

# Áhættudreifing eða einangrun?

Um tengsl lífeyrissparnaðar,  
greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga



# Landssamtök lífeyrissjóða

- Heildarsamtök lífeyrissjóða hafa innan vébanda sinna 26 lífeyrissjóði sem voru með um 200 þúsund greiðandi sjóðfélaga í lok árs 2013.
- Allir lífeyrissjóðir landsins eru aðilar að samtökunum.
- **Stærstu lífeyrissjóðirnir eru:**
  - Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins,
  - Lífeyrissjóður verzlunarmanna,
  - Gildi lífeyrissjóður,
  - Stapi lífeyrissjóður og
  - Sameinaði lífeyrissjóðurinn.
- [ll.is](#) – heimasíða landssamtakanna.
- [gottadvita.is](#) – er fræðslusíða landssamtakanna með upplýsingum um réttindi sjóðfélaga.
- [vefflugan.is](#) – vefrit landssamtakanna.
- [lífeyrisgattin.is](#) – aðgangur að öllum lífeyrisréttindum í samtryggingarsjóðum.

Landssamtök lífeyrissjóða eru til húsa að  
Guðrúnartúni 1, 105 Reykjavík.  
Símanúmerið er 563 6450, tölvupóstfangið [ll@ll.is](mailto:ll@ll.is)

Á heimasíðum einstakra lífeyrissjóða eru upplýsingar um réttindi og þjónustu viðkomandi lífeyrissjóðs.

*Lífðu vel og lengi*

# Áhættudreifing eða einangrun?

**Um tengsl lífeyrissparnaðar,  
greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga**

Dr. Ásgeir Jónsson  
Dr. Hersir Sigurgeirsson

**Áhættudreifing eða einangrun?**

Reykjavík, 2014

*Höfundar*

Dr. Ásgeir Jónsson

Dr. Hersir Sigurgeirsson

*Sérstakar þakkir fá:*

Stefán Halldórsson fyrir prófarkalestur

Axel Hall

Gunnar Baldvinsson

Þórey S. Þórðardóttir

fyrir yfirllestur og góðar ábendingar


*Útgefandi:*

Landssamtök lífeyrissjóða

*Mynd á kápu:*

Ásgeir Jónsson

*Hönnun og prentvinnsla:*

Oddi, umhverfisvottuð prentsmiðja 

ISBN 978-9979-72-724-8

# Efnisyfirlit

Formáli	5
Helstu niðurstöður og tillögur	7
Ágrip	9
<b>Kafli 1.</b>	
Eftirhreytur frá öld öfganna	15
1.1 Barnabólan og yfirvofandi öldrun Íslands	15
1.2 Áhrif kynslóðabreytinga á vinnumarkaðinn	17
1.3 Þjóðhagsleg áhrif gegnumstreymiskerfis	22
1.4 Niðurstaða	23
<b>Kafli 2.</b>	
Áhrif kynslóðastærðar á fjármagnsmarkaði	24
2.1 Lífshlaupslíkanið	24
2.2 Sparnaður og viðskiptajöfnuður	29
2.3 Niðurstaða	35
<b>Kafli 3.</b>	
Sagan um egginn og körfurnar	37
3.1 Áhættudreifing og samval verðbréfa	37
3.2 Hver er hagstæðasta eignadreifingin?	40
3.3 Er hádegisverðurinn ókeypis?	44
3.4 Erlendur samanburður	48
3.5 Niðurstaða	50
<b>Kafli 4.</b>	
Áhrif haftanna á fjárfestingar lífeyrissjóðanna	52
4.1 Próun erlendra eigna	52
4.2 Hve hratt mun lífeyrskerfið vaxa á næstu árum?	57
4.3 Áhrif fjármagnshafta á hlutabréfamarkað	60
4.4 Frá sjóðasöfnun til gegnumstreymis	62
4.5 Niðurstaða	65

<b>Kafli 5.</b>	
Hagfræði greiðslujafnaðarins	67
5.1 Leiðin frá Waterloo	67
5.2 Þýðing greiðslujafnaðar	69
5.3 Tengsl greiðslujafnaðar, sparnaðar og fjárfestinga	74
5.5 Eigið fé eða lántaka?	77
5.6 Vandamálið við vaxtamunarviðskipti	79
5.7 Niðurstaða	82
<b>Kafli 6.</b>	
Greiðslujafnaðarsaga Íslands	87
6.1 Hátið frjálsrar verzlunar	87
6.2 Straumhvörf við Bankahrúnið 1930	89
6.3 Af hverju var Ísland alltaf með viðskiptahalla?	93
6.4 Útrásin og hrúnið	99
6.5 Litið til framtíðar	101
6.6 Niðurstaða	104
<b>Kafli 7.</b>	
Hvað stendur í veginum?	109
7.1 Snögghemlun eða forsendubrestur?	109
7.2 Færsluvandi Íslands	114
7.3 Spurningin um peningastefnuna	119
7.4 Niðurstaða	121
Um höfunda	125
<b>Box 1.1</b> Vandamál við langlífið	20
<b>Box 2.1</b> Hvenær myndast eigið fé á ævinni?	28
<b>Box 3.1</b> Annus Horribilis eða Anni Mirabilis?	47
<b>Box 4.1</b> Erlend verðbréf	56
<b>Box 5.1</b> Lögmál um eitt verð	73
<b>Box 5.2</b> Tuskuðýra-lögmálið	85
<b>Box 6.1</b> Íslandsbanki og gjaldþrotaleiðin	92



# Formáli

Víðast hvar hefur verið litið svo á að það sé ein af skyldum þjóðfélagsins að tryggja öldruðum fjárhagslegt öryggi þegar ævistarfi þeirra lýkur. Íslendingar eru gæfusamir að hafa byggt upp lífeyrissjóði sem greiða meirihluta af ellilífeyri landsmanna. Markmiðið er að hver kynslóð leggi fyrir og byggi upp sjóði til að standa undir eftirlaunum þegar hún hættir að vinna, bæði til eigin neyslu og samneyslu í formi skatta. Nýleg mannfjöldaspá Hagstofunnar gerir ráð fyrir vaxandi fjölda lífeyrisþega á næstu árum og áratugum og því er afar mikilvægt að hlúa vel að starfsumhverfi lífeyrissjóðanna.

Í kjölfar falls viðskiptabankanna í október 2008 voru sett á gjaldeyrishöft til að stöðva gengisfall íslensku krónunnar og verja gjaldeyrisforða Seðlabankans. Í upphafi stóð til að höftin yrðu tímabundin og eftir gildistöku þeirra skyldu allar aðgerðir miða að því að losa þau. Raunin hefur orðið önnur. Frá því höftin voru sett hafa flestar aðgerðir verið til þess að herða þau og nú sex árum síðar liggur ekki fyrir áætlun um afnám þeirra. Núverandi stjórnvöld hafa hins vegar lýst því yfir að þau hyggist vinna að afnámi haftanna og hafa ráðið innlenda og erlenda sérfræðinga sér til aðstoðar.

Færa má rök fyrir því að gjaldeyrishöftin hafi verið nauðsynleg aðgerð þegar þau voru sett og hafi haft jákvæð efnahagsleg áhrif til skamms tíma. Til lengri tíma munu höftin hins vegar hafa neikvæð áhrif á íslenskt hagkerfi. Höftin draga úr samskiptum og viðskiptum við aðrar þjóðir og hafa þannig neikvæð áhrif á framleiðni og lífsgæði. Vegna gjaldeyrishafta búa lífeyrissjóðir landsmanna við takmarkaða fjárfestingakosti sem getur leitt til lægri ávöxtunar og þar með lakari afkomu lífeyrisþega í framtíðinni. Höftin draga einnig úr áhættudreifingu í eignasöfnum sjóðanna og geta því valdið auknum sveiflum í ávöxtun og afkomu lífeyrisþega.

Sparnaður er í eðli sínu frestun á neyslu, frá nútíð til framtíðar. Lífeyrissjóðakerfið byggir á því að fólk leggur fyrir á starfsævinni og gengur á sparnaðinn eftir starfslok. Hluti af neyslu eru innfluttar vörur og því er mikilvægt að sambærilegur hluti af lífeyrissparnaði sé fjárfestur erlendis til að tryggja kaupmátt á erlendri neyslu og til að jafna áhrif á greiðslujöfnuð. Í lokuðu hagkerfi er það ekki hægt sem veldur því að stærð kynslóða getur leitt til óæskilegra sveiflna á framboði fjármagns og haft áhrif á hagkvæmni fjárfestinga, viðskiptajöfnuð og gjaldeyrismarkað.

Með útgáfu þessarar bókar vilja Landssamtök lífeyrissjóða leggja sitt af mörkum í umræðu um gjaldeyrishöftin, um áhrif þeirra á íslenskt þjóðfélag og um leiðir til afnáms þeirra. Landssamtökin ákváðu að leita til fræðimanna í íslensku háskólaumhverfi til að stuðla að faglegri umræðu og fræðilegri greiningu á viðfangsefninu. Til verksins voru fengnir Dr. Ásgeir Jónsson dósent við Hagfræðideild og Dr. Hersir Sigurgeirsson dósent hjá Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands. Ég vil nota tækifærið og færa þeim bestu þakkir fyrir samstarfið og góða bók.



Aðrar þjóðir öfunda Íslendinga vegna öflugra lífeyrissjóða. Þjóðir sem byggja lífeyriskerfi sitt á því að ríkissjóður greiði ellilífeyri, sem er fjármagnaður með sköttum, standa frammi fyrir stórkostlegum vanda þegar fjöldi lífeyrisþega eykst á sama tíma og skattgreiðendum fækkar. Þessar þjóðir vilja gjarnan skipta um kerfi og búa í haginn með því að byggja upp lífeyrissjóði til að greiða eftirlaun. Það tekur hins vegar marga áratugi að byggja upp lífeyrissjóði sem hafa getu til að greiða lífeyri sem máli skiptir. Íslendingar búa að því að hafa greitt í lífeyrissjóði í áratugi og safnað eignum sem nema um einni og hálfri þjóðarframleiðslu um mitt ár 2014. Við þurfum hins vegar að hafa í huga að það sem hefur verið byggt upp á löngum tíma getur farið illa við sérstakar aðstæður, t.d. við langvarandi gjaldeyrishöft. Þess vegna er mikilvægt að afnám hafta hefjist sem fyrst og að lífeyrissjóðum landsmanna verið veittar heimildir til að auka gæði eignasafna sinna með fjárfestingum erlendis.

Reykjavík í nóvember 2014,

**Gunnar Baldvinsson,**  
*formaður stjórnar LL*



# 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 hérlendis 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 höfundna 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 lykilskilyrðin 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 lausafjárstöðu 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 lausafjávandræða 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 ofpenslu 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 lítið 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 bankaáhlaps, 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!<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> 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?“





## Kafli 1.

# Eftirhreytur frá öld öfganna

## 1.1 Barnabólan og yfirvofandi öldrun Íslands

Sagnfræðingurinn Eric Hobsbawm hefur kallað tímabilið frá upphafi fyrri heimstyrjaldar árið 1914 og til þess að Sovétríkin féllu árið 1991 „hina stuttu tuttugustu öld“. Hobsbawm heldur því jafnframt fram að þetta stýfða árhundrað hafi einkennst af átökum öfgastefna á alþjóðavísu sem hafi lyktað með ósigri þeirra allra og það sé réttnefnt sem „öld öfganna“ (The Age of Extremes).<sup>1</sup> Að hans viti beið óheftur kapítalismi hnekki í heimskreppunni, þjóðernishyggjan varð undir í heimstyrjöldinni og kommúnisminn gaf eftir í köldu stríði. Hin stutta tuttugusta öld er því tímabilið þegar hugmyndafræði var ýtt út af borðinu. Heimspekingurinn Francis Fukuyama orðaði svipaða hugsun á sama tíma í bók sinni „The end of history and the last man“, sem kom út árið 1992. Hans skoðun var að niðurstaða tuttugustu aldar væri sú að frjálslynt lýðræði ásamt frjálsum mörkuðum væri langbesta þjóðskipulagið sem hlýti að verða tekið upp af öllum löndum heimsins. Nú, aldarfjórðungi síðar, er hægt að deila um hve vel ályktanir þeirra Fukuyama og Hobsbawm hafa staðist tímans tönn og hvort allar öfgar hafi verið kveðnar niður á hinni stuttu tuttugustu öld. Kannski á það við um Vesturlönd en hins vegar þarf einungis að kveikja á næsta fréttatíma til að átta sig á því að svo á ekki við um aðra heimshluta.

Mörgum þeirra sem hafa komist til vits og ára eftir að jánrtjaldið féll í Evrópu finnst án efa sem átök tuttugustu aldar séu orðin fremur litlir deplar í baksýnispeglinum, sem séu fyrst og fremst sagnfræðilegt viðfangsefni. Hins vegar er staðreyndin sú að hin efnahagslegu áhrif af „öld öfganna“ eiga enn eftir að koma fram. Öfgarnar á hinni stuttu tuttugustu öld birtust ekki aðeins í stríðsátökum og atvinnuleysi heldur einnig í miklum sveiflum í fæðingartíðni. Fæðingum fækkaði verulega í heimskreppunni og enn frekar eftir að heimstyrjöldin braust út árið 1939, en þær tóku síðan verulegan kipp eftir stríðslok. Upprennandi foreldrar víða um hinn vestræna heim virðast hafa tekið þá vísu ákvörðun að bíða með barneignir þar til bæði friður og efnahagslegt öryggi væri tryggt. Á engilsaxnesku máli er hin fjölmenna eftirstríðskynslód kölluð „baby boomers“ eða „barnabólan“ og það heiti er yfirleitt talið ná yfir það fólk sem fæddist á árabílinu 1946-1964.

Ef aftur er gengið í smíðju Eric Hobsbawm og greiningu hans á „öld öfganna“, þá heldur hann því einnig fram að hin risavaxna eftirstríðskynslód hafi verið sú fyrsta til þess að „dissa“ foreldra sína. Þannig hafi ungt fólk sem fæddist eftir stríðið ekki litið á hina eldri sem fyrirmyndir en þess í stað búið til sína eigin „æskumenningu“ sem á ensku kallast „Pop-culture“. Þessi popmenning var byggð á engilsaxneskum grunni en varð í raun

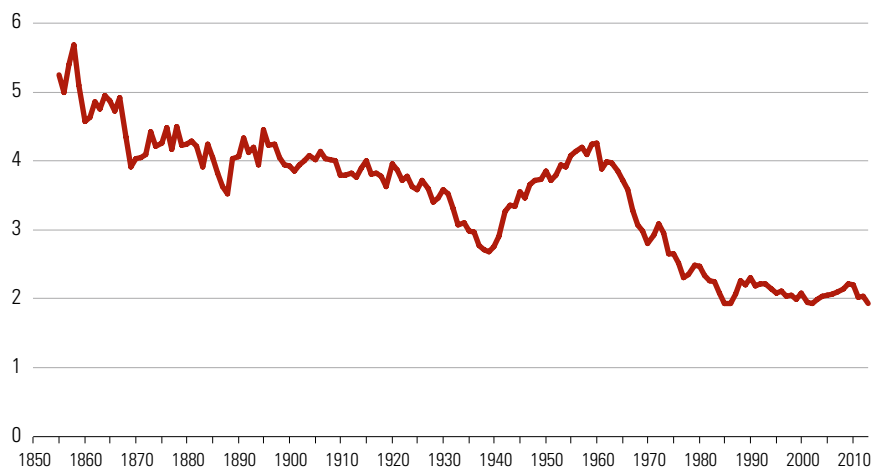
<sup>1</sup> Hobsbawm kallar tímann frá frönsku byltingunni 1789 fram að fyrri stríði árið 1914 „hina löngu níjtjándu öld“ en tíminn frá 1914 til falls Sovétríkjanna árið 1991 var „Öld öfganna: Hin stutta tuttugusta öld“. Sjá Eric Hobsbawm, „Age of Extremes: The Short Twentieth Century 1914-1991“, 1994.

alþjóðleg þar sem ungmenni um allan heim fóru að raula sömu ensku dægurlagatextana. Þessi uppreisn vatt upp á sig með hippum, blómabörnum og róttækni, sem kunnugt er. Og síðan, að álitu Hobsbawm, hafa þessi eftirstríðsbörn ákveðið að vera síung alla ævi og því aldrei vaxið upp úr poppmeningunni!

Vitaskuld er hægt að deila um sannleikskjarnann í greiningu Hobsbawm, hve eftirstríðskynslóðin var í raun og veru mikið byltingarfólk og hvað „dissið“ náði langt gagnvart foreldrum og forfeðrum. Það er þó óumdeilt að í kjölfar „barnabólunnar“ fylgdu gríðarlegar þjóðfélagsbreytingar þegar þessi risavaxna kynslóð óx úr grasi og fór að láta til sín taka. Eitt af því sem breyttist varanlega var fjölskyldustærðin þar sem bólubörnin eignuðust sjálf mun færri börn en foreldrar þeirra. Þannig varð veruleg og varanleg lækkun á fæðingartíðni eftir 1960 sem varð síðan til þess að sveiflan í stærð kynslóða varð enn meiri og árgangarnir sem komu á eftir urðu minni fyrir vikið. Vægi eftirstríðskynslóðarinnar varð því enn meira á vinnumarkaði en ella og enn stærra skarð fyrir skildi þegar hún kemst á eftirlaunaaldur. Ef miðað er við árið 1946 sem upphafsár barnabólunnar og 1964 sem lokaár þá eru elstu meðlimir bólukynslóðarinnar nú 68 ára en þeir yngstu 50 ára. Sá tími er því runninn upp að stórkynslóðin síunga sem fann upp poppmeninguna er á leið á eftirlaun.

Allt ofangreint á einnig við um Ísland. Hér varð barnabóla líkt og í öðrum vestrænum löndum. Eins og sést á mynd 1.1 hér að neðan fæddi hver íslensk kona um 4 lifandi börn að meðaltali á seinni hluta nítjándu aldar og fram á 20. öldina. Fæðingartíðnin féll hratt á kreppuárunum, en síðan kom gríðarlegur kippur í barneignir eftir stríðslok sem stóð allt fram yfir 1960. Íslenska eftirstríðskynslóðin eignaðist um helmingi færri börn að meðaltali en foreldrar hennar. Fram til 1960 hafði hver kona eignast fjögur börn að meðaltali en eftir þann tíma eru börnin orðin tvö.

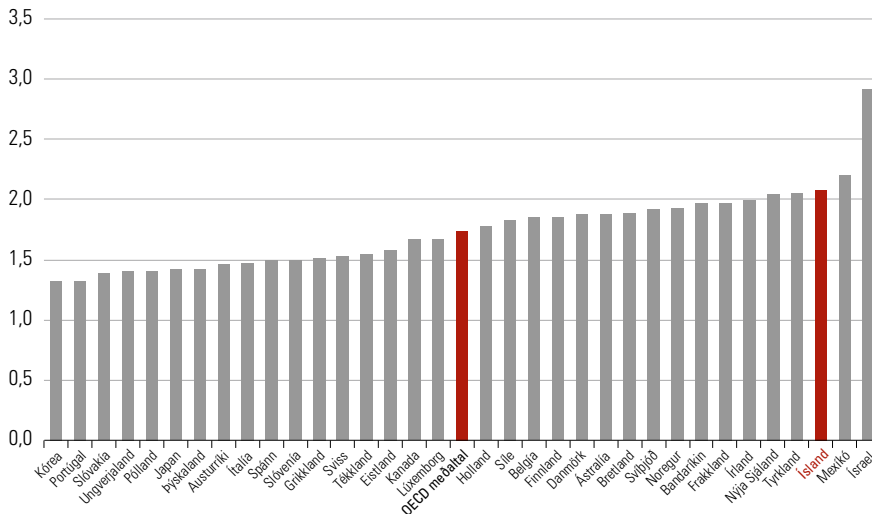
**Mynd 1.1** Lifandi fædd börn á ævi hvernar konu á Íslandi frá 1855 til vorra daga



Heimild: Hagstofa Íslands.

Hins vegar sker Ísland sig úr þar sem lækkun fæðingartíðninnar eftir 1960 varð mun minni héraendis en víðast annars staðar. Aukin heldur hafa börn eftirstriðskynslóðarinnar fylgt fordæmi foreldranna hvað barneignir snertir þar sem fæðingartíðnin hefur haldist nokkuð stöðug um 30-40 ára skeið. Raunar er Ísland frjósamasta Evrópulandið, eins og sjá má af mynd 1.2 hér að neðan, og með nærri sömu fæðingartíðni og Nýja Sjáland og Bandaríkin.

**Mynd 1.2** Lifandi fædd börn á hverja konu innan OECD á árabílinu 2010

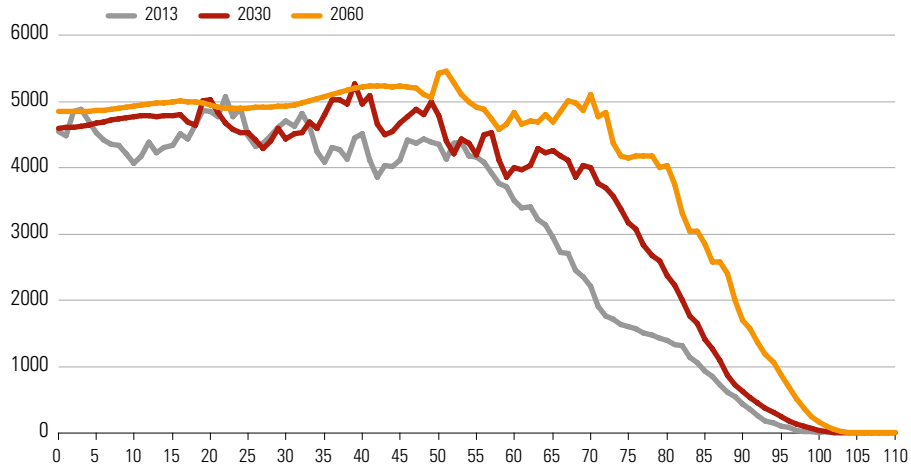


Heimild: Source: United Nations, World Population Prospects – The 2012 Revision.

## 1.2 Áhrif kynslóðabreytinga á vinnumarkaðinn

Há fæðingartíðni gerir það að verkum að íslenska þjóðin er ung í samanburði við aðrar vestrænar þjóðir. Miðjualdur (median) hennar er 34 ár; helmingur landsmanna er því yngri en 34 ára en sambærileg tala fyrir Þýskaland er til að mynda 46 ár. Þó er fyrirséð að mjög fjölmennir árgangar fari á eftirlaun á næstu árum sem sjá má af neðangreindri mynd sem sýnir fjölda Íslendinga eftir aldri árið 2013 og síðan stöðuna árið 2030 og 2060 samkvæmt mannfjöldaspá (miðspá) Hagstofunnar. Hér sést vel hve hratt mun fjölga í röðum eldri borgara héraendis á næstu áratugum.

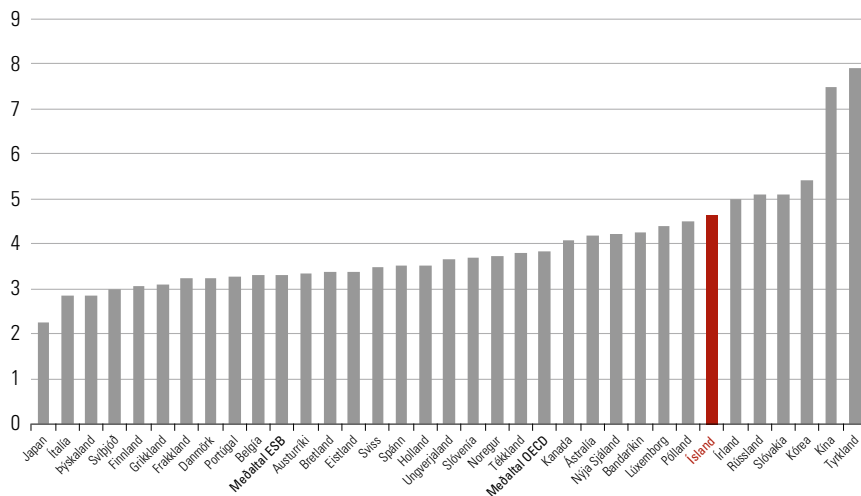
**Mynd 1.3** Fjöldi Íslendinga eftir aldri árið 2013, og síðan árið 2030 og 2060 samkvæmt mannfjöldaspá (miðspá) Hagstofunnar.



