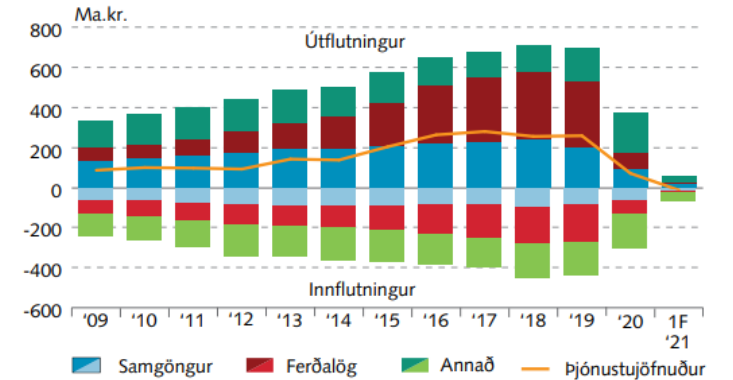
Viðskiptajöfnuður



Viðskiptajöfnuður án fallinna fjármálafyrirtækja hefur einnig verið leiðréttur fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja. Frá árinu 2016 er enginn munur á honum og opinberum viðskiptajöfnuði. Ársfjórðungslegar tölur.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Inn- og útflutt þjónusta



Árlegar og uppsafnaðar ársfjórðungslegar tölur á verðlagi hvers árs.

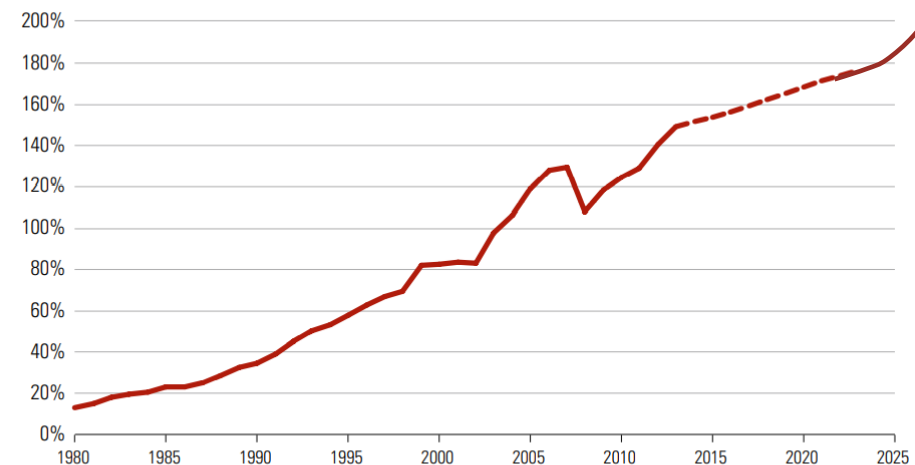
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Greiðslujöfnuður

Hver er gjaldeyrisþörfin ?

- Það hafa margir af því áhyggjur að sjóðasöfnun nálgist fyrr en síðar efri mörk þess sem hægt er að spara vegna fyrirsjáanlegra lífeyrisskuldbindinga.
- Að flöskuhálsar muni myndast sem takmarkar getu lífeyrissjóða til að dreifa eignum bæði innanlands og erlendis í gegnum fjármálamarkað. Að sparnaðurinn geti myndað eignabólur
- Ólafur Örn Jónsson dró upp myndir í þessa veru árið 2016 í erindi sem bar nafnið: *Hve stórt verður lífeyriskerfið?* Þá hefur Talnakönnun og Gylfi Magnússon birt sambærilegar hugleiðingar.
- Það er illt í efni ef ekki er hægt að mæta núvirtum framtíðar lífeyrisskuldbindingum með sparnaði.
- Gera þarf og viðhalda líkani sem áætlað gjaldeyrisþörf lífeyrissjóða m.v. skynsamlegar forsendur.