Heimild: Hagstofa Íslands.

Hægt er að fá vísbendingu um þjóðhagsleg áhrif aldursbreytinga með því að skoða fjölda þeirra sem eru á vinnualdri samanborið við fólk á eftirlaunaaldri. Innan OECD eru nú að meðaltali fjórir á aldrinum 20-64 á móti einum 65 ára og eldri, en í löndum Evrópu-sambandsins er sambærilegt hlutfall 3,3. Mörg vestræn ríki eru hins vegar verr á vegi stödd en meðaltalið segir til um og væri hægt að nefna Svíþjóð, Finnland og Danmörk, eins og sjá má af mynd 1.4. Japan er aftur á móti í sérflokk með hlutfallið 2,27. Á Íslandi er þetta aldurshlutfall nú 4,65 sem er næsta fyrir neðan Írland sem hefur hlutfallið 5.

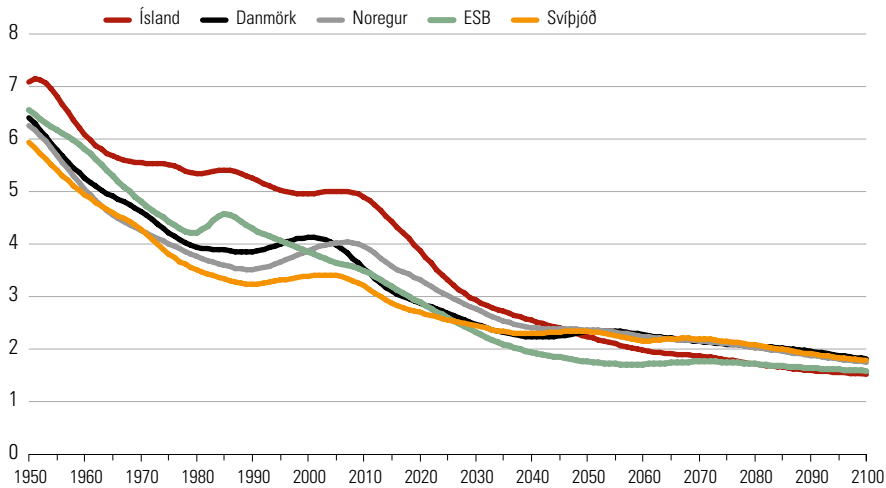
**Mynd 1.4** Hlutfall fólks á aldrinum 20-64 á móti 65 ára og eldri árið 2013 fyrir lönd OECD



Heimild: OECD.

Þetta aldurshlutfall mun hins vegar hríðlækka á næstu áratugum samhliða því að munur á milli landa minnkar. Meðaltal OECD verður komið í 3 eftir 10 ár og 2,5 eftir 20 ár. Fyrir lönd Evrópusambandsins mun þetta hlutfall standa í 2,66 eftir 10 ár og 2,18 eftir 20 ár.

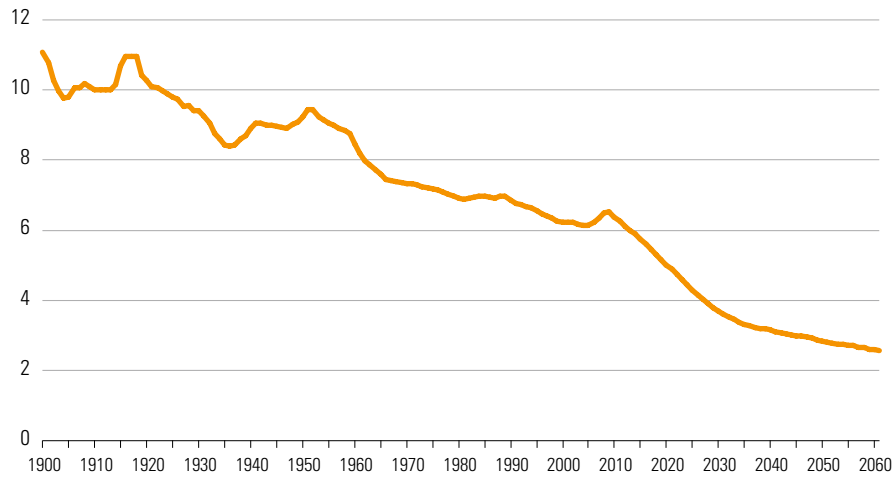
**Mynd 1.5** Hlutfall fólks á aldrinum 20-64 á móti 65 ára og eldri



Heimild: OECD.

Fyrirséð er að forskot Íslands í þessum efnun minnki mjög hratt á næstu árum eins og sést vel á mynd 1.6 hér á eftir sem sýnir hlutfall þeirra sem eru á aldrinum 20-67 á móti fólki eldra en 67 ára. Við aldamótin 1900 voru um 10 á vinnualdri á móti hverjum á eftirlaunaaldri, við upphaf þessarar aldar eru þeir 6, en þetta hlutfall stefnir nú hraðbyrri í 2 innan nokkurra áratuga. Nánar tiltekið mun hlutfallið lækka um rúmlega einn heilan á næstu 10 árum, og verða 3,5, og falla um nærri tvo heila á næstu 20 árum þegar aðeins 2,75 á aldrinum 20-64 standa að baki hverjum þeim sem er eldri en 64 ára árið 2034 samkvæmt áætlunum OECD. Þetta er mesta lækkun aldurshlutfallsins hjá nokkurri vestrænni þjóð á þessu tímabili, ef Írland eitt er undanskilið.

**Mynd 1.6** Hlutfall fólks á aldrinum 20-67 á móti fjölda fólks eldra en 67 ára á Íslandi frá 1900 til 2060



Heimild: Hagstofan.

Mynd 1.6 hér að ofan sýnir því svart á hvítu hvað er í vændum. Það blasir við að hin hagstæða lýðfræðilega staða sem Ísland býr nú við fer að breytast mjög hratt og sérstaða landsins að þessu leyti fer brátt að hverfa.

### Box 1.1

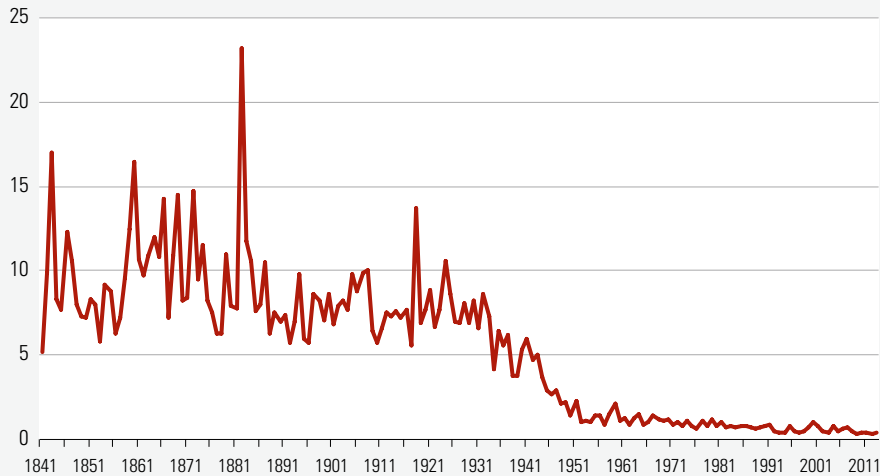
#### Vandamál við langlífið

Ein helsta breytingin á lífi fólks í vestrænum heimi á seinni hluta tuttugustu aldar felst í auknu lífsöryggi þar sem dánartíðnin hefur lækkað verulega. Það sem skiptir mestu í þessu sambandi er lækkun ungbarnadauða. Lífslíkur hafa þó einnig vaxið verulega fyrir þá sem hafa komist á fullorðinsár eins og sjá má af mynd 1.7 hér að neðan sem sýnir dánartíðni 20 ára og eldri frá 1841-2013. Fyrir 1950 dóu um 5-10 einstaklingar 20 ára og eldri af hverju þúsundi, og ef farið er aftur á nítjándu öld er dánartíðnin oft mun hærri. Helsta ástæðan fyrir auknu langlífi er framfarir í læknavísindum og þá einkum tilkoma fúkkalyfja eftir 1950, en einnig hafa ýmsar öryggiskröfur verið hertar svo sem við sjómennsku á Íslandsmiðum. Árið 2013 dóu 0,4 einstaklingar eldri en 20 ára af hverjum 1000.

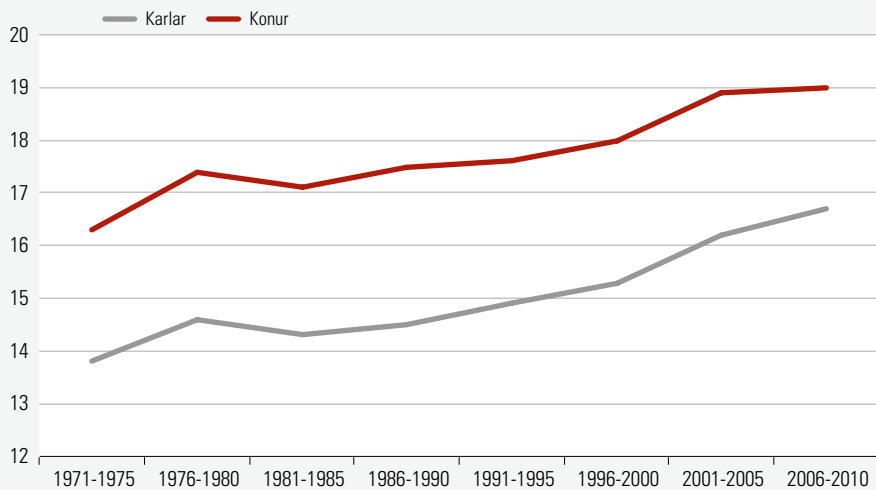
En eins gleðilegt og langlífi er skapar það ákveðinn vanda fyrir íslensku lífeyrissjóðina sem byggja ekki aðeins á sjóðasöfnun einstaklinga heldur er einnig ákveðin samtrygging innbyggð í kerfið sem felst í því að hverjum sjóðsfélaga er tryggður lífeyrir út ævina, sama hvað hún teygist fram í tímann. Þannig mun lengri meðalævi lífeyrisþega auka við lífeyrisskuldbindingar sjóðanna. Pró-unin er hröð, eins og sjá má af mynd 1.8 hér að neðan sem sýnir ólifaða meðalævi við 67 ára aldur héraðs frá 1971 til 2010. Á árabílinu 1971 til 1975 var ólifað meðalævi 67 ára karla 14 ár en kvenna rúmlega 16 ár. Miðað við árabílið 2006-2010 eru sambærilegar tölur tæplega 16 ár fyrir karla og 19 ár fyrir konur. Á þessum árum 1990–2010 jukust skuldbindingar sjóðanna nálægt 10% vegna lengingar meðalævi eða um það bil 0,5% á ári.



## Box 1.1

**Mynd 1.7** Dánartíðni 20 ára og eldri á Íslandi frá 1841 til 2013

Heimild: Hagstofa Íslands

**Mynd 1.8** Ólífud meðalævi við 67 ára aldur frá 1971 til 2010

Heimild: Hagstofa Íslands.

Allt bendir til þess að þegar litið er til framtíðar muni meðalævin halda áfram að lengjast og fólki lífi ekki aðeins lengur heldur muni það einnig njóta meiri heilbrigði á efri árum. Þetta er þróun sem lífeyrissjóðirnir munu þurfa að bregðast við á einhverjum tímamarki með þremur leiðum; hækkun iðgjalda, hækkun eftirlaunaaldurs eða lækkun lífeyrisgreiðslna.

### 1.3 Þjóðhagsleg áhrif gegnumstreymiskerfis

Aukinni öldrun fylgir ávallt aukinn þjóðhagslegur kostnaður þar sem fólki fækkar hlutfallslega á vinnumarkaði og meiri þörf verður fyrir margs konar velferðarþjónustu. Yfirvofandi breytingar í aldursskiptingu munu því valda auknu útstreymi úr fjárhirslum ríkisins á sama tíma og skattstofninn lækkar. Þjóðhagsleg áhrif barnabólunnar eru samt gríðarlega mismunandi á milli landa eftir því hvernig velferðarþjónustu hefur verið háttáð í gegnum tíðina. Sérstaklega skiptir tilhögun lífeyrismála miklu. Lífeyriskerfi skiptast í tvo meginflokka eftir því hvort þau eru *fjármögnuð* eða ekki.

*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 (pay-as-you-go) 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. Þessar greiðslur mynda síðan réttindi til þess að greiðandi fái síðan sambærilegar millifærslur til sín þegar kemur að eftirlaunum. Þannig er framtíðar *launatekjum* ætlað að standa straum af elliframfærslu í gegnumstreymiskerfi. Millifærsla tekna í áranna rás fer því í gegnum efnahagsreikning ríkisins og getur að einhverju leyti verið studd með eignasöfnun, en yfirleitt er farið með lífeyrisskuldbindingar sem aðrar ríkisskildir sem skatttekjum framtíðar er ætlað að greiða niður.

Þessir tveir meginflokkar lífeyriskerfa ganga síðan í ótal afbrigðum á milli landa og jafnvel ólíkra starfsstétta. Á Íslandi er bæði *ófjármagnað* kerfi á vegum hins opinbera sem veitir lágmarks lífeyristryggingu til allra og síðan *fullfjármagnað* lífeyriskerfi starfsfólks í einkageiranum. Þessu til viðbótar má segja að opinberir starfsmenn séu í eins konar blendingskerfi þar sem þeir leggja hluta af launum til sjóðasöfnunar en framlögin eru minni en nemur áunnum réttindum og mismunurinn hlýtur því að verða brúaður með skatttekjum. Athuga skal einnig að þessi tvö kerfi geta einnig 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.

Þau lönd sem eru nú verst undirbúin fyrir væntanlega öldrun eru þau sem búið hafa við gegnumstreymiskerfi. Þessi lönd hafa því fengið gríðarlegan hagvaxtarhvata á þeim tíma þegar eftirstríðskynslóðin kom á vinnumarkað en standa nú frammi fyrir miklum vanda við að fjármagna lífeyriskerfið samhliða því að fólki fækkar á vinnumarkaði. Fyrirséð er að aukinn fjöldi eftirlaunaþega mun leiða til aukinna opinberra útgjalda og jafnvel hærri skatta á þá sem eru á vinnumarkaði, sem jafnframt hlýtur að hafa neikvæð áhrif á hagvöxt sem til lengri tíma eykur á lífeyrsvandann. Gegnumstreymis-löndin hljóta því að einhverjum tímavarki að þurfa að hækka eftirlaunaaldur og/eða lækka eftirlaunagreiðslur þar sem litlar lífeyriseignir eru til staðar og ríkissjóðir margra landa eru verulega skuldsettir. Þetta má sjá með því að líta á uppsetningu gegnumstreymiskerfis sem hægt er að rita með eftirfarandi hætti:

$$\text{lífeyrir} \times \text{fjöldi lífeyrisþega} = \text{framlag} \times \text{meðallaun} \times \text{fjöldi launþega}$$

Framlag launþega er því hægt að rita sem

$$\text{framlag} = (\text{lífeyrir}/\text{meðallaun}) \times (\text{fjöldi launþega}/\text{fjöldi lífeyrisþega})$$

Hér sést að skilgreindur lífeyrir og þróun meðallauna skiptir miklu máli fyrir stöðu gegnumstreymiskerfa. Ef lífeyrisgreiðslur eru verðtryggðar ætti eðlilegur framleiðnivöxtur sem skilar sér með hækkun meðallauna umfram verðbólgu að létta lífeyrisþyrðina og lækka framlagsþörfina þegar litið er til lengri tíma og hlutfall launþega og eftirlaunþega er stöðugt. Hins vegar er jafnframt ljóst að hraðar breytingar á hlutfalli eftirlaunþega og launþega munu hreyfa verulega við framlaginu. Það verður mjög ódýrt fyrir stórar kynslóðir að fjármagna eftirlaun smárra kynslóða en gríðarlegur kostnaður leggst á smærri kynslóðir sem koma í kjölfar þeirra stærri. Þetta er ókosturinn sem fylgir því að tryggja eftirlaun einnar kynslóðar með framtíðarlaunagreiðslum annarrar.

## 1.4 Niðurstaða

Löndin sem hafa lífeyriskerfi sem byggja á eignasöfnun, líkt og þekkist hérlendis, standa mun betur að vígi til þess að takast á við þær miklu breytingar á aldursskiptingu sem nú eru í farvatninu. Sjóðasöfnun felur það í sér að hver einstaklingur safnar upp lífeyriseign með framlögum yfir vinnuævina sem síðan skilar fjármagnstekjum er duga, auk höfuðstóls, til elliframfærslu. Við fyrstu sýn ætti slíkt kerfi að vera hlutlaust gagnvart kynslóðabreytingum, líkt og barnabólunni. Það er þó ekki rétt nema að hluta. Í þjóðhagslegu samhengi mun sjóðasöfnun stórkynslóðar hafa gríðarmikil áhrif á eigna- og fjármagnsmarkaði, sem og utanríkisviðskipti og framleiðni vinnuafis. Það er því alls ekki sjálfgefið að sjóðasöfnun og „full-fjármagnað“ lífeyriskerfi fyrirbyggja allan vanda vegna kynslóðabreytinga. Allt veltur það á dreifingu (portfolio allocation) lífeyriseigna, nánar tiltekið hvort alþjóðleg eignadreifing sé til staðar. Í næsta kafla verður þess freistað að greina áhrif stórkynslóðar, líkt og barnabólunnar, á efnahagslífið, ef sjóðasöfnunarkerfi er við lýði, með aðstoð svokallaðs lífshlaupslíkans (life cycle hypothesis). Í *hnotskurn er vandinn sá að með gegnumstreymiskerfi munu sveiflur í fæðingartíðni valda millifærslum á milli kynslóða.*

## Kafli 2.

# Áhrif kynslóðastærðar á fjármagnsmarkaði

### 2.1 Lífshlaupslíkanið

Ísland hefur nú lífeyriskerfi með eignir er nema einni og hálfri landsframleiðslu sem er með því mesta er þekkt í heimi. Landið er lítið opið hagkerfi – með þeim minnstu í heimi – og því ætti samspil aldursskiptingar og lífeyrissparnaðar ekki aðeins að skipta verulegu máli fyrir vexti, sparnað og fjárfestingu, heldur einnig fyrir þróun viðskiptajafnaðar samkvæmt lögmálum hagfræðinnar. Þessi tengsl á milli sjóðasöfnunar og utanríkisviðskipta hafa þó lítið sem ekkert verið kortlögð fram til þessa fyrir Ísland, en vaninn héraendis hefur verið sá að fjalla um þetta tvennt, lífeyrissparnað og viðskiptajöfnuð, sem tvö aðskilin mál. Innan hagfræðinnar hefur gjarnan verið tekist á við þessi mál með aðstoð svokallaðs Lífshlaupslíkans.

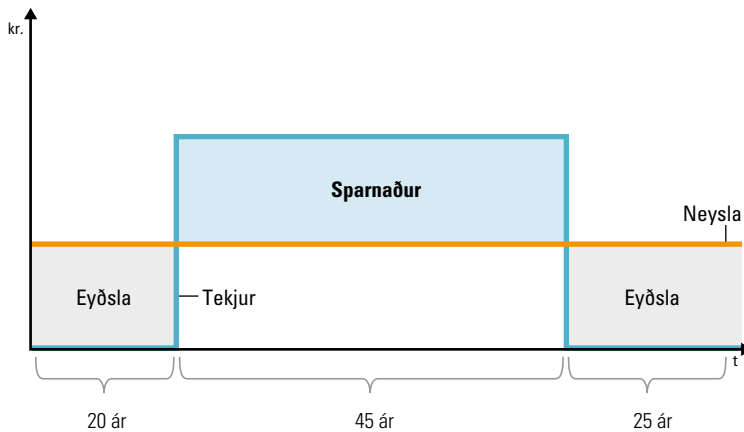
Lífshlaups- eða kynslóðalíkanið (life cycle hypothesis) var upphaflega sett fram af þeim Franco Modigliani og Richard Brumberg árið 1954,<sup>1</sup> en eins og öll góð hagfræðilíkön byggir það á tiltölulega einföldum forsendum sem eiga sér beina samvörun í lífi venjulegs fólks. Líkanið felst í því að kortleggja meðal vinnuævi í iðnvæddum löndum þar sem atvinnuþátttaka hefst eftir langa skólagöngu og fólk dregur sig af vinnumarkaði áður en kraftarnir eru þrotnir til þess að geta notið eftirlauna. Til þess að setja málin aðeins í samhengi er lesandi beðinn að sjá fyrir sér vinnuævi venjulegrar manneskju sem nær háum aldri. Lesandinn gæti einnig sem hægast horft fram eftir eigin æviskeiði til þess að átta sig á inntaki kynslóðalíkansins.

Hugsum okkur manneskju – meðalmanneskju. Gerum ráð fyrir því að hún hefji atvinnuþátttöku eftir 20 ára aldur og afli sér þá fyrst eigin tekna að einhverju marki. Hún vinni síðan í 45 ár og fari á eftirlaun 65 ára. Gerum aukin heldur ráð fyrir því manneskjan lifi til 90 ára aldurs og verði þannig 25 ár á eftirlaunum. Þeir Modigliani og Brumberg gefa sér þá forsendu að meðalmanneskjan vilji reyna að halda jafnri neyslu alla ævina og njóta sömu lífskjara á efri árum, þegar vinnuævinni er lokið, og hún naut þegar hún var í fullri vinnu. Þannig hefur fólk hvata til þess að stunda neyslujöfnun með því að leggja hluta vinnutekna til hliðar til þess að eiga til efri áranna. Hér skulum við gera ráð fyrir að árleg neysla þessarar manneskju sé nánast hin sama frá vöggu til grafar.

<sup>1</sup> Modigliani, F. & Brumberg, R. (1954): 'Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data'. In: Kurihara, K.K (ed.): Post-Keynesian Economics

Meðalmanneskjan vinnur aðeins rúman helming ævinnar. Fyrsta hluta ævinnar, áður en atvinnuþátttaka hefst, reiðir hún sig á sparnað annarra (foreldra og/eða hins opinbera), en síðasta hluta ævinnar, eftir að atvinnuþátttöku lýkur, notar hún eigin sparnað (og mögulega hjálp hins opinbera). Þá er hægt að draga upp tekjur og neyslu þessarar meðalmanneskju, líkt og gert er hér að neðan á mynd 2.1.

**Mynd 2.1** Eyðsla og sparnaður yfir meðalævi



Forsendan um neyslujöfnun sem þeir Modigliani og Brumberg gáfu sér í kynslóðalíkaninu var síðan áréttuð tveimur árum síðar af Milton Friedman, árið 1956, með kenningu hans um varanlegar tekjur (permanent income hypothesis).<sup>2</sup> Kjarni kenningar Friedmans snýst um hvernig fólk vill jafna út tekjum sínum til neyslu yfir ævina til þess að hámarka nyt eða ánægju sína (utility) í lífinu. Neysla á hverju tímabili ræðst því ekki aðeins af þeim tekjum sem fólk aflar sér á sama tíma heldur einnig af væntingum um *varanlegar* tekjur yfir lengri tímabil eða jafnvel út ævina. Ef fólk fær óvæntar eða *tímabundnar* tekjur mun það leggja þær til hliðar í stað þess að taka tímabundið „neysluæði“. Tiltölulega auðvelt er að sýna fram á gildi þessarar kenningar með formlegum stærðfræðilegum hætti, en kannski finnst mörgum vera áhóld um það hvernig hún haldi í raunveruleikanum.<sup>3</sup> Samt er það eitt helsta verkefni allra samfélaga, hvar sem er í heiminum, að færa fjármuni og gæði á milli tímabila til þess einmitt að jafna neyslu fólks á milli árstíða, gegnum áföll eða yfir ævina. Það kann að vera gert með einhvers konar velferðarkerfi eða opinberri aðstoð, lánnum eða millifærslum, eða bara einfaldlega með því að safna verðmætum eða mat. Yfirleitt vill fólk stöðugleika í lífskjörum eða meðalhóf og ekki njóta allsnægta í dag ef það kostar örbirgð á morgun. Staðreyndin er einfaldlega sú að hvatinn til neyslujöfnunar,

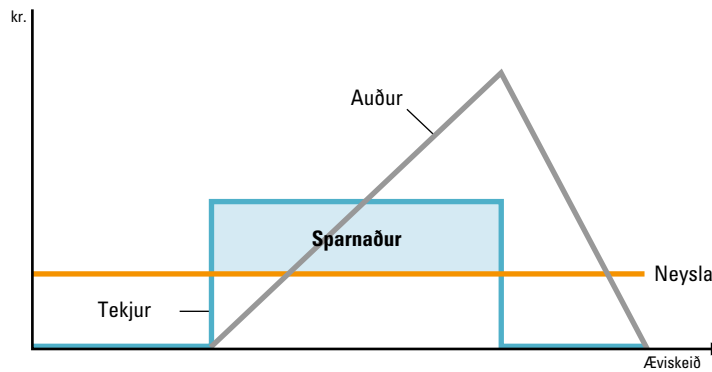
<sup>2</sup> Friedman, Milton (1956). “A Theory of the Consumption Function.” Princeton N. J.: Princeton University Press.

<sup>3</sup> Lögmálið um neyslujöfnun kemur beint frá forsendunni um fallandi jaðarnyt sem um langan aldur hefur verið hornsteinn nútíma hagfræði. Hver viðbótareining sem er bætt við neysluna skapar aukna ánægju (eða nyt) en ánægjan minnkar samt eftir því sem einingum fjölga. Heildaránægjan (nytin) af því að borða tvær einingar einn daginn en fjórar einingar annan daginn er því minni en að borða jafnmikið báða dagana.

einkum hvað varðar sparnað til efri árána, er lykilatriði fyrir sparnað og fjármunamyndun í öllum samfélögum.

Ef áfram er hugað að meðalmannskjunni, sem áður var kynnt til sögunnar, og eignastaða hennar yfir ævína er dregin upp líkt og gert er á mynd 2.2 hér að neðan, sést hvernig eignastaðan byggist upp yfir vinnuævína og nær hámarki þegar kemur að töku eftirlauna.

**Mynd 2.2** Tekjur, neysla og eignastaða meðalmannskju



Hér hafa verið gefnar fremur einfaldar – og kannski augljósar – forsendur um þróun tekna og neyslu yfir æviferil venjulegs vinnandi fólks. En af þeim spretta nokkrar mjög mikilvægar – og ekki alveg svo augljósar – niðurstöður um sparnað, vexti og eignaverð í þjóðhagslegu samhengi. Það er að segja ef hætt er að tala í eintölu og hugsað er um hina venjulegu mannsku í fleirtölu.

Fyrir það fyrsta sést að uppsöfnun sparnaðar veltur á þróun atvinnutekna. Ef fólki og störfum fjölga á vinnumarkaði mun það sjálfkrafa leiða til aukins sparnaðar. Sama á við ef framleiðni vinnuafli eykst og raunlaun hækka, en það mun leiða til aukinna atvinnutekna og aukins sparnaðar. Í annan stað liggur fyrir að sparnaður minnkar eftir því sem fleiri fara á eftirlaun og byrja að ganga á eignir sínar. Í þriðja lagi blasir við að framleiðni leikur lykilhlutverk fyrir sparnað samkvæmt téðu líkani. Ef fjöldi fólks á vinnumarkaði er stöðugur, sem og fjöldi þeirra sem eru á eftirlaunum, er öll aukning launatekna og sparnaðar rekin áfram af framleiðni starfa. Ef framleiðni er engin í slíku kerfi verður sparnaður jafnframt föst stærð.

Lífshlaupslíkanið sýnir vel hvernig breytingar í lýðfræði hafa gríðarleg áhrif á sparnað og fjárfestingu og þar með vexti og eignaverð í hverju hagkerfi. Þetta er hægt að útskýra með eftirfarandi hugaræfingu: Segjum að fæðingartíðni taki kipp af einhverjum orsökum. Þessi nýja stóra kynslóð mun draga til sín sparnað frá bæði foreldrum sínum og hinu opinbera meðan hún er að komast á legg, en um leið og hún kemur á vinnumarkaðinn munu heildar atvinnutekjur kippast upp. Yfirleitt nýtur ungt fólk mikillar framleiðni- aukningar á fyrstu árum sínum á vinnumarkaði eftir því sem það aflar sér meiri menntunar, reynslu og vinnur sig upp í starfi. Þannig liggur fyrir að þessi stóra kynslóð mun

auka sparnað verulega í hagkerfinu þegar hún kemur á vinnumarkaðinn, sem leiðir til þess – ef öðrum áhrifaþáttum er haldið föstum – að fjárfesting eykst, vextir lækka og eignaverð hækkar. Þessi stóra kynslóð mun því skapa töluverðan ábata fyrir þá sem eldri eru og hafa komið sér upp eignasafni – hvort sem eignirnar eru inneign í lífeyrissjóði eða persónulegt eignarhald á hlutabréfum, skuldabréfum eða fasteignum. Þetta snýst síðan við þegar þessi stóra kynslóð fer á eftirlaun og fer að ganga á eignir sínar. Í kjölfarið mun sparnaður minnka, vextir hækka, auk þess sem fjárfesting og eignaverð lækka. Þannig mun þessi eftirlaunataka valda töluverðum búsifjum í hagkerfinu. En ekki aðeins það. Þær eignir sem kynslóðin hefur safnað upp yfir vinnuævina munu lækka í verði og hún hefur mun minna úr að spila á eftirlaunaárunum en reiknað var með.

Lífshlaupslíkanið sýnir því vel hvernig kynslóðaáhrif skapast einnig í sjóðasöfnunarkerfi líkt og í gegnumstreymiskerfi þar sem framtíðar-fjármagnstekjur verða einnig fyrir áhrifum sveiflna í fæðingartíðni líkt og framtíðar-atvinnutekjur. Í báðum tilvikum verður lífeyriskerfið til þess að millifæra fjármagn á milli kynslóða. Í báðum tilvikum mun eftirlaunataka eftirstríðskynslóðarinnar verða til þess að skapa efnahagsleg vandamál. *Hins vegar, öfugt við gegnumstreymiskerfi, býður sjóðasöfnunarkerfi upp á leiðir til þess að komast undan þessum vanda með alþjóðlegri eignadreifingu.*

Lífshlaupslíkanið leggur upp mjög sterkar röksemdir fyrir því af hverju lífeyrissjóðir eigi að stunda alþjóðlegar fjárfestingar, þar sem *óhagkvæmt er að láta sveiflur í frjósemi stjórna framboði af fjármagni í lokuðu fjármálakerfi og fýsileika fjárfestinga*. Á einum tíma verður offramboð á fjármagni til þess að ráðist er í fjölmargar óhagkvæmar fjárfestingar en síðar verður fjármagnsskortur til þess að mörg góð fjárfestingarverkefni komast ekki úr burðarliðnum. Þá felast einnig gríðarlegir hagsmunir fyrir sjóðsfélaga í að eignir þeirra lækki ekki í verði þegar stór kynslóð fer á eftirlaun. Það verður aðeins gert með alþjóðlegum fjárfestingum – að veita sparnaði út úr kerfinu þegar ofgnótt er til staðar en draga hann til baka þegar skortur gerir vart við sig. Þetta hljómar mjög einfalt og blátt áfram en er samt aðeins viðurhlutameira í raun og veru.

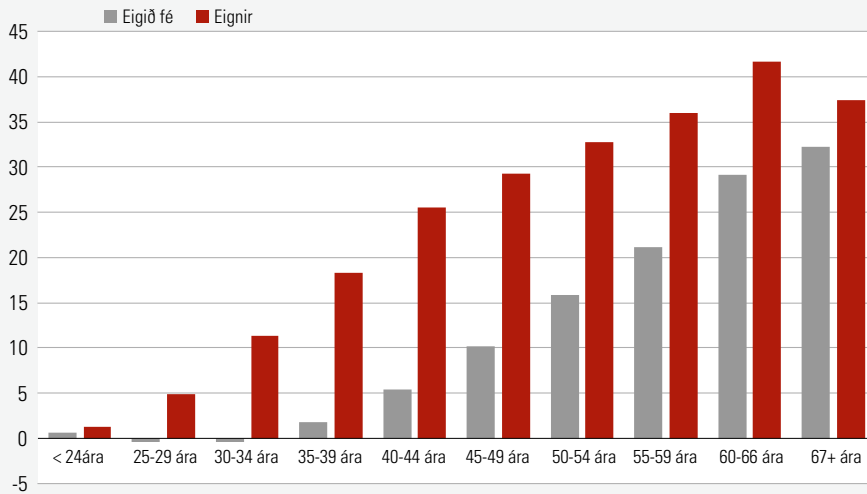


**Box 2.1**

**Hvenær myndast eigið fé á ævinni?**

Sú þróun sparnaðar og eignastöðu yfir ævina sem lífshlaupslíkanið spáir ætti að líta kunnuglega út fyrir flestum. Hún endurspeglast vitaskuld í skyldubundinni sjóðasöfnun innan lífeyrissjóðakerfisins en einnig í persónulegri ákvarðanatöku fólks. Ef lítið er til eigna- og eiginfjárstöðu Íslendinga, sem eru sýnd á mynd á mynd 2.3 hér að neðan, sést að þrátt fyrir að fólk fari að byggja upp eignastöðu fremur snemma hefst raunveruleg eiginfjármyndun ekki að marki fyrr en eftir fertugt. Það skýrist kannski af því að lítið svigrúm er til sparnaðar fyrir þann tíma sökum ómegðar og barneigna, auk þess sem meðaltekjur fara almenn séð stígandi allt fram yfir fertugt. Hér skiptir þó einnig máli að eignasöfnun gegnir tvöföldu hlutverki í lífi venjulegs fólks – bæði sem neysla og sem leið til að byggja upp sparnað. Gott dæmi um þetta er til að mynda húsnæðis kaup sem samtímis þjóna þeirri grunnþörf að eiga heimili og að vera leið til ævisparnaðar.

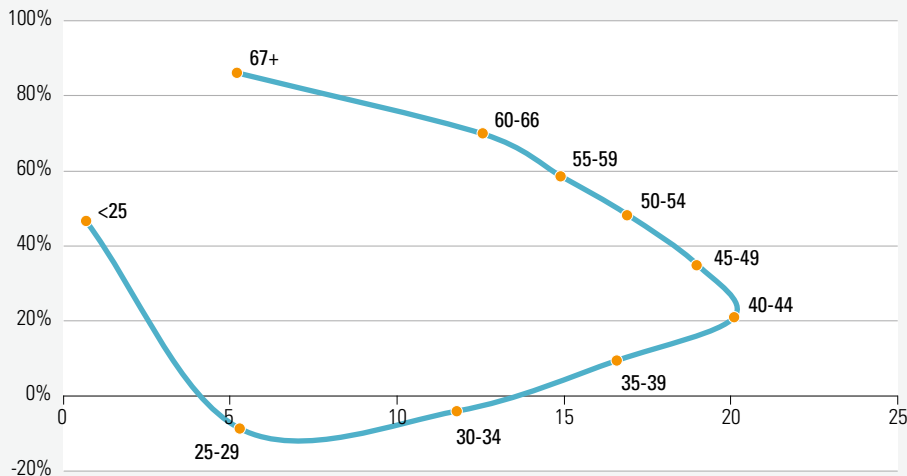
**Mynd 2.3 Eignir og eigið fé fólks eftir aldri á Íslandi við árslok 2013**



Heimild: Hagstofa Íslands

Þetta tvöfalda hlutverk eignasöfnunar sést einnig vel ef eiginfjárstaða er borin saman við skuldastöðu eftir aldri líkt og gert er á mynd 2.4 hér á eftir. Hér sést hvernig einstaklingar hefja starfsferilinn með nær engar eignir og engar skuldir um 25 ára aldur. Áhersla næstu 1-2 áratuga er á að byggja eignastöðu með skuldsetningu til þess að auka neyslu á húsnæði. Eftir fertugt er húsnæðið orðið farvegur til lífeyrissparnaðar þar sem eigið fé tekur loks að byggjast upp. Sein eiginfjármyndun kann einnig að skýrast af því að helftin af fasteignakaupum hérlandis hefur verið fjármögnuð með svokölluðum Íslandslánum, það er 40 ára verðtryggðum lánum með jafngreiðslufyrirkomulagi. Samspil tímalengdar og lánaskilmála gerir það að verkum að mjög lítið er greitt af höfuðstól lengst framan af lánstíma. Það kann einnig að skýra mjög seina eiginfjáruppbyggingu fyrir fertugt. Grafið birtir líka þær hættur sem fylgja skuldsettum eignakaupum þar sem fólk á aldrinum 25-35 ára er að meðaltali með neikvæða eiginfjárstöðu.

## Box 2.1

**Mynd 2.4** Eiginfjárlutfall (γ-ás) og meðalskuld eftir aldursbilum á Íslandi árið 2013

Heimild Hagstofa Íslands

Í þessu kynslóðasamhengi er einnig áhugavert að velta fyrir sér hvernig eignir munu fara á milli kynslóða. Töluvert stór hluti af ævisparnaði fólks eldra en 60 ára er bundinn í húsnæði, einkum einbýlishúsum, sem á einhverjum tímamarki þarf að koma í verð og framselja til yngra fólks. Hins vegar, eins og myndin sýnir, hefur „hrunið“ 2008 farið mjög illa með eiginfjárstöðu þeirra kynslóða sem ættu að taka við téðum einbýlishúsum. Eðli lífeyrissparnaðar hefur einnig breyst. Fyrir eldri kynslóðirnar var eiginfjármýndun í íbúðarhúsnæði helsta leiðin til sparnaðar en lítið val var um aðrar fjármálaeignir. Fyrir þær yngri er nú margt annað í boði. Í þessu samhengi má velta fyrir sér með hvaða hætti þessi kynslóðafærsla á fasteignum getur átt sér stað á næstu áratugum og hvort hið gamalþekktu form lífeyrissparnaðar að byggja upp eigið fé í húsnæði muni ef til vill skila minni afrakstri en margir hafa vænst.

## 2.2 Sparnaður og viðskiptajöfnuður

Fjármagnsflæði frá einu fjármálakerfi til annars hlýtur ávallt að vera í samhengi við greiðslujöfnuð viðkomandi landa og þar með talinn viðskiptajöfnuð. Þjóðhagslegt samhengi verður einnig flóknara ef viðkomandi land hefur sína eigin mynt og taka verður tillit til gjaldeyrismarkaðar. Til þess að draga upp þessa mynd til fulls er nauðsynlegt að skoða kynslóðalíkanið í samhengi við utanríkisviðskipti og alþjóðlegt fjármagnsflæði. Til þess að geta hafið það verk er þó fyrst nauðsynlegt að fara yfir nokkrar af undirstöðum þjóðhagfræðinnar. Hér er um tiltölulega einfaldar bókhaldsjöfnur að ræða sem hafa þó töluvert sterkan skýringarmátt. Lítum fyrst á það hvernig sparnaður myndast í þjóðhagslegu samhengi.

Venja er að flokka innlenda aðila í þrennt í hverju hagkerfi; fyrirtæki, heimili og hið opinbera. Samtala útgjalda þessara þriggja aðila kallast þjóðarútgjöld, það er fjárfesting (I), einkaneysla (C) og opinber útgjöld (G). Í lokuðu hagkerfi hljóta þjóðarútgjöld að vera jöfn þjóðartekjum (Y) en í opnu hagkerfi er hægt að auka neysluna umfram framleiðslu hagkerfisins með því að flytja inn vörur og þjónustu og vera með viðskiptahalla við útlönd. Að sama skapi er möguleiki að framleiða umfram innlenda eftirspurn með því að flytja mismuninn út og vera með viðskiptaafgang. Þannig er hægt að rita upp hina klassísku þjóðhagsjöfnu sem:

$$\text{þjóðartekjur} = \text{þjóðarútgjöld} + \text{viðskiptajöfnuður}$$

Eða á jöfnuformi þar sem EX er útflutningur en IM innflutningur (að meðtöldum þáttajöfnuði):

$$Y = C + I + G + (EX - IM)$$

Viðskiptajöfnuður er því mismunur á þjóðartekjum og þjóðarútgjöldum sem hægt er að rita með neðangreindum hætti:

$$\text{viðskiptajöfnuður (EX - IM)} = \text{þjóðartekjur (Y)} - \text{þjóðarútgjöld (C + I + G)}$$

Af þessari jöfnu er ljóst að aukning þjóðarútgjalda, hvort sem hún stafar af aukinni einkaneyslu, vaxandi fjárfestingu eða auknum opinberum útgjöldum, mun leiða til þess að viðskiptajöfnuður við útlönd versnar, að öðru óbreyttu. Sparnaður í þjóðhagslegu samhengi er einfaldlega munur á tekjum og gjöldum heimila og hins opinbera. Ef fyrst er litið til sparnaðar heimila (eða einkaaðila almennt) er hægt að rita hann sem ráðstöfunartekjur (tekjur eftir skatta) að frádreginni neyslu:

$$\text{sparnaður einkaaðila (S<sup>e</sup>)} = \text{þjóðartekjur (Y)} - \text{skattar (T)} - \text{neysla (C)}$$

Aftur á móti er opinber sparnaður jöfnuður fjárlaga, skatttekjur að frádregnum opinberum útgjöldum, sem hægt er að rita svona:

$$\text{sparnaður hins opinbera (S<sup>o</sup>)} = \text{skattar (T)} - \text{opinber útgjöld (G)}$$

Heildarsparnaður í hagkerfinu er því samtala sparnaðar einkaaðila og hins opinbera og má rita svona

$$\text{heildarsparnaður (S)} = \text{S<sup>e</sup>} + \text{S<sup>o</sup>} = \text{Y} - \text{G} - \text{C}$$

Ef um lokað hagkerfi er að ræða hljóta þjóðarútgjöld ávallt að vera jöfn þjóðartekjum og sparnaður að standast á við fjárfestingu og hægt er að rita tengsl sparnaðar, fjárfestingar og þjóðarútgjalda með neðangreindum hætti.

$$\text{fjárfesting (I)} = \text{sparnaður (S)} = \text{Y} - \text{G} - \text{C}$$

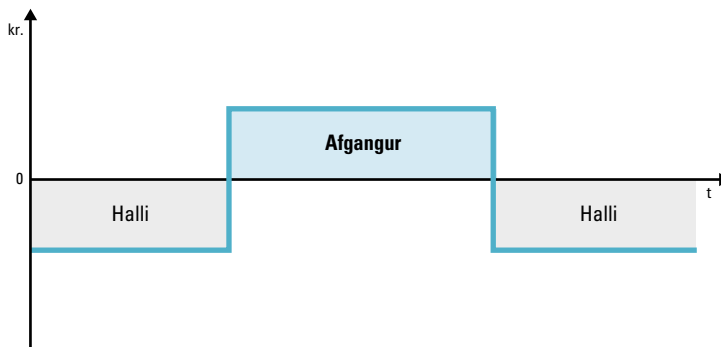
En ef hagkerfið er opið er hægt að auka þjóðarútgjöld umfram þjóðartekjur með því að efna til viðskiptahalla. Jafnframt er hægt að flytja inn erlendan sparnað og þannig standa straum af fjárfestingu sem er umfram innlendan sparnað, og jafnvel fjármagna einkaneyslu umfram tekjur og opinber útgjöld umfram skatta. Þar eð viðskiptajöfnuður er mismunur þjóðartekna og þjóðarútgjalda er hægt að rita tengsl sparnaðar, fjárfestingar og viðskiptajafnaðar með neðangreindum hætti. Viðskiptajöfnuður er einfaldlega mismunur sparnaðar og fjárfestingar.

$$\text{viðskiptajöfnuður} = \text{sparnaður} - \text{fjárfesting}$$

Hér er því auðsætt að ef annaðhvort heimilin eða hið opinbera minnka sparnað sinn mun það leiða til versnandi viðskiptajafnaðar að föstu fjárfestingarstigi. Ef ríkissjóður er rekinn með halla mun það leiða til versnandi viðskiptajafnaðar, að öðru óbreyttu. Þessi tengsl ríkisfjármála og viðskiptajafnaðar hafa oft verið kölluð tvíburahalli.

Ef athyglinni er beint að sparnaði heimilanna er ljóst að aukning heildaratvinnutekna (Y) mun leiða til aukins sparnaðar í lífeyriskerfi sem byggir á hlutfallslegum frádrætti frá launum sem síðan er lagður inn í söfnunarsjóði. Ef hugaræfingin að framan um áhrif kynslóðarstærðar er endurtekin liggur fyrir að snöggur kippur í fæðingum mun leiða til aukins sparnaðar og viðskiptaafgangs þegar börnin hafa vaxið úr grasi og fá sér vinnu. Þegar stórkynslóðin kemst á eftirlaun hættir hún að vinna fyrir tekjum og fer að ganga á eignir sínar. Í kjölfarið minnkar sparnaður og viðskiptahalli myndast. Þessi áhrif stórkynslóðar á utanríkisviðskiptin eru sýnd á neðangreindu grafi er birtir þróun viðskiptajafnaðar yfir æviferil hennar.

**Mynd 2.5** Hreyfing viðskiptajafnaðar yfir lífshlaup meðalmanneskju



Þessi áhrif á viðskiptajöfnuðinn ættu að vera mjög sterk í sjóðasöfnunarkerfi þar sem umtalsverður hluti af launum fólks er tekinn til hliðar til þess að byggja upp eignastofn, líkt og þekkist hérlendis. Hins vegar getur gegnumstreymiskerfi einnig skilað sömu áhrifum í gegnum ríkisfjármálin ef launafrádrættinum er haldið föstum á því bili sem samræmist kynslóðajafnvægi. Þannig mun upprennandi stórkynslóð greiða iðgjöld sem eru verulega umfram það sem þarf til þess að standa straum af lífeyrisútgjöldum þeirra smærri kynslóða sem þegar eru á eftirlaunum. Þessi auka iðgjöld munu koma fram sem aukning í opinberum sparnaði sem ætti að skapa viðskiptaafgang með sama

hætti og sparnaður einkaaðila – það er ef hið opinbera heldur sparnaðinum til haga í sérstökum sjóðum eða nýtir hann til þess að byggja upp eignastöðu.<sup>4</sup>

Það er þó eðli opinberra fjármála að sparnaður og fyrirbyggja eru ekki alltaf í fyrirrúmi og fjármögnun eftirlaunaskuldbindinga lætur oft undan síga fyrir öðrum markmiðum sem liggja nær í tíma. Íslenska ríkið er til að mynda með ófjármagnaða skuldbindingu gagnvart Lífeyrissjóði starfsmanna ríkisins (LSR) upp á rúma 400 milljarða sem hefur farið vaxandi á síðustu áratugum án þess að fá mikla athygli í pólitískri umræðu.