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



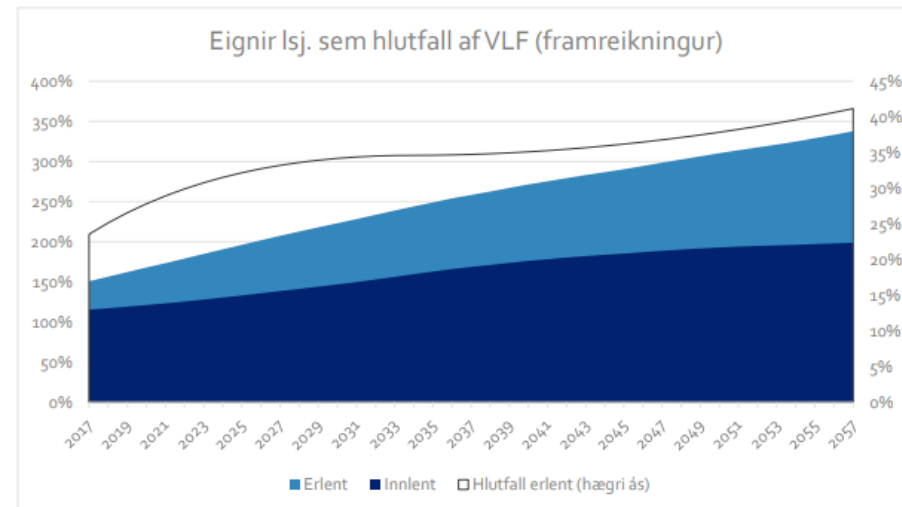
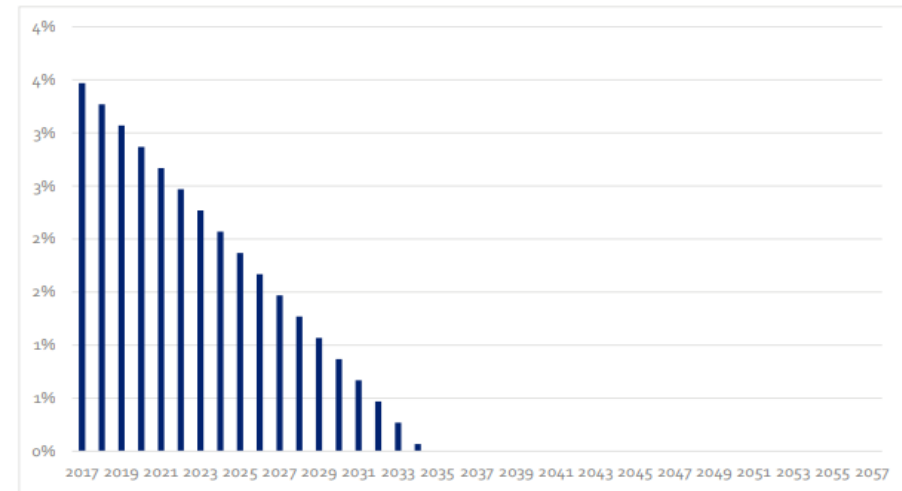
Spá um framþróun landsframleiðslu byggð á hagspá Seðlabanka Íslands til 2016 og svo 2,5% árlegum hagvexti og spá um framþróun eignasafns lífeyrissjóða byggð á árlegu innflæði að fjárhæð 20-40 milljarðar króna og 3,5% árlegri raunávöxtun.