Staðan er því miður sú að nú við upphaf lífeyrisstöku barnabólu-kynslóðarinnar hefur skuldastaða vestrænna ríkja – beggja vegna Atlantsála – aldrei verið verri á friðartímum. Langflest þessara landa búa við gegnumstreymiskerfi og hafa flotið sofandi að feigðarósi með langvarandi hallarekstri á ríkissjóði. Síðan hefur fjármálakreppan eftir 2008 enn orðið til þess að þyngja róðurinn í ríkisfjármálum sem kunnugt er. Þannig verður aðeins brugðist við eftirlaunum eftirstríðskynslóðarinnar með því að skerða réttindi og hækka eftirlaunaaldur, samhliða því að hækka skatta verulega.

Ef aftur er vikið að þeim viðskiptaafgangi sem sparnaður stórra kynslóða skapar þá gefur hann einmitt forsendur fyrir erlendum fjárfestingum án þess að raska jafnvægi á greiðslujöfnuði eða veikja gengið. Raunar er það svo að út frá þjóðhagslegu sjónarmiði er algerlega nauðsynlegt að þessum aukasparnaði sé tappað af fjármagnskerfinu til þess að tryggja bæði hagkvæmni og jafnvægi í viðkomandi hagkerfi, eins og áður hefur verið tæpt á. Hin almenna regla er sú að flæði á viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði standist á til þess að jafnvægi haldist á greiðslujöfnuði og efnahagslífinu almennt, eins og nánar er fjallað um nánar í kafla 5 hér að aftan. Ef sparnaðinum er haldið inni í landinu vegna fjármagnshafa, annarra reglugerða eða almenns heimóttarskapar, mun það hafa fremur hrapallegar afleiðingar.

Ef um er að ræða land, eða fjármálakerfi, sem er hluti af stærra myntsvæði, líkt og á við um aðildarlönd evrunnar eða fylki innan Bandaríkjanna, munu sveiflur í sparnaði hafa áhrif á vexti og eignaverð. Ef sparnaður eykst verulega og honum er jafnframt varnað frá því að flæða úr landi mun hann leita sér að festu á innlendum fjármálamörkuðum. Þannig mun aukið fjárframboð þrýsta niður langtímavöxtum, sem og hækka

<sup>4</sup> Hægt er að taka dæmi af hinni sk. Velferðartryggingu (Social Security) í Bandaríkjunum sem er fjármögnuð með innheimtu gjalds sem síðan er lagt í sérstakan sjóð (Social Security Trust Fund). Á árabílinu 1983 til 2009 var téður sjóður rekinn með afgangi og um 2,2 billjónir Bandaríkjadala söfnuðust í hann. Þessu fjármagni var hins vegar öllu varið til þess að kaupa sérstakan skuldabréfaflokk útgefinn af Bandaríkjastjórn og þannig nýtt til þess að fjármagna nær viðvarandi ríkisfjárhalla á tímabilinu. Nú þegar lífeyristaka eftirstríðskynslóðarinnar stendur fyrir dyrum er fjárfestingunum verið rekinn með halla og það muni grynna fremur fljótt í honum og hann muni tæmast á árabílinu 2040–2050, verði gjöld til hans ekki hækkuð. Einnig er fjárfestingunum verið rekinn með halla og það muni valda töluverðu álagi á fjármálamarkaði er sjóðurinn mun byrja að innleysa hinn feikilega stóra stabba af bandarískum ríkisskuldabréfum sem eru nú í hans eigu.

eignaverð.<sup>5</sup> Fyrir tilvonandi lífeyrisþega mun hærra eignaverð skapa falska mynd af eignastöðunni og leiða til þess að fólk ofmetur þann sparnað sem það mun hafa til ráðstöfunar á efri árum. Í ljósi þessa ofmats á eignastöðu sinni mun það telja óhætt að eyða stærri hluta af tekjum sínum þar sem eftirlaunin virðast vís. Í kjölfarið mun draga úr sparnaði. Þannig mun aukin innlend eftirspurn eyða viðskiptaafganginum.

Í þjóðhagslegu samhengi felur þetta í sér að sá aukasparnaður sem stórkynslóð skapar er í raun og veru étinn upp með auknum þjóðarútgjöldum og töluvert loft er í þeim eignum sem hún safnar saman til þess að eiga áhyggjulaust ævikvöld. Það kemur síðan berlega í ljós þegar kemur að eftirlaunatöku og sparnaðurinn er dreginn til baka af fjármálamarkaðinum. Í kjölfarið munu vextir hækka, eignaverð lækka og hinir nýbökðu lífeyrisþegar hafa þegar upp er staðið mun minna á milli handanna. Þær kynslóðir sem á undan komu munu hagnast á ofgnótt sparnaðar og hækkun eignaverðs og fá því ábót á lífeyrinn sinn, en stórkynslóðin situr uppi með töluvert eignatap þegar röðin kemur að henni. Þetta er niðurstaða sem heldur, óháð því hvort viðkomandi land eða fjármálakerfi hefur eigin gjaldmiðil eður ei. Hins vegar aukast vandræðin enn frekar, ef landið er sjálfstætt myntsvæði.

Ofgnótt sparnaðar innan hafta, lækkun vaxta og hækkun eignaverðs mun ein og sér hvetja áfram bæði fjárfestingu og neyslu samkvæmt mjög gamalkunnugum þjóðhagslögmaðlum. Lægri vextir leiða til þess að alls konar verkefni verða hagkvæm og hærra eignaverð skapar einnig veðrými til ýmissa framkvæmda og fjárfestinga – með einum eða öðrum hætti verður hinu innilokaða fjármagni komið í vinnu og fjármagnsstofninn stækkar. Hærra fjármagnsstofn mun að öðru óbreyttu leiða til aukinnar framleiðni vinnuafis og hærri launa í kjölfar þess að hlutfall fjármagns á móti vinnuafli hækkar.<sup>6</sup> Þetta þýðir að innibyrging sparnaðar mun skapa töluverðan meðbyr á vinnumarkaði svo lengi sem hinu stóru kynslóðir eru til staðar, en síðan slær í bakseglin þegar sparnaðurinn er dreginn til baka til þess að standa straum af lífeyri – vextir hækka, fjárfesting minnkar og fjármagnsstofninn gengur niður. Þannig verður þrengt að þeim kynslóðum sem á eftir koma, bæði á vinnumarkaði og fjármagnsmarkaði, og þær standa frammi fyrir bæði lægri kaupmætti launa og hærri raunvöxtum. Ennfremur ívilna höftin óhagkvæmum fjárfestingum og verkefnum sem ella hefði ekki verið farið í og hafa þannig letjandi áhrif á hagvöxt fremur en hitt.

Enn er þó þáttur gjaldeyrismarkaðarins sjálfs ótalinn. Eins og farið var yfir hér að ofan verður lífeyrissparnaður sjálfkrafa til þess að skapa viðskiptaafgang. Fólk frestar neyslu í dag og leggur tekjur til hliðar til þess að eiga til efri árána. Í flestum löndum er stór

<sup>5</sup> Þessa atburðarrás er einnig hægt að setja upp með hliðsjón af peningamagnsstærðum. Ef afgangur er af utanríkisviðskiptum en fjármagnsjöfnuði er haldið föstum, mun það fela í sér hreint innstreymi á greiðslujöfnuði sem mun auka peningamagn í umferð. Samkvæmt sk. lausafjárhrifum (liquidity effect) mun aukið peningamagn leiða til hækkunar á eignaverði og lækka vexti. Sjá meðal annars umfjöllun hjá Milton Friedman, „Factors Affecting the Level of Interest Rates,” Savings and Residential Financing, 1968 Conference Proceedings, U.S. Savings and Loan League, 1968, p. 7.

<sup>6</sup> Framleiðni vinnuafis er ávallt tengd innbyrðis hlutfalli framleiðsluþátta. Ef fjármagn vex hlutfallslega miðað við vinnuaflið mun það hækka jadarframleiðni vinnuafis á sama tíma og jadarframleiðni fjármagns lækkar.

hluti neysluvara innfluttur. Lífeyrissparnaður verður því sjálfkrafa til þess að minnka innflutning og skapa viðskiptaafgang. En þegar kemur að starfslokum skapast viðskipta-halli þegar eftirlaunaþegarnir hætta að skapa útflutningstekjur en munu áfram þurfa á innflutningi að halda til þess að standa undir neyslu.

Myntsamsetning lífeyriseigna skiptir því mjög miklu máli í þjóðhagslegu samhengi. Stórar kynslóðir eða stökk í framleiðni munu auka verulega bæði atvinnutekjur og sparnað sem ætti að öllu öðru óbreyttu að skapa viðskiptaafgang fyrir landið í heild. Ef komið er í veg fyrir að þessi afgangur verði fjárfestur jafnóðum í útlöndum mun gjald-eyrisinnflæðið sem skapast leiða til gengishækkunar gjaldmiðilsins og síðan aukins kaupmáttar í kjölfar þess að innfluttar vörur lækka í verði. Gengishækkunin mun bæði leiða til aukinnar einkaneyslu og breytts neyslumynsturs þar sem tiltölulega hagstæð-ara verður að kaupa innfluttar vörur fremur en innlendar.<sup>7</sup> Í ofanálag mun framleiðslu-skipun hagkerfisins breytast þar sem samkeppnisstaða útflutningsgreina versnar og áherslan færast á framleiðslu vara sem eru óskiptanlegar (non-tradables), s.s. þjónustu.<sup>8</sup> Í kjölfarið mun viðskiptaafgangurinn hverfa og í þjóðhagslegu samhengi hefur sparn-aður einnig horfið.

Kjarni málsins er þessi: Sjóðasöfnun lífeyriseigna í litlu opnu hagkerfi felur í raun í sér að gjaldeyris-skuldbinding skapast til framtíðar fyrir hagkerfið í heild sinni. Tilvonandi eftirlaunaþegar munu áfram þurfa að neyta erlendra vara þótt þeir hætta að stunda framleiðslustarfsemi. Ef þessari erlendu skuldbindingu er ekki mætt með samsvarandi uppbyggingu erlendra lífeyriseigna til þess að standa straum af innfluttri neyslu lífeyris-þega mun það skapa gjaldmiðlaójafnvægi. Slíkt mun gerast á löngum tíma og ekki verða talið sérstakt efnahagslegt vandamál á meðan stórkynslóðin er á vinnumarkaði, fram- leiðnivöxtur er viðunandi og sparnaðurinn hleðst upp. Hins vegar geta málin raknað mjög fljótt upp þegar eftirlaunatakan hefst og mjög stórir fæðingarárgangar detta út af vinnumarkaði. Í kjölfar þess skreppur sparnaður fremur hratt saman, grunnjöfnuður í utanríkisviðskiptum versnar og lausafjórðing vandamál skapast á gjaldeyrismarkaði, sem að öllu eðlilegu ætti að vera mætt með sölu erlendra lífeyriseigna. Ef erlendar eignir eru ekki til staðar mun skapast þrýstingur á gjaldeyrismarkaði og gengið lækkar verulega. Gengislækkunin mun lækka kaupmátt á vinnumarkaði og þannig þvinga fram minni innflutning. Aukin heldur mun lægra gengi hvetja áfram útflutning og letja innflutning og þannig skapa jafnvægi í viðskiptum við útlönd en við mun minni kaupmátt.

<sup>7</sup> Innan hagfræðinnar er oft talað um *hollensku veikina* sem hlýst af því þegar þjóð hefur útflutningsgrein sem veldur styrkingu gengis og veikingu annarra útflutningsgreina og veikir stöðu innlendra framleiðslu- greina í samkeppni við innflutning. Áhrifunum sem að framan er lýst svipar til þessara áhrifa.

<sup>8</sup> Venja er í hagfræði að skipta framleiðsluvörum í tvennt: Skiptanlegar vörur (tradables) og óskiptanlegar (non-tradables). Skiptanlegar vörur eru þær sem hægt er að flytja á milli landa og þær eru því annað- hvort útflutningsvörur eða samkeppnisvörur við innflutning. Óskiptanlegar vörur eru þær sem ekki er hægt að flytja á milli landa og eru því ekki í samkeppni við innflutning. Í þessum flokki er til að mynda þjónusta. Óskiptanlegar vörur eru oft á tíðum stuðningsvörur (complements) við erlendar vörur þar sem gríðarmikil þjónusta og umstang fylgir birgðahaldi, markaðssetningu og sölu þegar þær eru komnar inn í landið.

Í þessu dæmi hlýtur þjóðin í heild sinni að tapa á þeirri ráðstöfun að halda sparnaði inni í landinu og koma ekki viðskiptaafganginum úr landi í erlendar fjárfestingar þótt foreldrar stórkynslóðarinnar kunni að hagnast. Það segir sig einnig sjálf að það er óhagkvæmt að láta sveiflur í frjósemi ráða því hvort fjárfestingarverkefni séu hagkvæm eða hvaða kaupmáttarstig er ríkjandi. Þegar upp er staðið hefur átt sér stað millifærsla á milli kynslóða í sjóðasöfnunarkerfi sem er sambærileg við það sem gerist við gegnumstreymiskerfi og farið var yfir hér að ofan, þar sem hið opinbera safnaði saman iðgjöldum eftirstríðskynslóðarinnar og ráðstafaði í ýmis útgjöld í stað þess að leggja til hliðar.

## 2.3 Niðurstaða

Hægt er að draga ofangreinda umfjöllun saman í nokkrar megin niðurstöður.

Við fyrstu sýn ætti sjóðasöfnunarkerfi – ólíkt gegnumstreymiskerfi – að vera hlutlaust gagnvart kynslóðabreytingum. Það er ekki rétt nema að hluta. Í þjóðhagslegu samhengi mun sjóðasöfnun stórkynslóðar hafa gríðarmikil áhrif á eignar- og fjármagnsmarkaði ef fjármagnskerfið er lokað. Staðreyndin er sú að sjóðasöfnunarkerfi fær ákveðna eiginleika gegnumstreymiskerfis við setningu fjármagnshafta þar sem sveiflur í fæðingartíðni geta bæði valdið miklum millifærslum á milli kynslóða og kostnaðarsömum truflunum á gangi efnahagslífisins. *Erlendar fjárfestingar og alþjóðleg eignadreifing eru lykilskilyrðin fyrir því að sjóðasöfnunarkerfi geti skilað hlutverki sínu með fullnægjandi hætti og tryggt að eftirlaunataka stórra kynslóða valdi ekki verulegum ruðningsáhrifum í efnahagslífinu og rýri lífskjör þjóðarinnar í heild sinni.*

Erlend eignasöfnun ætti heldur ekki að vera vandkvæðum bundin með sjóðasöfnunarkerfi þar sem skylduiðgjöld til lífeyrissjóða skapa sjálfkrafa viðskiptaafgang með því að minnka neyslu og auka sparnað fólks. Viðskiptaafgangurinn skapar svigrúm til þess að flytja fjármagn út úr landi án þess að raska greiðslujöfnuði. *Sjóðasöfnunarkerfi skapar því sjálfkrafa svigrúm til erlendra fjárfestinga án þess að raska þjóðhagslegu jafnvægi. Raunar er það svo að ef viðskiptaafgangurinn sem sjóðasöfnunarkerfi skapar er ekki fjárfestur erlendis mun það valda þenslu og eignabólu í viðkomandi hagkerfi til skaða fyrir lífeyrisþega.*

Erlend eignasöfnun er enn þýðingarmeiri fyrir þau lönd sem eru sjálfstæð myntsvæði vegna lausafjárvandráða sem kunna að skapast við lífeyristöku. Sá grunnjöfnuður er yfirleitt til staðar á gjaldeyrismarkaði að fólk skapar gjaldeyri með störfum sínum á vinnumarkaði og eyðir gjaldeyri sem neytendur innfluttrar vöru. Gengisskráning landsgjaldmiðilsins sér síðan um að inntektir og úttektir gjaldeyris standist á. Þegar fólk hættir störfum hættir það að skapa gjaldeyri en neysla þess mun áfram verða til staðar á grundvelli lífeyrisgreiðslna. Þannig er mjög mikilvægt að hluti lífeyrisparnaðar sé í erlendri mynt til þess að gjaldeyri sé til staðar til að standa straum af hinum erlenda hluta af neyslu fólks á lífeyrisaldri. Ef nægjanlegar erlendar eignir eru ekki til staðar mun lífeyristaka stórkynslóðar skapa þrýsting á gjaldeyrismarkaði og veikja gengið. *Lífeyrisparnaður í erlendri mynt er því grunnforsenda fyrir því að halda*



*Stöðugleika á smærri mynsvæðum þar sem hlutdeild innflutnings er tiltölulega mikil af neyslu.*

Niðurstaða lífshlaupslíkansins er því sú að fullfjármagnað sjóðasöfnunarkerfi er ekki nægjanleg forsenda til þess að sveiflur í stærð kynslóða trufla ekki eðlilegan framgang fjárfestingar og sparnaðar né valdi millifærslum á milli kynslóða. En hve stórum hluta af lífeyriseignum þarf að koma í erlendar fjárfestingar til þess að tryggja bæði efnahagslegan stöðugleika og hlutleysi í lífeyrisgreiðslum á milli kynslóða? Við því er í sjálfu sér ekki einhlítt svar. Það er erfitt að áætla hver hin eðlilega eignastaða ætti að vera núna miðað við kynslóðajafnvægi þar sem margir aðrir þættir skipta máli. Til að mynda skiptir framleiðni miklu fyrir þróun atvinnutekna og raunvaxtastigið skiptir miklu um það hvað hratt gengur á lífeyriseignir eftirlaunaþega.

Ef lífshlaupslíkanið er tekið bókstaflega ætti að fjárfesta allan sparnað erlendis sem er umfram langtíma kynslóðajafnvægi. Það felur í sér að eftir að eignastaða lífeyrissjóðakerfisins hefur náð þeirri stöðu sem samræmist kynslóðajafnvægi þá eigi að veita öllum aukasparnaði úr landi. Þannig gefur kynslóðalíkanið ekki upp eitt fast hlutfall erlendra eigna heldur veltur æskilegt eignahlutfall á kynslóðajafnvæginu. Ef hugartilraunin með stórkynslóðina er aftur endurtekin þá ætti erlendir eignarhluti lífeyrisskerfisins að vera lítil sem enginn í upphafi en vaxa með hverju ári sem stórkynslóðin er á vinnumarkaði og ná hámarki rétt í þann mund sem hún kemst á eftirlaun. Þá er líka gulltryggt að sá aukasparnaður sem rekja má til tímabundinnar aukningar í frjósemi mun ekki raska innlendum fjármálamörkuðum.

Hins vegar, ef titið er á málin frá sjónarhóli greiðslujafnaðar, er hægt að leiða út þá einföldu þumalfingursreglu að lífeyrissparnaður eigi að hafa sömu mynssamsetningu og almenn einkaneysla viðkomandi lands. Það felur í raun í sér að hver tilvonandi lífeyrisþegi safnar upp erlendum gjaldeyri til þess að eiga fyrir þeim innfluttu vörum sem hann mun neyta á eftirlaunum. Sé þessari reglu fylgt ætti sjóðasöfnun stórkynslóða að vera hlutlaus frá sjónarhóli gjaldeyrismarkaðarins. En þá er jafnframt farið aðeins út fyrir hinar einföldu forsendur lífshlaupslíkansins þar sem lífeyrissparnaður er eina sparnaðarmyndunin í efnahagslífinu.

Hins vegar eru ýmsar aðrar forsendur sem kalla eftir alþjóðlegri eignadreifingu lífeyrissparnaðar og þá helst viðmið um áhættudreifingu. Þau málefni verða tekin fyrir í næsta kafla.

## Kafli 3.

# Sagan um eggin og körfurnar

### 3.1 Áhættudreifing og samval verðbréfa

Í engilsaxnesku máli er venja að tala um lífeyrissparnað sem *hreiðuregg* (nest egg). Nafnið er dregið af þeirri gömlu venju að marka varpstað fyrir hænu, eða aðra húsfugla, með því útbúa hreiður og koma eggjum þar fyrir. En um leið og eitt egg er þar komið mun hænan venja komur sína á hreiðrið til þess að verpa. Þetta *hreiðuregg* getur verið bæði raunverulegt eða manngert, en það er nauðsynlegt í upphafi til þess að gera hreiðrið að varpstað. Af þessu er líkingin dregin; lífeyrissparnaði er líkt við varp þar sem búið er til hreiður þar sem eggin safnast fyrir á löngum tíma á einum stað, og síðan er hægt að ganga að þeim þegar kemur að eftirlaunum.

Þessi lýsandi málvenja um hreiður og varp hefur síðan orðið rótin að dæmisögunni um eggin og körfurnar; að viturlegra sé að tína eggin í margar körfur svo ein bylta verði ekki til þess að brjóta þau öll á leiðinni í hús. Þessa dæmisögu þekkja allir sem hafa komið nálægt eignastýringu eða fjármálum, og hún lýsir mjög mjög vel þýðingu áhættudreifingar í fjárfestingum. Það er einnig verra að brjóta lífeyrisegg en mörg önnur egg þar sem þeim er ætlað að framfleyta fólki sem hefur ekki atvinnutekjur.

Raunar ætti ekki að þurfa annað til en segja söguna um körfuna og eggin til þess að rökstyðja alþjóðlega eignadreifingu lífeyrissjóða. Fyrir það fyrsta er mikil fylgni til staðar á milli ólíkra eignamarkaða innan sama lands og óháð því hvaða innlent sparnaðarform er valið verður landsáhættan yfirgnæfandi í eignasafninu, ef erlend eignadreifing er ekki til staðar. En auk þess er einnig mikil fylgni á milli atvinnutekna og gangs fjármálamarkaða innan sama hagkerfis. Þannig eru launþegar líklegir til þess að verða ekki aðeins fyrir atvinnu- og tekjutapi við efnahagslegt áfall heldur einnig eignatapi í sama áhlaupi, ef öllum lífeyriseggjunum hefur verið raðað í körfur innan sama lands. Það er því gríðarlegur ávinningur fyrir launþega að geta fjárfest lífeyrissparnaði sínum utan þess vinnumarkaðar sem þeir sjálfir stunda. Byltan sem íslenskir eign- og vinnumarkaðir urðu fyrir í hruninu árið 2008 ætti að færa heim sanninn um þýðingu þeirrar áhættudreifingar sem erlendar fjárfestingar skapa.

Hins vegar má velta þeirri spurningu upp hve mikið þurfi að fjárfesta erlendis til þess að stilla af samband ávöxtunar og áhættu með sem hagstæðustum hætti. Ein mest notaða kenningin við mat á áhættudreifingu og æskilegri samsetningu eignasafna er kenningin um samval verðbréfa (modern portfolio theory, MPT) sem Harry Max Markowitz setti fram árið 1952.<sup>1</sup> Inntak samvalskeningarinnar er það að mögulegt sé að draga úr

<sup>1</sup> Sjá Markowitz, H.M. "Portfolio Selection". *The Journal of Finance* 7 (1): 77-91. 1952. Markowitz vann Nóbelsverðlaunin í hagfræði árið 1990 fyrir samvalskeninguna og aðrar rannsóknir á markaðsáhættu.

áhættu í eignasafni, upp að vissu marki, án þess að gefa eftir vænta ávöxtun, einfaldlega með því að fjölga verðbréfum í safninu, sem er í daglegu tali kallað áhættudreifing. Ástæða þess er sú að sjaldan er fullkomin fylgni milli ávöxtunar tveggja mismunandi verðbréfa og með því að búa til eignasafn með mörgum tegundum verðbréfa mun væntur breytileiki eða dreifni (variance) safnsins minnka og líkurnar á miklu eignatjóni minnka með nákvæmlega sama hætti og fjölgun karfa minnkar líkurnar á stóru eggjabroti. Kenningunni má beita annaðhvort á einstök verðbréf eða eignaflokka og er áhættan skilgreind sem flökt eða staðalfrávik ávöxtunar. Þegar samvalskeningunni er beitt eru niðurstöðurnar yfirleitt settar fram sem svokallað framfall (efficient frontier) sem sýnir hagkvæmstu samsetningu eignasafns að teknu tilliti til væntar ávöxtunar og áhættu. Nánar tiltekið sýnir framfallið fyrir gefið áhættustig (flökt ávöxtunar) það safn verðbréfa sem gefur hæstu vænta ávöxtun.

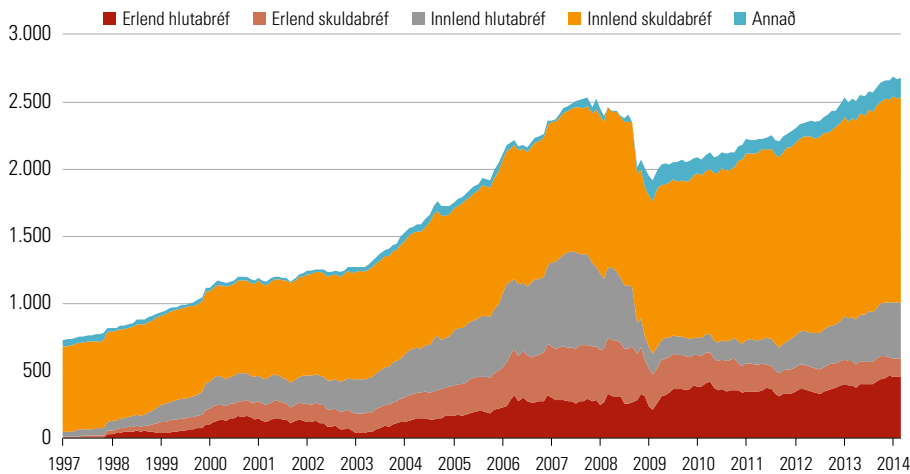
Samvalskeningin gefur að einhverju leyti ný viðmið fyrir val á fjármálaeignum þar sem áhætta og ávöxtun tiltekins verðbréfs verða ekki lengur aðalmálið heldur skiptir *fylgni bréfsins við tilgreint eignasafn* einnig máli. Þau verðbréf sem hafa lága fylgni, eða jafnvel neikvæða, við eignasafnið geta því lækkað heildaráhættu safnsins verulega og verða af þeim sökum eftirsóknarverður fjárfestingarkostur jafnvel þótt ávöxtunin sé tiltölulega lág. Það er einnig velþekkt niðurstaða í samvalsfræðum að hægt er að ná umtalsverðri áhættudreifingu með því að velja saman ólíka eignarflokka innan sama fjármálakerfisins. Í samvalskeningunni er sá hluti áhættunnar sem unnt er að eyða með áhættudreifingu kallaður sértæk áhætta eða fyrirtækjaáhætta en sú áhætta sem eftir stendur í vel dreifðu eignasafni, og ekki er hægt að eyða með áhættudreifingu, kölluð markaðsáhætta eða kerfisáhætta. Í eignasafni af innlendum verðbréfum mun innlend markaðsáhætta því ávallt standa eftir og úr henni verður aðeins dregið með því að bæta erlendum eignum í safnið.

Eins og flestar kenningar innan fjármálafræða hefur samvalskeningin sætt nokkurri gagnrýni undanfarin ár og efasemdir hafa komið fram um forsendur hennar en þrátt fyrir það er hún enn einna mest notaða aðferðin við að meta áhættu og áhættudreifingu í verðbréfasöfnum. Hér mun kenningunni beitt til þess að greina hagfelldustu eignasamsetningu íslenskra lífeyrissjóða með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Eignasafni lífeyrissjóðanna er skipt í fjóra eignaflokka: Erlend hlutabréf, erlend skuldabréf, innlend hlutabréf og innlend skuldabréf, og síðan er reiknað framfall fyrir þessa flokka. Líttill hluti eignasafns lífeyrissjóðanna fellur utan þessarar flokkaskiptingar og er þar aðallega um að ræða innstæður í bönkum og afleiður. Sá flokkur er kallaður aðrar eignir. Hér er byggt á gögnum frá Seðlabanka Íslands en flokkunin er samt ekki nógu ítarleg til þess að sýna fyllilega skiptingu erlendraigna milli skuldabréfa og hlutabréfa.

Þróun þessara fjögurra eignaflokka hjá lífeyrissjóðunum er dregin upp á mynd 3.1 (miðað við fjárhæðigna) og mynd 3.2 (miðað við hlutfallslegt vægi) hér að neðan. Það vekur strax athygli að bein fjárfesting í erlendum skuldabréfum hefur alltaf verið mjög lítt; hæst fór hún í 2,2% um mitt ár 2009 en hefur farið minnkandi síðan og var aðeins 0,17% í upphafi árs 2014. Þetta má hugsanlega rekja annars vegar til þess að sögulega hefur vaxtamunur milli Íslands og annarra landa almennt verið mjög hár og hins vegar til mismunandi meðhöndlunar hlutabréfa og skuldabréfa í tryggingafræðilegri athugun lífeyrissjóða. Fjárfesting lífeyrissjóða í erlendum skuldabréfum hefur að mestu farið í

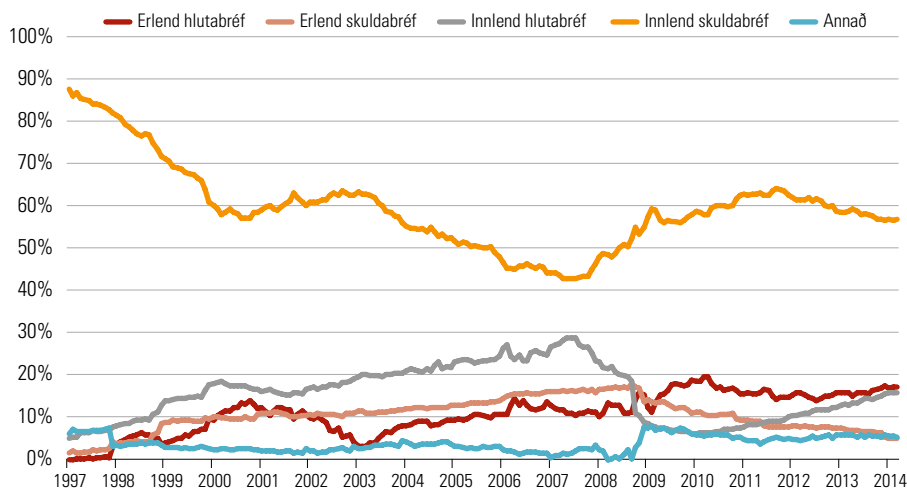
gegnum erlenda skuldabréfasjóði eða blandaða sjóði af hlutabréfum og skuldabréfum. Hér er gert ráð fyrir að öll eign lífeyrissjóðanna sem flokkuð er sem skuldabréfa- og blandaðir sjóðir í gögnum Seðlabankans sé í erlendum skuldabréfum. Þessi nálgun getur leitt til ofmats á eign sjóðanna í erlendum skuldabréfum á kostnað erlendra hlutabréfa. Hins vegar sést einnig að stærstu eignaflokkarnir eru annars vegar innlend skuldabréf og síðan erlend hlutabréf.

**Mynd 3.1** Hrein eign til greiðslu lífeyris frá janúar 1997 til mars 2014 í milljörðum króna á verðlagi í árslok 2013.



Heimild: Seðlabanki Íslands og eigin útreikningar.

**Mynd 3.2** Hlutfallsleg skipting á hreinni eign til greiðslu lífeyris á eignaflokka frá janúar 1997 til mars 2014.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Innlend skuldabréf hafa alltaf verið langstærsti eignaflokkur lífeyrissjóðanna og oftast nær yfir helmingur af eignum þeirra. Í upphafi tímabilsins, árið 1997, námu þau tæpum 90% af eignasafni sjóðanna en hlutdeild þeirra lækkaði jafnt og þétt allt til júní 2007 þegar hún náði lágmarki í tæpum 43%. Eftir það tók hún að vaxa hratt á ný og náði hámarki í 64,2% á seinni hluta ársins 2011. Eftir það hefur hún aftur minnkað stöðugt vegna aukinnar hlutdeildar innlendra hlutabréfa og í lok árs 2013 var hún komin niður í 56,5%. Athygli vekur einnig hve mikið aðrar fjárfestingar sjóðanna jukust á árinu 2008 en hér er einkum um að ræða bankainnstæður. Bankainnstæður lífeyrissjóða jukust úr 36 milljörðum króna í upphafi ársins 2008 í 170 milljarða í lok þess árs. Að hluta til má rekja þessa aukningu annars vegar til aukinna vinsælda sjóðsdeilda sem binda allar eignir eða stóran hluta þeirra í innlánnum og hins vegar til þeirrar staðreyndar að fyrstu mánuðina eftir hrun var úrval fjárfestingakosta á innlendum markaði afar fábrotið.

## 3.2 Hver er hagstæðasta eignadreifingin?

Kenningin um samval verðbréfa horfir til ávöxtunar eignasafns yfir tiltekið fyrirfram skilgreint fjárfestingartímabil og tekur til ávöxtunar hvers verðbréfs eða eignaflokks í tiltekinni mynt. Áður en aðferðinni er beitt þarf því að velja lengd fjárfestingartímabilsins annars vegar og viðmiðunarmyntina hins vegar.

Lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar, þeir fjárfesta fyrir hönd sjóðfélaga sinna til að eiga fyrir lífeyrisgreiðslum þegar þeir eru komnir á eftirlaun. Því má færa rök fyrir því að fjárfestingartímabil lífeyrissjóða sé mælt í tugum ára. Hins vegar eru sjóðfélagar þeirra á mismunandi æviskeiðum, sumir eiga langt til langt til eftirlauna, aðrir stutt og enn aðrir hafa þegar hafið töku lífeyris. Þá þurfa íslenskir lífeyrissjóðir samkvæmt lögum að breyta réttindum sjóðfélaga sinna að teknu tilliti til stöðu lífeyrissjóðsins í lok hvers árs. Íslenskir lífeyrissjóðir þurfa því einnig að huga að skammtímasveiflum í eignasafni sínu. Að teknu tilliti til alls þessa er hér gert ráð fyrir að fjárfestingartímabil lífeyrissjóðs sé eitt ár.

Íslenskir lífeyrissjóðir greiða sjóðfélögum sínum lífeyri í íslenskum krónum. Samkvæmt lögum um lífeyrissjóði skal mánaðarlegur lífeyrir vera verðtryggður og breytast til samræmis við breytingu á vísitölu neysluverðs. Þá skal, samkvæmt sömu lögum og reglugerð sem sett er á grundvelli þeirra, tryggingafræðileg athugun á sjóðnum byggjast á 3,5% raunávöxtunarkröfu. Með hliðsjón af þessu eru því eðlileg viðmiðunarmynt íslenskra lífeyrissjóða verðtryggð íslensk króna og er hér gert ráð fyrir því. Tölur um vænta ávöxtun og flökt ávöxtunar eru því allar miðaðar við raunávöxtun í íslenskum krónum.

Í annan stað þarf að gefa sér forsendur annars vegar um vænta ávöxtun eignaflokka og hins vegar um flökt og fylgni ávöxtunar milli eignaflokka. Niðurstöðurnar eru mjög háðar þessum forsendum. Fyrir forsendur um vænta ávöxtun eignaflokka er oft horft til sögulegrar ávöxtunar eignaflokkanna yfir langt tímabil. Hér er miðað við forsendur um ávöxtun eignaflokka eins og gefið er í töflu 3.1.

**Tafla 3.1 Forsendur um vænta ávöxtun eignaflokka. Ávöxtunartölur eru raunávöxtun í íslenskum krónum.**

Eignaflokkur	Vænt ávöxtun
Innlend skuldabréf	3%
Innlend hlutabréf	8%
Erlend skuldabréf	2%
Erlend hlutabréf	6%

Í töflu 3.1 kemur fram að gert er ráð fyrir hærri væntri raunávöxtun af innlendum verðbréfum en erlendum, 1% hærri fyrir innlend skuldabréf en erlend og 2% hærri fyrir innlend hlutabréf en erlend. Rökstyðja má þessa forsendu annars vegar með því að innlendi markaðurinn sé smár og óskilvirkur í samanburði við erlenda markaði og hins vegar með því að sögulega sé raunvaxtamunur milli Íslands og umheimsins, svokallað landsálag. Vel þekkt er að ávöxtun hlutabréfa smárra fyrirtækja er almennt hærri en hlutabréfa stærri fyrirtækja.<sup>2</sup> Hins vegar má réttilega spyrja hvort rökrétt sé að innlendir verðbréfamarkaður geti til langs tíma skilað hærri ávöxtun en erlendir markaðir. Vegna þessa er síðar slakað á þessari forsendu og skoðuð áhrif þess ef forsendan er sú að vænt ávöxtun innlendra og erlendra verðbréfa sé hin sama. Til að setja fram forsendur um flökt ávöxtunar eignaflokka og fylgni milli ávöxtunar þeirra er horft til sögulegrar ávöxtunar nokkurra vísitalna sem geta talist fulltrúar eignaflokkanna. Fyrir innlend skuldabréf er miðað við skuldabréfavísitöluna GAMMA: Government Bond, fyrir innlend hlutabréf er miðað við hlutabréfavísitölu Gamma, fyrir erlend skuldabréf er miðað við skuldabréfavísitölu Barclays sem nefnist Barclays Bond Composite Global, og fyrir erlend hlutabréf er miðað við hlutabréfavísitölu MSCI sem nefnist MSCI World Gross.

Gengi hvernar vísitölu er umreiknað yfir í verðtryggða íslenska krónu með því að margfalda með gengi krónunnar gagnvart gjaldmiðli hvernar vísitölu og deila með vísitölu neysluverðs frá 1. janúar 2009 til 1. maí 2014. Þá er mánaðarleg raunávöxtun hvernar vísitölu yfir sama tímabil reiknuð út og þannig fengnar 64 ávöxtunartölur fyrir hverja vísitölu. Þá er annars vegar staðalfrávik ávöxtunar hvernar vísitölu og hins vegar fylgni ávöxtunar sérhverra tveggja vísitalna reiknað og fært á ársgrundvöll með því að margfalda með  $\sqrt{12}$ . Niðurstaðan fyrir flökt raunávöxtunar hvernar vísitölu er gefin í töflu 3.2.

**Tafla 3.2 Sögulegt flökt raunávöxtunar viðmiðunarvísitalna í íslenskum krónum. Byggt á mánaðarlegri ávöxtun á tímabilinu 1. janúar 2009 til 1. maí 2014.**

Flokkur	Viðmiðunarvísitala	Flökt
Innlend skuldabréf	GAMMA: Government Bond	6,1%
Innlend hlutabréf	Hlutabréfavísitala Gamma	22,0%
Erlend skuldabréf	Barclays Bond Composite Global	9,4%
Erlend hlutabréf	MSCI World Gross	17,2%

<sup>2</sup> Sjá t.d. Fama, E.F. & French, K.R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. The Journal of Finance. 50(1): 131-155.

Rétt er að áréttu að þetta reiknaða sögulega flökt á ávöxtun vísitalnanna tekur tillit til flökts erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu sem leiðir til þess að flökt erlendu eignaflokkanna er hærra en ella. Ef flökt erlendu vísitalnanna er reiknað í mynt þeirra er það talsvert lægra. Með þessum hætti er flöktið mælikvarði á áhættu erlendu eignaflokkanna með tilliti til viðmiðs í verðtryggðum íslenskum krónum. Fylgni ávöxtunar reiknað með þessum hætti er gefið í töflu 3.3.

**Tafla 3.3** Söguleg fylgni raunávöxtunar viðmiðunarvísitalna í íslenskum krónum. Byggt á mánaðarlegri ávöxtun á tímabilinu 1. janúar 2009 til 1. maí 2014.

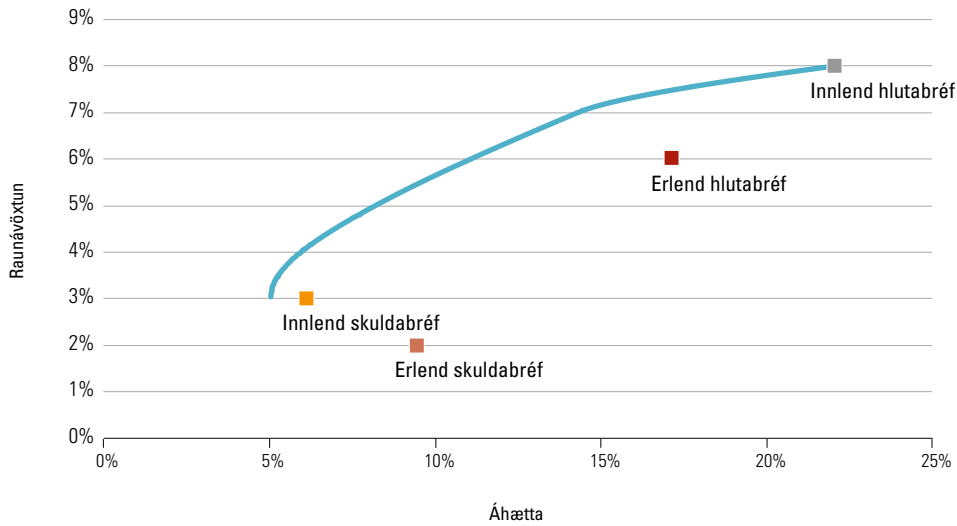
	Erlend hlutabréf	Erlend skuldabréf	Innlend hlutabréf
Erlend skuldabréf	18,0%		
Innlend hlutabréf	4,9%	-14,0%	
Innlend skuldabréf	5,3%	0,0%	16,3%

Úr töflunni má sem dæmi lesa að að fylgni milli erlendra hlutabréfa og skuldabréfa var 18% á tímabilinu og fylgni milli innlendra hlutabréfa og skuldabréfa var nokkuð svipuð, eða 16,3%. Lítil sem engin fylgni var hins vegar milli erlendra og innlendra skuldabréfa á tímabilinu og fylgni milli innlendra hlutabréfa og erlendra skuldabréfa var neikvæð um 14%. Þessi litla fylgni erlendra skuldabréfa við innlend skuldabréf og neikvæð fylgni þeirra við innlend hlutabréf þýðir að þrátt fyrir lága vænta ávöxtun eignaflokksins er mikilvægi hans vegna áhættudreifingar mikið í eignasafni sem inniheldur innlend verðbréf.

Niðurstöður framfallsgreiningar eftir ofangreindum forsendum eru sýndar á myndum 3.3 og 3.4 hér að neðan miðað við fjóra eignaflokka. Bláa línan á mynd 3.3 sýnir framfall eignasafna sem eru hagkvæmstu eignasöfnin í þeim skilningi að þau gefa hæsta vænta raunávöxtun fyrir gefna áhættu. Inn á myndina eru einnig merkt eignasöfn sem samanstanda eingöngu af eignum úr einum eignaflokki. Hér sést til að mynda að áhættuminnsti eignaflokkurinn af þeim fjórum sem hér eru til skoðunar eru innlend skuldabréf með árlegt flökt upp á 6,1%. Eignasafn sem samanstendur eingöngu af innlendum skuldabréfum er því með vænta ávöxtun 3% og er merkt „Innlend skuldabréf“ á mynd 3.3. Niðurstaðan er því sú að annaðhvort má ná sömu væntu ávöxtun með minni áhættu með því að fara til vinstri að framfallinu, eða ná hærri væntri ávöxtun með sömu áhættu með því að fara beint upp að framfallinu.

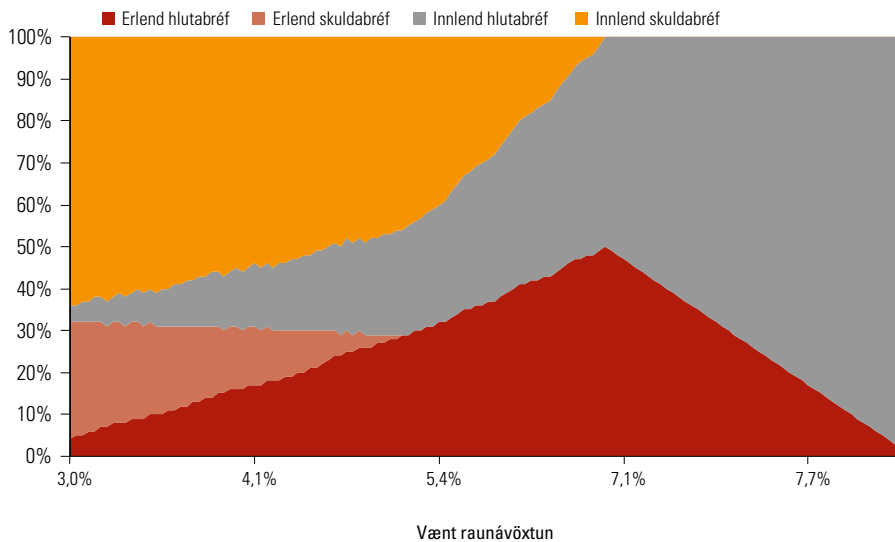
Mynd 3.4 sýnir samsetningu allra eignasafna á framfallinu. Af myndinni má sjá að fyrir utan allra áhættumestu söfnin sem eru eingöngu samsett úr erlendum og innlendum hlutabréfum er sérhvert eignasafn á framfallinu samsett þannig að minnst 30% þess eru í erlendum verðbréfum, án tillits til væntrar raunávöxtunar og áhættu. Fyrirnefnt mikilvægi erlendra skuldabréfa til áhættudreifingar kemur skýrt fram í því að áhættuminnstu söfnin á framfallinu innihalda hátt hlutfall erlendra skuldabréfa.

**Mynd 3.3** Framfall íslenskra eignasafna. Á x-ás er áhætta, sem er flökt eignasafnsins, og á y-ás er vænt raunávöxtun eignasafnsins.



Heimild: Eigin útreikningar.

**Mynd 3.4** Samsetning eignasafna á framfalli. Myndin sýnir hagkvæmstu samsetningu eignasafns fyrir gefna vænta raunávöxtun.



Heimild: Eigin útreikningar.



Af mynd 3.4 má sjá að vægi innlendra eigna í eignasöfnunum á framfallinu er að lágmarki 50% og allt að 70% fyrir áhættuminnstu eignasöfnin og allt að 100% fyrir þau áhættumestu. Fyrir þessu eru einkum tvær ástæður sem báðar gefa innlendum eignum ákveðið forskot á erlendu eignirnar.

Fyrri ástæðan er sú að viðmiðunarmyntin í greiningunni er verðtryggð íslensk króna. Þrátt fyrir að ákveðin verðbólguvörn felist í erlendum eignum, því gengisfall krónunnar mun skila sér á endanum með hærra innlendu verðlagi, þá er sú vörn einkum til lengri tíma því skammtímasveiflur í gjaldmiðlum koma ekki strax fram sem aukin verðbólga. Þannig teljast erlendar eignir áhættumeiri til skamms tíma vegna sveiflna í gengi erlendra gjaldmiðla þrátt fyrir að til meðallangs og langs tíma sé ákaflega sterk fylgni á milli gengisáhættu og verðbólguáhættu hérlendis, einkum þegar um snarpar gengishreyfingar er að ræða. Þá er stór hluti af skuldabréfavísitölu GAMMA byggður á verðtryggðum skuldabréfum, sem gefa mjög góða vörn gegn verðbólgu, og því teljast innlend skuldabréf sérstaklega áhættulítill þegar viðmiðunarmyntin er verðtryggð króna. Þannig má segja að valið á viðmiðunarmyntinni skapi raunverulegt forskot innlendra eigna á við erlendar miðað við uppgjörsreglur íslenskra lífeyrissjóða.