360 %
af VLF

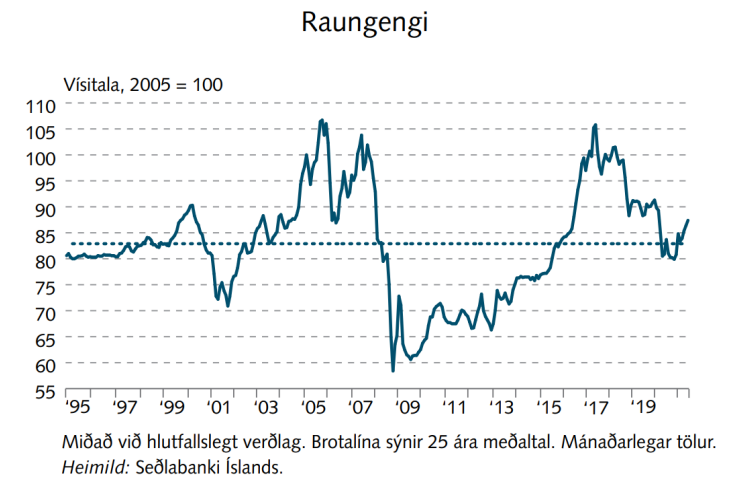
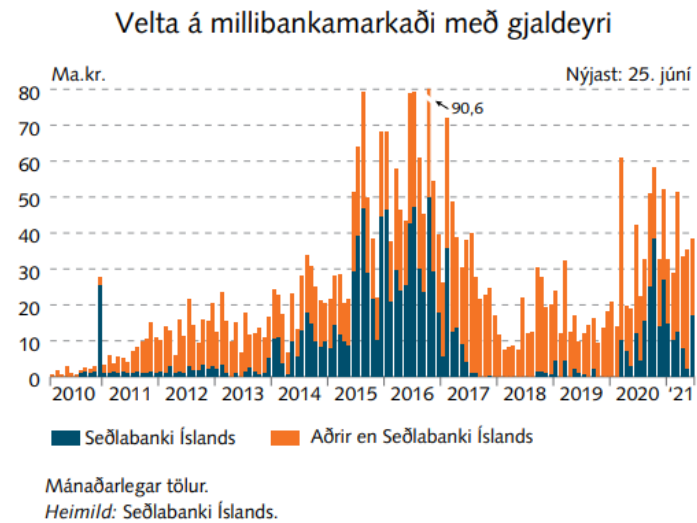
Mögulegar sviðsmyndir

- Í skýrsla starfshóps á vegum fjármála- og efnahagsráðherra um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða voru dregnar upp nokkrar mögulegar sviðsmyndir sem geta verið gagnlegar til frekari skoðunar á reiknilíkani.
- 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.
- 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
- Við þurfum að taka málið föstum tókum og gera haglíkan fyrir lífeyriskerfið og rökræða forsendur

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



	Hagtölur Sí 2020 Q2
Greiðslujöfnuður	35,8
Vöruskiptajöfnuður	-9
Útflutningur	149
Innflutningur	158
Þjónustujöfnuður	3,7
Útflutningur	66,3
Innflutningur	62,6
Frumþáttatekjur	19,1
Tekjur	18,3
Gjöld	-0,8
Fjármagnsjöfnuður	22
Gjaldeyrissköpun	234,4
Velta á millibankamarkaði	81,0
Hlutfall af gjaldeyrissköpun	35%



Sýnilegur gjaldeyrismarkaður

Mikilvæg forsenda við mat á gjaldeyrishættu

Tillögur til umræðu

- Lífeyrissjóðir eru sameignarsjóðir, einkaréttarlegs eðlis með sjálfstæðar stjórnir sem hafa ekki umboð til breyta lífeyrissjóðum í þjóðhagsvarúðartæki.
- Gæta þarf jafnræðis á meðal þátttakenda á fjármálamarkaði, sérstaklega hvað gjaldeyrismarkað varðar.
- Gera þarf viðskipti með gjaldeyri sýnilegri á markaði ef lífeyrissjóðir eiga að geta metið áhrif viðskipta á gengi krónunnar og standi þá vilji hjá einstaka sjóði til að draga úr viðskiptaáhrifum.
- Fjölga þarf þátttakendum á millibankamarkaði til að auka samkeppni sem leiðir af sér skilvirkari verðmyndun og minna verðbils.
- Gera þarf reiknilíkan fyrir gjaldeyrisþörf og viðhalda því með sviðsmyndum og næmnigreiningu.
- Sporna þarf við einsleitum og miðstýrðum skilgreiningum á gjaldeyrisáhættu sem getur falið í sér kerfisáhættu og valdið meiri skaða en þörf er á