Seinni ástæðan er hins vegar sú að ein forsenda greiningarinnar er að innlendar eignir gefi hærri vænta raunávöxtun en erlendar og efast má um hvort hún sé raunhæf. Vegna þess er áhugavert að slaka á þessari forsendu og skoða áhrif þess að vænt ávöxtun innlendra og erlendra verðbréfa sé sú sama.

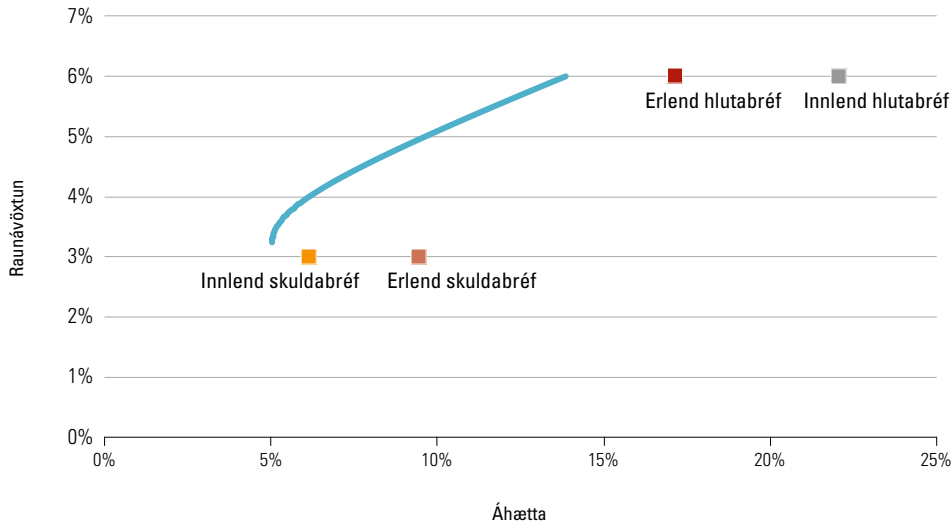
### 3.3 Er hádegisverðurinn ókeypis?

Ein helsta forsenda bæði hagfræði og fjármála er sú að *hádegisverðurinn sé aldrei ókeypis* í þeirri merkingu að áhættulaus högnunartækifæri (risk free arbitrage) séu aldrei til staðar á fjármálamörkuðum þegar litið er til einstakra eigna. Kjarninn í þeirri forsendu er sá að ef eitthvert verðbréf gefur mjög háa ávöxtun geti það aðeins stafað af því að samsvarandi áhætta fylgi með í kaupunum; þannig sé raunveruleg *áhættuleiðrétt vænt ávöxtun* ekki hærri en þekkist meðal annarra fjármálaeigna. Í þessu samhengi má velta fyrir sér hvort það geti talist eðlileg forsenda að ávöxtun íslenskra fjármálaeigna geti stöðugt verið 1-2 prósentum hærri en þekkist á erlendum mörkuðum, eða hvort hér sé einfaldlega verið að taka álag – eins konar tryggingarpremiu – fyrir áhættu. Það felur í sér að sá langtímavaxtamunur sem er til staðar hljóti að vera endurgjald fyrir áhættu, vegna verðbólgu, óstöðugleika, skorts á seljanleika, kerfisáhættu, gjaldmiðlaáhættu eða annars álíka. Þessi vaxtauppbót getur því litið vel út og fjárfestar notið hærri ávöxtunar hérlendis en þekkist erlendis um einhvern tíma allt þar til þessi umframárðsemi þurrkast út, og jafnvel gott betur, þegar næsta áfall ríður yfir. Það má jafnvel velta upp þeirri spurningu hvort fjármagnshöft á Íslandi, mikill innlendir sparnaður og takmarkaðir fjárfestingarkostir hafi ekki nú þegar haft áhrif á ávöxtunarkröfu til lækkunar og vænt raunávöxtun innlendra eigna sé þess vegna orðin svipuð eða lægri en þekkist erlendis. Í öllu falli er það andstætt hugmyndum um skilvirkni markaða að einn markaður geti kerfisbundið skilað hærri ávöxtun án þess að einhver böggull fylgi skammrifi.

Það er því fyllsta ástæða til þess að endurtaka samval verðbréfa fyrir íslenska lífeyrissjóði miðað við þá forsendu að vænt ávöxtun innlendra og erlendra verðbréfa sé sú sama, nánar tiltekið að skuldabréf skili 3% ávöxtun og hlutabréf 6%. Allar aðrar forsendur eru óbreyttar. Innlend verðbréf hafa samt sem áður, eins og fyrr segir, ákveðið forskot að því leyti að viðmiðunarmyntin er verðtryggð íslensk króna og því eru innlend verðbréf áhættuminni ef áhættumælikvarði er flókt ávöxtunar.

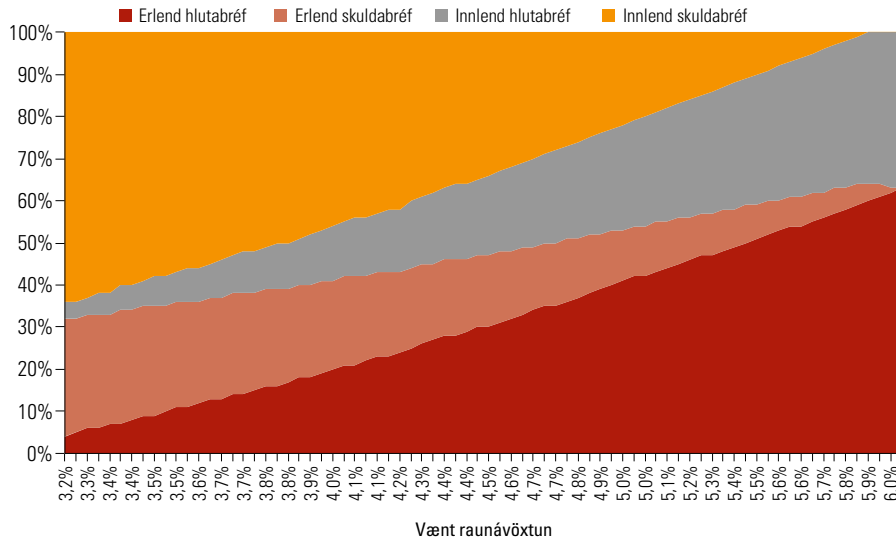
Myndir 3.5 og 3.6 sýna niðurstöðuna að gefnum þessum breyttu forsendum og er hún nokkuð frábrugðin fyrri niðurstöðu. Hlutfall erlendra eigna í hagkvæmasta eignasafninu er nú að lágmarki rúm 30% en við vænta raunávöxtun í kringum 4% er hlutfallið orðið nær 40%. Þá eru áhættumestu söfnin ekki lengur samsett að stærstum hluta úr innlendum hlutabréfum heldur nokkuð jafnri blöndu af innlendum og erlendum hlutabréfum.

**Mynd 3.5** Framfall íslenskra eignasafna að því gefnu að ávöxtun innlendra og erlendra eigna sé hin sama. Á x-ás er áhætta, sem er flókt eignasafnsins, og á y-ás er vænt raunávöxtun eignasafnsins.



Heimild: Eigin útreikningar.

**Mynd 3.6** Samsetning eignasafna á framfalli miðað við forsendur um sömu vænta ávöxtun innlendra og erlendra verðbréfa. Myndin sýnir hagkvæmstu samsetningu eignasafns fyrir gefna vænta raunávöxtun.



Heimild: Eigin útreikningar.

Samkvæmt klassískum kenningum um samval verðbréfa og að gefnum þeim forsendum að vænt raunávöxtun innlendra verðbréfa sé 1-2% hærrí en sambærilegra erlendra verðbréfa ætti hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna því að vera að lágmarki um 30% en að gefnum þeim forsendum að vænt raunávöxtun innlendra og erlendra verðbréfa sé sambærileg ætti hlutfallið að vera nær 40%. Víki samsetning eignasafns lífeyrissjóðs mikið frá þessu hlutfalli þýðir það að safnið er ekki á framfallinu og því mætti annaðhvort minnka áhættu þess miðað við sömu væntu ávöxtun eða auka vænta ávöxtun þess án þess að auka áhættu safnsins. Hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna í heild var um 22,4% í lok árs 2013. Samkvæmt þessum niðurstöðum geta íslenskir lífeyrissjóðir því annaðhvort dregið úr áhættu eignasafnsins í heild án þess að fórna væntri ávöxtun eða aukið vænta ávöxtun þess án meiri áhættu með því að auka hlutfall erlendra eigna upp í 30-40%.

Rétt er að áréttá að í líkaninu er áhætta skilgreind sem sveiflur í ávöxtun. Ekkert tillit er í raun tekið til ýmissar annars konar áhættu, eins og seljanleikaáhættu, stærðar safnsins sem hlutfall af heildarmarkaðnum og hættu á heildarhruni markaðarins eins og raunin varð með íslenska hlutabréfamarkaðinn haustið 2008. Niðurstöðunum má því aðeins taka sem innleggi í heildstæðari greiningu á eignasafninu, sérstaklega þegar um er að ræða fjárfesta eins og íslenska lífeyrissjóði sem eru mjög umfangsmiklir á innlendum verðbréfamarkaði. Niðurstaðan er sú að án tillits til þessara sérstöku áhættuþátta innlenda markaðarins ætti hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna að vera að lágmarki 30-40%.

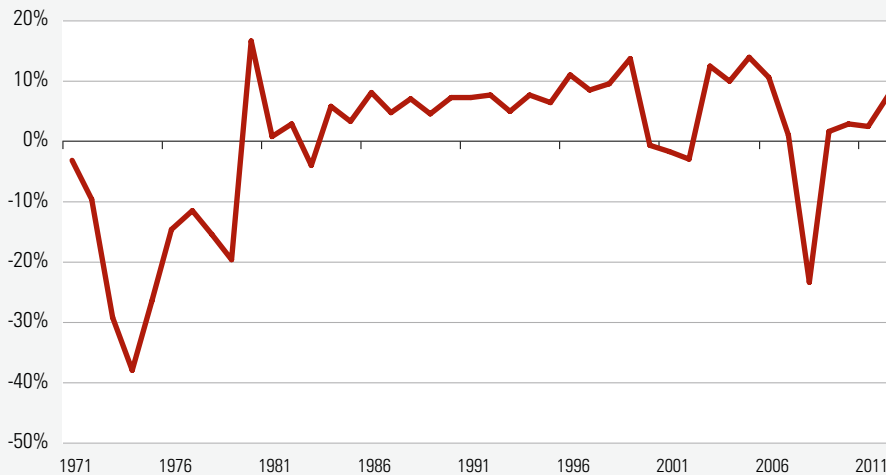
## Box 3.1

## Annus Horribilis eða Anni Mirabilis?

Það má með sanni kalla 2008 hörmungarár, eða *Annus Horribilis*, á íslenskum eignamörkuðum. Raunar var þetta ár ákaflega slæmt um allan hinn vestræna heim, en Ísland er í sérflokki þar sem hér varð kerfisbundið bankahrun og markaðir með hlutabréf og fyrirtækjaskuldabréf þurrkuðustu nær út.

Raunávöxtun íslenskra lífeyrissjóða var -23% hrunárið mikla. Ef litið er aftur í tímann fer því fjarri að þetta ár hafi verið það versta í sögu sjóðanna. Árið 2008 er raunar aðeins fjórða versta árið í röðinni á eftir 1974 (-38%), 1973 (-29,1%) og síðan 1975 (-26,5%). Og raunar ef litið er yfir áttunda áratuginn þá var raunávöxtun lífeyrissjóðanna -10% eða lægri á hverju ári yfir sjö ára tímabil, frá 1972 til 1979, eins og glögglega má sjá af mynd 3.7 hér að neðan. En á þessum tíma var vöxtum haldið föstum af stjórnvöldum með lagaboði á sama tíma og verðbólgan geisaði. Slæma ávöxtun árið 2008 verður líka að meta í ljósi margra góðra ára, *Anni Mirabilis*, sem komu á undan. Til að mynda var raunávöxtun lífeyriseigna 10% eða hærri um fjögurra ára skeið, á milli 2003 og 2006. Það sýnir líklega svart á hvítu að sú umframávöxtun sem hefur verið til staðar héraendis skýrist af meiri áhættu, eins og fjallað er um kafla 3.3. Þannig sé áhættuleiðrétt ávöxtun ekki hærri hér en ytra.

## Mynd 3.7 Árleg raunávöxtun íslenskra lífeyrissjóða frá 1971 til 2012.



Heimild: Gyflí Magnússon, *Söguleg ávöxtun íslenskra lífeyrissjóða*, Þjóðarspejillinn XIV, október 2013

### Box 3.1

Þegar litið er yfir farinn veg er vart hægt að segja annað en árið 2008 sé árið sem alþjóðleg eignadreifing sannaði gildi sitt þar sem mjög auðveldlega hefði verið hægt að sjá fyrir meira tap en raun bar vitni. Það sem einnig skipti sköpum fyrir lífeyrissjóðina á hrunárinu var verðtrygging eigna. Verðtryggingu var upphaflega komið á með Ólafslögum árið 1979 og hún batt endann á hinn mikla eignabruna áttunda áratugarins sem áður er minnst á. Hún hefur frá þeim tíma verið ein helsta vörn íslenskra lífeyrissjóða gagnvart verðbólguáhættu, sem er þeim sérstaklega skæð sökum þess að samkvæmt lögum eru lífeyrisréttindi verðtryggð. Verðbólguaskellir hækka því sjálfkrafa skuldbindingar sjóðanna. Raunar er það svo að mjög mikil fylgni er á milli gengis og verðlags hérlendis sem veldur því að gengistrygging með kaupum á erlendum eignum stendur mjög nálægt verðtryggingu sem verðbólguvörn, að minnsta kosti til meðallangs tíma. Það stendur því á endum að ef verðtrygging yrði bönnuð með lögum hérlendis yrði hvatinn til erlendra fjárfestinga enn meiri fyrir lífeyrissjóðina í ljósi samsetningar skuldahliðar þeirra.

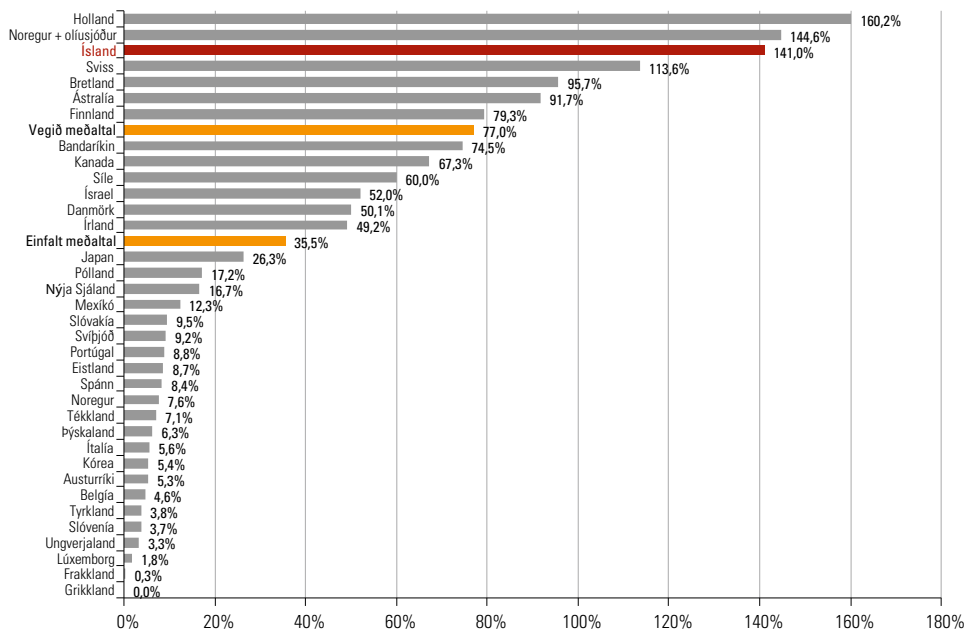
## 3.4 Erlendur samanburður

Ein leið til þess að meta eignadreifingu íslenskra lífeyrissjóða er einfaldlega að skoða hana í samhengi við eignastöðu sambærilegra sjóða erlendis. Lífeyriskerfi landa innan OECD eru mjög mismunandi og gegnumstreymiskerfi er ráðandi víðast hvar eins og fjallað var um í kafla 1. Við samanburð á hlutfalli erlendra eigna er því mikilvægt að horfa til lífeyriskerfa sem eru sambærileg íslenska kerfinu hvað varðar mikilvægi sjóðasöfnunar og stærðar eignasafnsins miðað við landsframleiðslu. Á mynd 3.8 hér að neðan sést stærð eignasafns lífeyrissjóða í nokkrum löndum innan OECD sem hlutfall af landsframleiðslu í lok árs 2012. Lífeyrissjóðakerfið í Noregi var í lok árs 2012 einungis um 7,6% af landsframleiðslu. Ríkislífeyrissjóður Noregs, sem oftast er kallaður olúsjóðurinn, telst ekki hluti af lífeyriskerfi landsins í þessum samanburði þar sem tekjur hans koma af hagnaði norsku olúfélaganna en ekki iðgjaldagreiðslum. Til samanburðar er því á myndinni einnig sýnt hlutfall lífeyrissjóða í Noregi að teknu tilliti til eigna olúsjóðsins. Sá sjóður skiptist í tvo sjóði og fjárfestir annar einungis utan Noregs en hinn í Noregi, Danmörku, Finnlandi og Svíþjóð. Sá fyrirnefndi er um 97% af heildarstærð sjóðanna tveggja.<sup>3</sup>

Aðeins í Hollandi eru eignir lífeyrissjóða meiri en á Íslandi sem hlutfall af landsframleiðslu og í Noregi sé olúsjóðurinn tekinn með. Miðað við umfang fjárfestinga lífeyrissjóða eru þau lönd sem Ísland ætti helst að bera sig við Holland og Sviss og einnig Noregur sé olúsjóðurinn tekinn með.

<sup>3</sup> Sjá [www.folketrygdnet.no](http://www.folketrygdnet.no) og <http://www.nbim.no/en/>

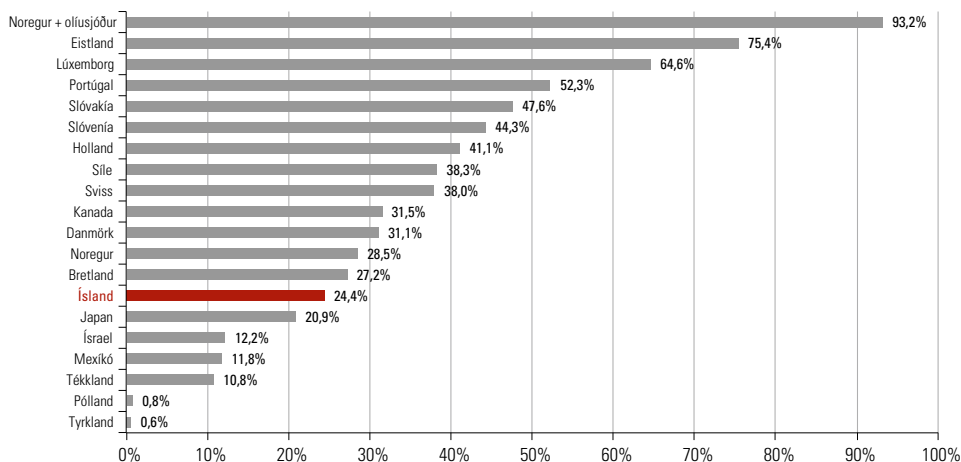
**Mynd 3.8** Mikilvægi lífeyriskerfa nokkurra landa innan OECD. Stærð eignasafns lífeyrissjóða sem margfeldi af landsframleiðslu í lok árs 2012.



Heimild: OECD (2013), NBIM (2013) og FolketrygfonDET (2013).

Á mynd 3.9 má sjá hlutfall erlendra fjárfestinga lífeyrissjóða nokkurra landa innan OECD í lok árs 2012. Eins og fyrr er til samanburðar einnig sýnt hlutfall erlendra fjárfestinga lífeyrissjóða í Noregi að teknu tilliti til eigna olúsjóðsins.

**Mynd 3.9** Hlutfall erlendra fjárfestinga lífeyrissjóða í nokkrum löndum OECD í lok árs 2012.



Heimild: OECD (2013), NBIM (2013) og FolketrygfonDET (2013).

Af mynd 3.9 má sjá að hlutfall erlendra fjárfestinga íslenskra lífeyrissjóða var í lok árs 2012 talsvert lægra en í þeim löndum þar sem mikilvægi lífeyrissjóðakerfisins er sambærilegt því sem það er á Íslandi. Hlutfallið er um 40% í Hollandi og Sviss, þar sem eignir lífeyrissjóðanna eru meiri en landsframleiðslan eins og á Íslandi, og hlutfallið í Noregi með olúsjóðnum er yfir 90%. Af samanburði við sambærileg lífeyriskerfi annarra landa ætti hlutfall erlendra eigna íslensku lífeyrissjóðanna því að vera um 40%.

### 3.5 Niðurstaða

Samkvæmt klassískum kenningum um áhættudreifingu eignasafna getur fjárfesting lífeyrissjóða í erlendum verðbréfum dregið úr áhættu eignasafns þeirra eða aukið vænta ávöxtun þeirra án aukinnar áhættu. Hið rétta hlutfall erlendra eigna af eignasafninu er háð ýmsum forsendum en þó svo að gert sé ráð fyrir að innlend verðbréf skili betri ávöxtun en erlend þá er niðurstaðan sú að hlutfall erlendra eigna ætti aldrei að vera undir 30%. Sé gert ráð fyrir sömu væntu ávöxtun innlendra og erlendra bréfa ætti hlutfallið ekki að vera undir 40%. Sé að auki tekið tillit til sértækra áhættuþátta íslenska verðbréfamarkaðarins, svo sem smæðar hans, má leiða líkur að því að æskilegt hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna sé jafnvel enn hærra. Samanburður við eignasöfn erlendra lífeyrissjóða leiðir í ljós að í löndum með sambærileg lífeyriskerfi og á Íslandi er hlutfall erlendra eigna um 40% og víða er það mun hærra. Sem dæmi er hlutfall erlendra eigna norska lífeyriskerfisins, að olúsjóðnum meðtöldum, um 93%.

Markowitz aðferðafræðin byggir á þeirri forsendu að *fjárfestirinn sé ekki það stór að eignasöfnun hans hafi sjálfstæð áhrif á verð á eignamörkuðum*. Sú forsenda heldur ekki að fullu ef fjárfestirinn er stór fiskur í lítilli tjörn sem hreyfir við innlendum mörkuðum með sundtökum sínum. Og hún á alls ekki við íslensku lífeyrissjóðina – svo stór sem eignasöfn þeirra eru miðað við íslenska fjármálamarkaðinn. Það þýðir að niðurstöður samvalskeningarinnar um heppilegustu eignasamsetningu eru ekki óháðar raunverulegri fjárfestingarstefnu sjóðanna. Ef til að mynda sjóðirnir beina kaupum sínum að innlendum skuldabréfum þá mun ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði lækka, og samvalslíkanið bregst við með því leggja til minna vægi skuldabréfa í eignasafni þeirra.

Ef tekið er tillit til þessara yfirstærðar-áhrifa þá munu samvalslíkanið og lífshlaupslíkanið sýna mjög áþekka niðurstöðu hvað varðar tengsl kynslóðabreytinga og erlendra áhættudreifingar. Eins og lýst var í kafla 2 hér að framan mun hækkun fæðingartíðni skapa skeflu af sparnaði um leið og nýburarnir hafa náð vinnualdri og greiða lífeyrisgjöld. Samkvæmt lífshlaupslíkaninu á að beina þessum aukasparnaði úr landi í erlendar fjárfestingar til þess að losna við þau yfirmettunarhrif sem aukinn sparnaður hefur á innlenda eignamarkaði. Samvalslíkanið mun bregðast við þessum kynslóðaáhrifum með svipuðum hætti þar sem um leið og sparnaðaraldan rís mun ávöxtunarkrafa innlendra eigna lækka og vægi erlendra eigna hækka samkvæmt hagstæðasta samvali. Líkanið leggur því í raun til að þeim aukasparnaði sem skapast vegna tímabundinnar aukningar lífeyrisgjalda sé veitt úr landinu í erlendar fjárfestingar.

Þá eru forspár lífshlaupslíkansins út frá framtíðar gjaldeyrisjafnvægi einnig mjög áþekkar útreikningi á hagstæðasta samvali fyrir Ísland. Hlutdeild innfluttra vara af innlendri neyslu er um 40-50% hérlendis og því þarf um helmingur lífeyrissparnaðar að vera í erlendum gjaldeyri til þess að forðast lausafjórðamál á gjaldeyrismarkaði þegar stórar kynslóðir fara á eftirlaun. Niðurstaða samvalslíkansins gerir einnig ráð fyrir 40-50% vægi erlendra eigna.

Það er einnig dálítið kátleg þversögn að fjármagnshöft munu ein og sér leiða til þess að vægi erlendra eigna hækki í hagstæðasta eignasafni, samkvæmt samvalskeningunni. Því um leið og lokað er á erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna munu yfirmettunaráhrif skapast þar sem sparnaðurinn kemst ekki úr landi og fjármagnskerfið yfirfyllist. Í kjölfarið mun ávöxtunarkrafan lækka og innlendar eignir verða ekki eins eftirsóknarverðar í eignasöfnum fjárfesta, samkvæmt samvalslíkaninu. Það er hins vegar áhugavert í þessu framhaldi að skoða áhrif haftanna á fjárfestingar og eignastöðu lífeyrissjóðanna sem gert er í næsta kafla.



## 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.<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> 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

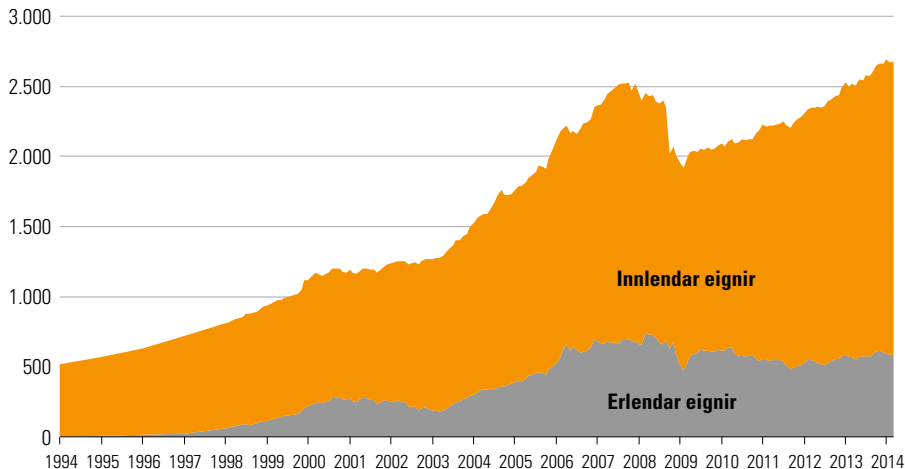
<sup>1</sup> Seðlabankinn setti reglur um „tímabundna temprun útlæðis gjaldeyris“ þann 10. október 2008 sem giltu allt til formlegrar haftasetningar þann 28. nóvember 2008. Seðlabankinn, „Nýjar reglur um gjaldeyris-mál,“ fréttatilkynning, 28. nóvember 2008. <http://www.sedlabanki.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2008/11/28/Fr%C3%A9tt-N%C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

<sup>2</sup> 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.

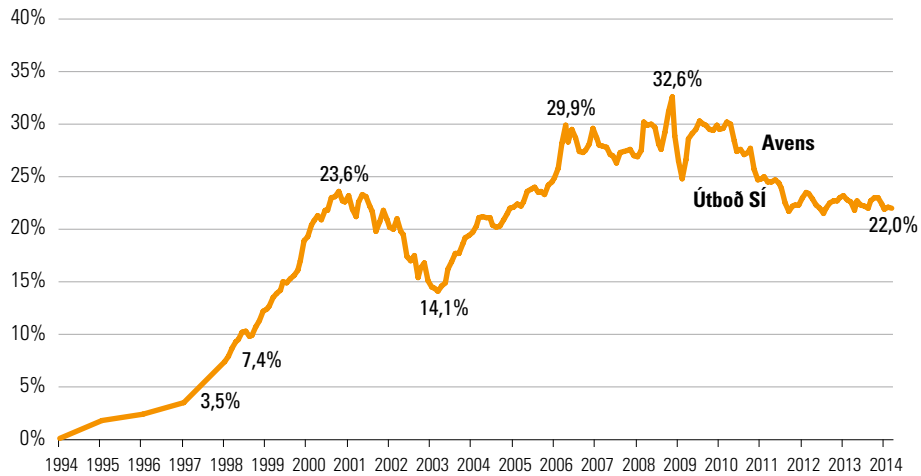
**Mynd 4.1** Hrein eign lífeyrissjóðanna til greiðslu lífeyris frá byrjun árs 1994 til mars árið 2014, skipt niður á erlendar og innlendar eignir. Fjárhæðir eru á verðlagi í árslok 2013.



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 lækkun til kaupa lífeyrissjóðanna á íbúðabréfum af ríkissjóði og Seðlabankanum sem voru áður í eigu Avens og veðsett Seðlabankanum í Lúxemborg.<sup>3</sup> Lífeyrissjóðirnir greiddu fyrir bréfin með jafnvirði 88 milljarða af erlendum eignum.<sup>4</sup> Einnig má rekja hluta af þessari lækkun 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.

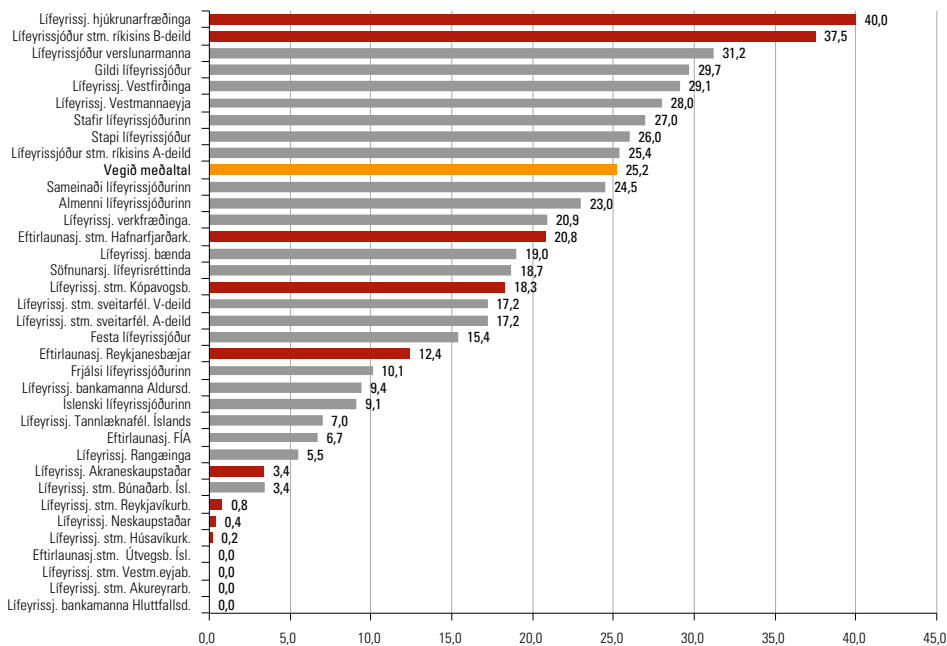
Á tímabilinu júní til september 2011 lækkuðu erlendar eignir sjóðanna úr 495 milljörðum í 439 milljarða króna eða úr 24,5% í 21,8% af hreinni eign. Í júní 2011 hóf Seðlabankinn að kaupa evrur í skiptum fyrir ríkisskuldabréf í sérstökum gjaldeyrisútboðum og voru tvö útboð á þessu tímabili og má líklega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

<sup>3</sup> 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/>

<sup>4</sup> <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.

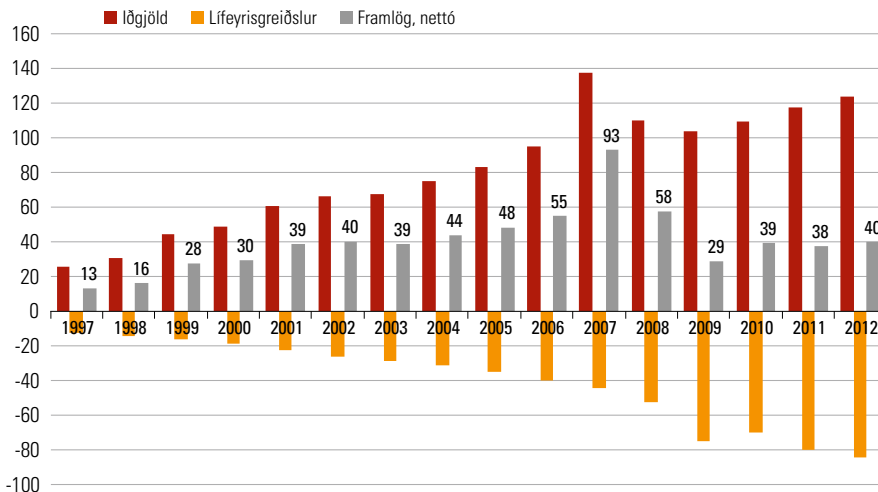
Verðbréf útgefin af innlendum aðilum sem hafa hluta af starfsemi sinni eða tekjur erlendis geta haft mörg einkenni erlendra fjárfestinga. Sem dæmi má nefna hlutabréf í Marel hf. og Óssur hf. Bæði þessi félög teljast innlendir aðilar og hlutabréf og skuldabréf þeirra því innlend verðbréf. Hins vegar hafa 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, lækun 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.

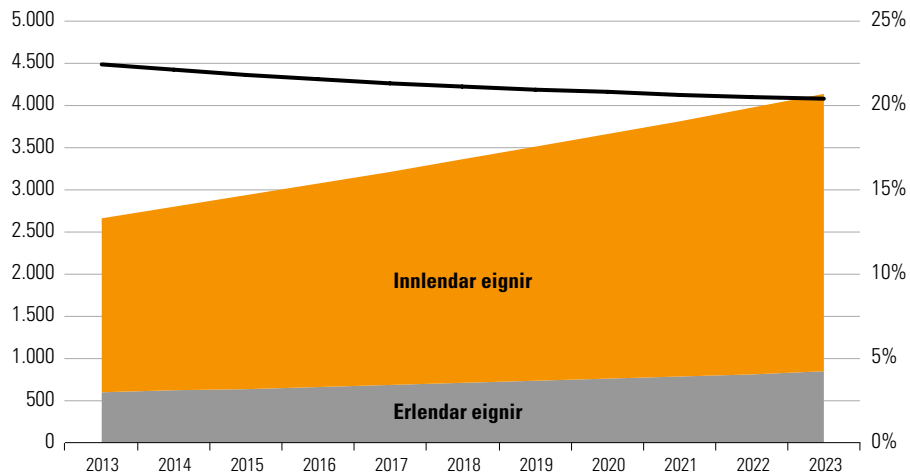


Heimild: Seðlabanki Íslands.

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.

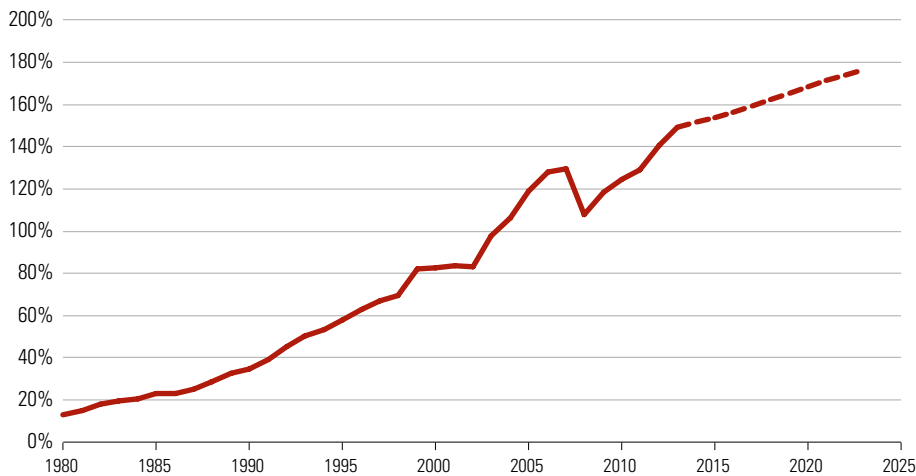
**Mynd 4.5** Framáætlun um skiptingu erlendra og innlendra eigna lífeyrissjóða án frekari erlendar fjárfestingar. Innlendar og erlendar eignir í milljörðum (vinstri ás) og hlutfall erlendra eigna (hægri ás).



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%
<b>5 ár</b>	55,4	118,0	180,5
<b>10 ár</b>	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.<sup>5</sup>

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.

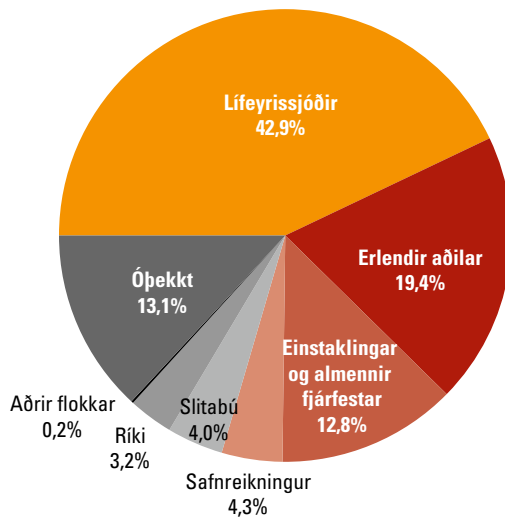
Félag	Beint	Óbeint	Alls
Eimskipafélag Íslands hf.	39%	5%	44%
Fjarskipti hf.	49%	3%	52%
Hagar hf.	47%	6%	53%
Icelandair Group hf.	45%	11%	56%
Marel hf.	31%	6%	37%
N1 hf.	42%	15%	57%
Nýherji hf.	26%	1%	27%
Reginn hf.	49%	5%	54%
Tryggingamiðstöðin hf.	43%	3%	46%
Vátryggingafélag Íslands hf.	20%	6%	26%
Össur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

Heimild: Eigin samantekt úr opinberum upplýsingum.

<sup>5</sup> 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 lítil 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-hafafundum<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> 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 þekkist 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 þekkist 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.

<sup>6</sup> Sjá t.d. Kristján Geir Pétursson (2010): Lífeyrissjóðir sem hluthafar.

<sup>7</sup> 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.

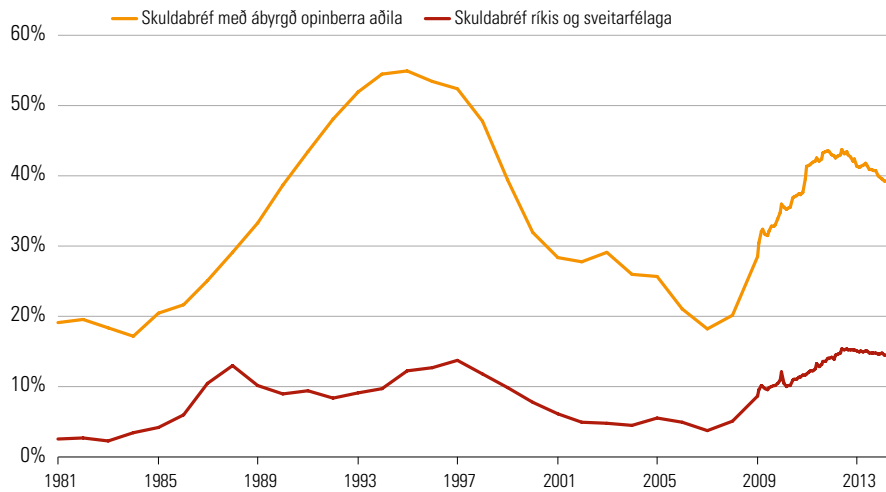
Vitanlega eru skilin á milli lífeyriskerfa alls ekki alltaf skýr. Eðlilegt er að einhver hluti af eignasafni fjárfesta, þar með talið lífeyrissjóða, sé skuldabréf útgefin af ríkissjóði og opinberum aðilum eða með ábyrgð þeirra. Slík skuldabréf eru, sem fjárfestingarkostur, almennt talin bera einna minnsta 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.<sup>8</sup> 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.**



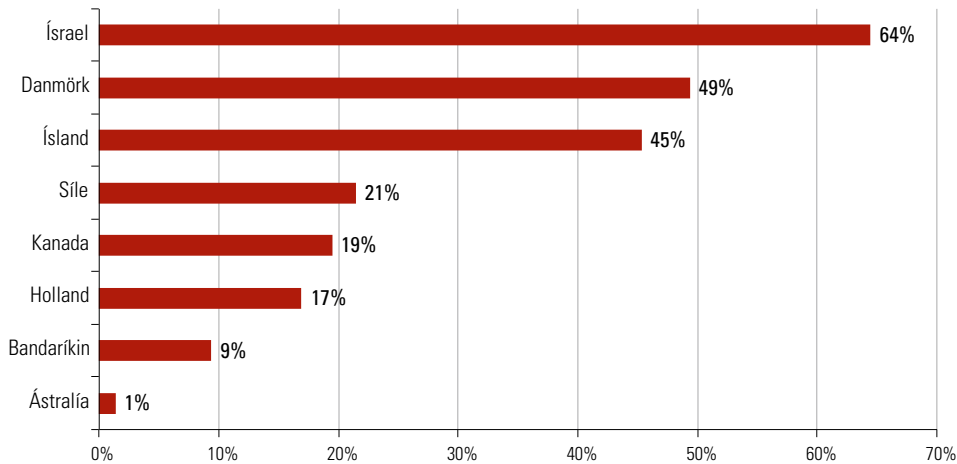
Heimild: Seðlabanki Íslands og eigin útreikningar.

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.

<sup>8</sup> 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 færrið 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 erlendraigna 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.

## Kafli 5.

# Hagfræði greiðslujafnaðarins

## 5.1 Leiðin frá Waterloo

Sunnudaginn 18. júní árið 1815 beið Napóleon keisari ósigur fyrir sameinuðu liði Breta og Prússa á völlum við Waterloo. Eftir þessa orrustu tók við 100 ára friður Evrópu. Þetta voru þó ekki einu umskiptin sem Waterloo markaði fyrir álfuna. Meðan á ófriðnum stóð hafði keisarinn sett verslunarbann á erkifjendur sína á Bretlandi, sem hann kallaði „búðarlokur“.<sup>1</sup> Þannig höfðu breskar vörur ekki sést á meginlandinu í nærri tvo áratugi þegar búðarlokurnar loks unnu stríðið. Hins vegar brá meginlandsbúum heldur en ekki í brún þegar skip tóku aftur að ferja varning yfir Ermarsundið. Á meðan Evrópa hafði staðið í stríði hafði undarleg breyting orðið í breskum iðnaði sem gerði það að verkum að Bretar gátu nú boðið betri vörur á langtum lægra verði en áður hafði þekkt. Breskir bómullardúkar og járnvörur flæddu um álfuna. Þessi undarlega breyting er nú kölluð *iðnbylting* sem gekk yfir Bretland á árunum 1780–1830.

Þessi nafnfræga bylting var tvíþætt: Annars vegar leystu vélar mannshöndina af hólmi með sjálfvirkni og hins vegar komu nýir orkugjafar til sögunnar til þess að knýja þessar sömu vélar, en áður hafði vöðvaafli – bæði manna og dýra – borið framleiðsluna uppi. Kolareykháfar og gufuvélar voru því hin nýju einkennistákn Bretlands. Á fimmtíu árum frá 1780 til 1830 þrefaldaðist íbúafjöldi Bretlands og fólk flyktist til borganna til að vinna í verksmiðjum. Borgir huldust í reyk og fylltust af fólki – nýrri stétt verkamanna sem hóf að bíta við vélarinnar. Það er því ekki að undra að Bretland varð forysturíki hundrað ára friðarins.

Enn er deilt um það nákvæmlega hvernig og af hverju iðnbyltingin átti sér stað í Bretlandi af öllum löndum. Óumdeilt er að hún markaði upphaf nútímahagvaxtar sem felst í stöðugt meiri sjálfvirkni og framleiðnivexti – að hver vinnustund skili sífellt meiri afrakstri vegna tækniframfara. Það er einnig umdeilt nákvæmlega hvaða þættir reka áfram hagvöxt og framleiðni; *iðnbyltingar* eru alls ekki bundnar við framfarir í iðnaði, hvað þá með brennslu kola. Slíkar byltingar eiga sér stað þegar atvinnuvegir taka framleiðnistökk með vélvirkni. Einkennistákn framfaranna hafa breyst og birtast ekki endilega sem reykháfar heldur til dæmis sem tölvur og nettengingar.

<sup>1</sup> Orðrétt sagði Napóleon: „L'Angleterre est une nation de boutiquiers.“ Hins vegar hefur því verið haldið fram að það hafi í raun verið Adam Smith sem er höfundur heitisins. En í bók hans *Um auðlegð þjóðanna* frá 1776 kemur fyrir eftirfarandi setning. „To found a great empire for the sole purpose of raising up a people of customers may at first sight appear a project fit only for a nation of shopkeepers. It is, however, a project altogether unfit for a nation of shopkeepers; but extremely fit for a nation whose government is influenced by shopkeepers.“ Sjá *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, bók IV, kafla 7, undirkafla c.



Þegar Evrópuþjóðirnar náðu sér eftir undrunina yfir að ódýrar breskar vörur yfirtækju markaði þeirra eftir fall Napóleons, þá hófust þær handa við að taka upp breska framleiðsluhætti. Í fyrstu voru það ríki í nágrenni Bretlands sem tóku við sér, s.s. Frakkland og Belgía, en þegar á leið bættust sífellt fleiri ríki í hópinn eftir því sem utanríkisviðskiptum fleygði fram. Allt frá því að bresku búðarlokurnar sigruðu við Waterloo 1815 hefur því iðnbyltingin verið að breiðast út um heiminn með frjálsum alþjóðaviðskiptum. Hér var Bretland einnig í merkilegu hugmyndafræðilegu forystuhlutverki. Bretar voru undir áhrifum Skota að nafni Adam Smith og sporgöngumanna hans sem nú eru kallaðir hagfræðingar í daglegu tali. Smith þessi gaf út bók um kosti frjálsrar verslunar sem kallaðist „Auðlegð þjóðanna“ árið 1776, í þann mund sem iðnbyltingin var að hefjast. Þegar á leið fóru Bretar að trúá kenningum Skotans og sporgöngumanna hans sem kallast klassískir hagfræðingar. Þeir tóku að leiða heiminn í átt til verslunarfrelsis og gulltryggingar gjaldmiðla, og varð þeim mun meira ágengt eftir því sem leið á níttjándu öld. Alþjóðavæðingin tók einnig sérstakan kipp þegar iðnbyltingin varð í samgöngum og vélaraflið var fært í gagnið þannig að járnbrautir og gufuskip tóku að tengja heiminn saman. Tímabilið frá 1860 til 1914 er yfirleitt nefnt alþjóðavæðing hin fyrri, þegar viðskipti með vörur og fjármagn voru frjáls um nær allan heim og um 90% heimsbúa tóku þátt í myntsamstarfi sem byggt var á gulltryggingu.

Hins vegar endaði hundrað ára friðurinn í Sarajevo 1914. Tvær heimsstyrjaldir og heimskreppa urðu til þess að rjúfa alþjóðaviðskipti og tefja fyrir framgangi hagsældar um heiminn. Það hefur tekið áratugi að snúa veröldinni til baka, til viðskiptafrelsis. Í raun hefur það ekki tekist að öllu leyti. Framfarir í tækni, flutningum og fjarskiptum hafa gert sum viðskipti auðveldari, hraðari og ódýrari frá því sem þekktist á níttjándu öld. Samt sem áður eru fleiri pólitískar og lagalegar hindranir fyrir frjálsum viðskiptum á okkar tímum en þekktist á tímum alþjóðavæðingar hinnar fyrri 1860–1914. Og nú, 200 árum eftir Waterloo, eru enn fjölmörg lönd ósnert af iðnbyltingunni og þar sem nútíma hagvöxtur hefur ekki enn hafist. Reynslan sýnir að þátttaka í frjálsum alþjóðaviðskiptum er nauðsynleg forsenda fyrir iðnbyltingu, en ekki nægjanleg. Þannig hafa mörg lönd stundað alþjóðaviðskipti án þess að iðnvæðast. Til að glæða loga byltingarinnar þarf fleira að vera til staðar og mætti þar tína til menntun, samfélagslega innviði, varinn eignarrétt og skilvirkan stofnanaramma.

Hin stóru tíðindi síðustu áratuga eru að iðnbylting er augljóslega hafin í mörgum af fjölmennustu löndum heimsins, s.s. Kína og Indlandi. Reynslan sýnir að frjáls alþjóðaviðskipti skipta einnig höfuðmáli fyrir iðnvædd lönd til þess að halda glóðum byltingarinnar lífandi þannig að framleiðni haldi áfram að vaxa. Hægt er að greina alþjóðaviðskipti út frá mörgum leiðum enda hafa ógrynni af bókum og greinum verið skrifuð um þetta málefni. Áherslan hér er hins vegar á samspil utanríkisviðskipta og sparnaðar í gegnum greiðslujöfnuðinn og hvernig þetta samspil skapar ákaflega sterka efnahagskrafta sem eru drifkraftar framþróunar en einnig ein helsta orsök efnahagslegra hamfara. Sú greining verður að hefjast á því að kynna til sögunnar nokkur hagfræðileg hugtök og kenningar.

## 5.2 Þýðing greiðslujafnaðar

Utanríkisviðskiptum er vanalega skipt í tvennt, annars vegar viðskipti með afurðir (output) og hins vegar framleiðsluþætti (inputs). Afurðirnar geta verið hvort sem er vörur eða þjónusta, ellegar milliafurðir í einhverja aðra framleiðslu eða fullunnar afurðir. Öll lönd sem vilja stunda alþjóðavæðingu með árangursríkum hætti hljóta að gera það bæði með viðskiptum með afurðir og framleiðsluþætti. Framleiðsluþættirnir eru yfirleitt taldir vinnuafli, fjármagn, náttúruauðlindir og síðan hugvit eða tækni. Framleiðsluþáttaviðskipti eru einn helsti farvegurinn fyrir þekkingarflutning frá einu landi til annars og eru þannig ákaflega mikilvæg fyrir allar þjóðir, hvort sem um er að ræða flutning á fólki eða fjármagni. Staðreyndin er sú að tækni, hugvit og frumkvöðulsskapur fara ekki ein og sér á milli landa heldur eru þau í einni lest með vinnuafli og fjármagni. Vilji lönd hagnýta sér þessa óáþreifanlegu framleiðsluþætti verða þau einmitt að leyfa bæði frjálsan innflutning og útflutning á fólki og fjármagni. Mörg vanþróuð lönd hafa hins vegar takmarkaða burði til þess að stunda framleiðsluþáttaviðskipti. Þau eru í þeirri stöðu að fjárfestar vilja ekki sækja til þeirra vegna þátta á borð við pólitíska áhættu, gengisáhættu og þar fram eftir götunum. Þessi sömu lönd eiga oftast en ekki við spekileka (framleiðsluþátta-flóttu) að etja þar sem bæði fjármagn og fólk sækist eftir því að yfirgefa landið. Slík lönd koma gjarnan að alþjóðaviðskiptum með því að flytja út hráefni eða náttúruauðlindir í einu eða öðru formi.

Löng hefð er fyrir því að setja utanríkisviðskipti hvers lands upp sem *greiðslujöfnuð* sem er eins konar bókhaldsjafna fyrir hagkerfið og mælir fjárflæði til og frá landinu. Greiðslujöfnuður er samtala viðskiptajafnaðar (af viðskiptum með afurðir og greiðslur fyrir framleiðsluþætti fjármagns og vinnuafli) og fjármagnsjafnaðar (flutningi fjármagns milli landa)<sup>2</sup> og er því hægt að rita með eftirgreindum hætti:

$$\text{Viðskiptajöfnuður} + \text{fjármagnsjöfnuður} = \text{greiðslujöfnuður}$$

Mjög sterkir hagrænir hvatar halda greiðslujöfnuði í jafnvægi þannig að útlæði og innflæði nettast út á sléttu og fjármagn fossar hvorki inn né út úr hagkerfinu nema í takmarkaðan tíma. Það felur í raun í sér að fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður spegla hvor annan; afgangur annars þeirra leiðir til halla á hinum og svo öfugt.

Þessir jafnvægiskraftar eiga sér margslungnar orsakir sem ekki er hægt að útlista með nákvæmum hætti á þessum vettvangi, en lykilþátturinn í því aðlögunarferli sem sveiflur á greiðslujöfnuði kalla fram kallast *raungengi* (real exchange rate). Raungengi byggir á lögmálinu um jafnvirði verðs (purchasing power parity) sem lýst er nánar í boxi 4. Það lögmál gerir ráð fyrir því að hlutfallið á milli verðlags innanlands og erlendis umreiknað í heimamynt sé mælikvarði á samkeppnisstöðu viðkomandi lands er ákvarði þróun

<sup>2</sup> Margs konar skilgreininga- og mælingavandamál fylgja þessari framsetningu. Helsta gagnrýnin á þessa framsetningu er að mörg viðskipti sem eru talin saman í bæði viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði feli ekki í sér raunverulegar fjárfærslur á milli landa. Þannig hljóti ávallt að vera verulegt misræmi á milli þeirrar tölu sem samtala utanríkisviðskipta gefur og niðurstöðu greiðslujafnaðar sem er ætlað að mæla raunverulegar fjármagnsfærslur til og frá landinu. Mælingarvandræðin sem síðan fylgja afleiðuviðskiptum, óuppgefnum erlendum eignum og skammtíma högnunarviðskiptum á gjaldeyrismarkaði og fleiri slíkum hlutum eru síðan ærið mörg.

viðskipta og þar með stöðu viðskiptajafnaðarins. Hægt er að setja raungengi fram með neðangreindum hætti:

$$\text{Raungengi } (q) = \frac{P_{\text{Heima}}}{EP_{\text{Erlendis}}}$$

Hér stendur  $q$  fyrir raungengi,  $P$  fyrir verðlag og  $E$  fyrir nafngengi.<sup>3</sup> Þessi mælikvarði endurspeglar því skiptihlutfallið á milli innlendra og erlendra vara. Einnig er hægt að setja þennan mælikvarða upp sem raungengi launa, það er sem hlutfallið á milli framleiðnileiðréttra launa hérlendis og erlendis miðað við nafngengið (skiptihlutfall milli vinnuaflds heima og heiman). Lykilatriðið er að ef hækkun launa umfram framleiðni og verðlags er meiri í einu landi en þekkist í helstu viðskiptalöndum mun það rýra samkeppnisstöðu innlendra framleiðenda. Það mun leiða til þess að hlutfallslega dýrara verður að framleiða vörur innanlands, sem mun draga úr útflutningi. Að sama skapi verður ódýrara að kaupa erlendar vörur inn í landið, sem mun auka innflutning. Hið sama gerist ef nafngengið hækkar ( $E$  lækkar) og raungengið hækkar af þeim sökum. Hægt er að orða það sem svo að með hækkun raungengis sé viðkomandi land að *verðleggja sig út af heimsmarkaði*.

Innan hagfræðinnar er hefð að tala um *jafnvægisraungengi* sem það raungengisstig eða *verðmun við útlönd* sem samræmist *jafnvægi* í utanríkisviðskiptum. Hækkun raungengisins frá þeim punkti mun skapa viðskiptahalla en lækun viðskiptaafgang. Jafnvægisraungengið ræðst af því sem kallaðir eru djúpir stikar (deep parameters) í efnahagslífinu. Þar má telja þætti er ráða samkeppnishæfni þjóða, s.s. tæknistig, framleiðni, auðlindir, viðskiptakjör, stofnanafyrirkomulag, viðskiptafrelsi eða hindranir í viðskiptum og svo framvegis, en einnig þætti sem hafa áhrif á innflutning, s.s. sparnaðarhneigð.

Eins og áður hefur komið fram lýsa iðnbyltingar sér í aukinni framleiðni er lækkar framleiðslukostnað og þannig getur kaupmáttur þjóða aukist á alþjóðavettvangi án þess að raungengið hreyfist með aukinni framleiðni. Sagan er einfaldlega sú að aukin framleiðni eykur samkeppnishæfnina þannig að hver vinnustund skilar meiri afrakstri og þjóðin getur keypt meira af öðrum þjóðum eftir sömu vinnu. Hins vegar er reynslan sú að iðnvæðingar verða oft til þess að hækka jafnvægisraungengið með hálfgerðum auðsáhrifum sem eru þekkt innan hagfræðinnar sem Balassa-Samuelson áhrifin.<sup>4</sup> Orsakasamhengið er þetta: Iðnbylting, eða vélvæðing, á sér yfirleitt aðeins stað í nokkrum geirum þar sem framleiðni fer á skrið. Þessir iðnbyltu geirar geta boðið starfsfólki sínu hærri laun sem síðan smitast yfir í hagkerfið allt. En ekki njóta allir geirar sömu framleiðni aukningar, annaðhvort vegna þess að þeir byggja á þjónustu þar sem aukin framleiðni er ekki möguleg eða þeir eru af einhverjum ástæðum seinir að bregðast við

<sup>3</sup> Nafngengi, eða  $E$ , er skilgreint sem fjöldi innlendra mynteininga sem þarf til þess að kaupa eina erlenda mynteiningu. Til dæmis krónur á móti dollar eða krónur á móti evru. Hækkun á gengi krónunnar felur það því í sér að  $E$  lækkar þar sem færri krónur þarf til að kaupa hverja erlenda mynteiningu og gengislækkun birtist sem hækkun á  $E$  þar sem fleiri krónur þarf til að kaupa hverja erlenda mynteiningu.

<sup>4</sup> Árið 1964 veittu tveir hagfræðingar – hvor í sínu lagi – því athygli að mikill framleiðnivöxtur leiddi til verðbólgu og varanlegrar styrkingar raungengisins. Bela Balassa, „The purchasing power parity: A reappraisal“, *Journal of Political Economy*, bindisnr. 72, árgangur 6, (1964): 584-596 eða Paul A. Samuelson, „Theoretical notes on trade problems“, *The Review of Economics and Statistics*, bindisnr. 2, árgangur 46, (1964)

kalli nýrra tíma. Þessar seinfæru atvinnugreinar geta aðeins brugðist við hærri launum með því að hækka verð á framleiðslu sinni og þannig hækka raungengið með verðbólgu. Af þeim sökum eru ríkar þjóðir með hærri jafnvægisraungengi en fátækar þjóðir þar sem laun eru hærri í þjónustugreinum þróaðra landa án þess að framleiðni sé endilega meiri en þekkist meðal vanþróaðra landa.

Tengsl greiðslujafnaðar og raungengis ganga í báðar áttir. Ójafnvægi í greiðslujöfnuði hreyfir raungengið og sveiflur í raungengi hræra greiðslujöfnuðinn. Ef viðkomandi land er með sinn eigin gjaldmiðil mun afgangur/halli á greiðslujöfnuði einfaldlega koma fram sem aukið/minna framboð á gjaldeyri sem mun þrýsta nafngenginu upp/niður. Þannig hækkar/lækkar raungengið og viðskiptajöfnuður versnar/batnar. Athuga skal að sömu áhrif koma fram enda þótt viðkomandi land hafi ekki sinn eigin gjaldmiðil eða ef nafngenginu er haldið föstu. Þá mun innflæði/úflæði á greiðslujöfnuði koma fram sem aukning/minnkun lausafjár í fjármálakerfinu. Í þessu samhengi hefur greiðslujöfnuðurinn peningahagfræðilega skírskotun og hefur áhrif á peningamagn í umferð sem síðan leiðir til verðbólgu og aukinnar eftirspurnar, meðal annars með auknum bankaútlánnum.

Það er bæði gömul og ný saga að hagkerfi hafa ofhitnað með þeim afleiðingum að innlend eftirspurn hefur farið á skrið með tilheyrandi verðbólgu, hækkun raungengis og síðan viðskiptahalla. Slíkt getur staðist svo lengi sem innflæði er til staðar á fjármagnsjöfnuði þannig að greiðslujöfnuður haldist í jafnvægi en um leið og fjármögnunina brestur mun halli á greiðslujöfnuði þvinga fram aðlögun í hagkerfinu með lækkun raungengisins og samdrætti í almennri eftirspurn í þeirri viðleitni að ná fram viðskiptaafgangi til greiðslujafnaðarins.

Það hefur löngum verið talið eitt meginhlutverk seðlabanka að reyna að mæta sveiflum í gjaldeyrisflæði með því að kaupa gjaldeyri og safna í forða þegar greiðslujöfnuður er með afgangi og síðan selja úr forðanum ef halli er til staðar. Þess vegna er greiðslujöfnuður iðulega skilgreindur sem breyting í gjaldeyrisforða seðlabanka, líkt og ritað er upp hér að neðan.

### **Greiðslujöfnuður = Breyting í gjaldeyrisforða**

Þessi framsetning er vitaskuld mikil einföldun því margir aðrir aðilar í hagkerfinu geta safnað eða selt gjaldeyriseignir, meðvitað eða ómeðvitað, til þess að hafa áhrif á greiðslujöfnuð. Þar mætti til að mynda nefna aðila eins og fjármálastofnanir eða lífeyrissjóði. Aukin heldur eru margar skoðanir á lofti um hvort eða hvernig seðlabankar eigi að beita forðanum og grípa inn í gang gjaldeyrismarkaða. Yfirleitt hafa þó seðlabankar fremur þröngt svigrúm til að beita slíkum aðgerðum til að halda gjaldeyrismarkaði og fjármálakerfi í jafnvægi til lengdar ef mikill afgangur/halli er á fjármagnsjöfnuði eða viðskiptajöfnuði.<sup>5</sup>

Í litlum, opnum hagkerfum með eigin mynt birtast vandamál í greiðslujöfnuði bæði á gjaldeyrismarkaði og fjármagnsmarkaði. Ástæðan er einföld: Þegar hreint útstreymi er til staðar renna peningar af reikningum fjármálastofnana og streyma út um

<sup>5</sup> Mikil gjaldeyriskaup geta leitt af sér mikla aukningu peningamagns í umferð. Ef seðlabankinn bregst við með því að kaupa þennan „umfram“ gjaldeyri af markaði afhendir hann um leið nýjar krónur inn í banka-kerfið. Af þeim sökum verður bankinn að stýfa gjaldeyrisinngrípin með því að taka krónurnar til baka í endurhverfum viðskiptum við bankana eða með því að selja einhverjar innlendar eignir.

gjalddeyrismarkaðinn. Það er því ekki að undra að í opnum hagkerfum fara gjalddeyriskreppur og bankakreppur yfirleitt saman og eru kallaðar tvíburakreppur.<sup>6</sup> Þessi tvíburatengsl gera seðlabönkum á litlum mynsvæðum erfitt um vik að þjóna sem lánveitendur til þrautavara þar sem mikil peningaprentun er ávísun á gengisfall þegar hinir nýprentuðu seðlar leita á gjalddeyrismarkaðinn og leita útgöngu.

Ef lönd eru hluti af stærra mynsvæði þarf ekki að óttast gjalddeyriskreppu, en greiðslujöfnuður hefur samt áfram þýðingu þar sem halli á greiðslujöfnuði – hvort sem um er að ræða viðskiptahalla eða fjármagnsflóttu – veldur lausafjártæmingu fjármálakerfisins í stað gengisfalls. Hægt er að taka dæmi af evru-krisunni þar sem jaðarlönd mynsvæðisins – sérstaklega hin svokölluðu PIIGS-lönd – hafa verið með fossandi halla á greiðslujöfnuði vegna þess að fjármagn hefur flúið frá þeim inn til hinnar öruggu miðju, í Þýskalandi. Evrópski seðlabankinn hefur brugðist við þessum fjármagnsflóttu með umfangsmiklum lánveitingum bankastofnana, sem og með því að kaupa ríkisskuldabréf þeirra landa sem hafa átt í endurfjármögnunarfanda. Þannig hefur bankinn með inngrípum á fjármagnsmarkaði reynt að halda greiðslujöfnuði viðkomandi landa í jafnvægi til þess að koma í veg fyrir að útlæðið frá þeim dragi þau niður í bankakreppu og efnahagssamdrátt.

Seðlabankar stórra mynsvæða með alþjóðlegt greiðsluhæfi eru í mun betri stöðu til þess að bregðast við greiðslujafnaðarvanda heldur en seðlabankar smærri, torseldari mynta. Hinir stærri seðlabankar geta einfaldlega prentað peninga til þess að endurfjármagna ríki og fjármálastofnanir og fylla upp í göt í greiðslujöfnuðinum án mikill áhrifa á gjalddeyrismarkaðinn. Hinir smærri eru mjög vanbúnir til þess að styðja við sitt bankakerfi, þar sem lausafjárþyrirgreiðsla er til þess fallin að auka útlæðið á greiðslujöfnuði og setja heimagjaldmiðillinn í enn meiri vanda. Gjalddeyrisorðinn getur runnið mjög fljótt til þurrðar í varnarbaráttu fyrir gjaldmiðil og bankakerfi, auk þess sem inngríp eru oft talin merki um veikleika og geta hæglega aukið á fjármagnsflóttann eða dregið að spákaupmenn.

Að síðustu verður að geta þess að ójafnvægi á fjármagnsjöfnuði getur einnig skapast án allrar aðkomu erlendra fjárfesta ef innlendir aðilar ákveða að flytja eignir sínar af landi brott. Slíkur fjármagnsflótti mun annaðhvort leiða til gengisfalls, bankaáhlaps eða hvors tveggja. Í eðli sínu er fjármagnsjöfnuðurinn aðeins farvegur á milli fjármálakerfis viðkomandi lands og útlanda. Við alla enda farvegarins eru lausafjárdýpi – peningakerfi einstakra mynsvæða – sem eru tengd saman með fjármagnsstraumum. Raunar þarf fremur lítið rask til að þessir straumar snúist, vaxi með leysingum eða þorni upp. En þessar straumbreytingar geta haft gríðarlega mikil efnahagsleg áhrif þegar raunhagkerfið neyðist til að bregðast við straumbreytingunum með fremur skyndilegum hætti.

Hér að ofan hefur verið farið yfir þá krafta sem halda greiðslujöfnuði í jafnvægi út frá sjónarmiði viðskiptajafnaðar og raungengis. Hins vegar, áður en lengra er haldið, er nauðsynlegt að gera hagrænni þýðingu fjármagnsjafnaðar betri skil.

<sup>6</sup> Sjá nánar um tvíburakreppur hjá Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart (1999). „The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems.“ American Economic Review, Vol. 89 No. 3, 473–500.

## Box 5.1

## Lögmál um eitt verð

Þeir sem hafa ferðast á milli landa hafa líklega orðið varir við að verðlag er mismunandi frá einu landi til annars, að sami hlutur kostar misjafnlega mikið eftir því hvar hann er keyptur. Þessi verðmunur er þó ekki tilviljanakenndur. Ein af grundvallarforsendum hagfræðinnar snýst um högnunarviðskipti (arbitrage) og verðjöfnun á milli svæða. Þegar fjallað er um högnun er vert að rifja upp eina góða og gilda gátu sem hagfræðingar, af gamansemi, velta stundum fyrir sér. Hún er svohljóðandi: Hverjar eru líkurnar á því að finna fimm þúsund krónur úti á götu? Svar: Engar, því að ef einhver hefði misst slíkan seðil þá segir högnunarskilyrðið að einhver annar ætti að hafa hirt hann áður en þú fannst hann. Kjarni málsins er sá eða ef einhver verðmunur er til staðar á milli svæða, sem ekki má rekja til flutnings- eða viðskiptakostnaðar, þannig að hægt sé að hagnast á því að kaupa hlut á einum stað og selja hann á öðrum með hagnaði munu hagsýnir aðilar í einu veffangi nýta hann sér til hagnaðar og kaupa og selja allt þar til munurinn hefur horfið. Högnun er meginforsenda fyrir verðmyndun á fjármálamarkaði og viðskipti fjármálafyrirtækja og spákaupmanna byggja að stórum hluta á því að nýta slíkan mun sér til hagnaðar og þessi viðskipti gerast hratt. Þessi hugsun hefur einnig verið yfirfærð á vörumarkað með lögmálinu um eitt verð, sem ritað er hér að neðan.

$$P_{\text{Heima}} = EP_{\text{Erlendis}}$$

Lögmálið um eitt verð segir einfaldlega að ef erlent verð á sambærilegum hlut er reiknað í íslenskar krónur eftir gengisskráningu,  $E$ , þá er verðmætið hið sama í gjaldmiðli heimalandsins. Þetta lögmál gengur raunar að innstu kviku alþjóðaviðskipta, að verðmunur á milli landa sé ein helsta ástæðan fyrir því að millirikjaviðskipti eiga sér stað.

Hins vegar fer því fjarri að högnun á vörumarkaði sé hnökralaus. Vöruviðskipti fela ávallt í sér einhvern flutnings- og viðskiptakostnað sem getur komið í veg fyrir algera verðjöfnun. Ennfremur eru margar vörur sem nær ómögulegt er að flytja á milli landa, skattar og skyldur eru mismunandi og svo mætti áfram telja. Lögmálið um eitt verð felur þess vegna raunverulega í sér að verðmunur á vörum sem hægt er að flytja á milli landa – þ.e. skiptanlegum vörum (tradables) – ráðist af kostnaði við högnunarviðskipti, s.s. flutningi og sköttum, eða þeim takmörkunum sem lagðar eru á högnunarviðskipti, s.s. með innflutningshöftum, tæknistöðlum eða jafnvel eðlisfræðilögmálum sem gera flutning á milli svæða ómögulegan.

Lögmálið um eitt verð er oft sett fram með almennari hætti þar sem  $P$  stendur ekki fyrir eina vöru heldur sambærileg vöruknippi, t.d. sem svarar til meðalneyslu hvers neytanda. Þessi hugsun er reyndar sett fram með veikara afbrigði af lögmáli um eitt verð sem kallast hlutfallslegt jafnvirði verðs (relative purchasing power parity). Hlutfallslegt jafnvirði gerir einfaldlega ráð fyrir því að það geti verið mismunur til staðar á verðlagi á milli landa er ráðist af þeim takmörkunum á högnunarviðskiptum sem eru til staðar. Hins vegar sé þessi mismunur stöðugur og ráðist af jafnvægi á viðskiptajöfnuði. Hér er, með öðrum orðum, lögmálið um eitt verð þess vegna lagt upp sem langtíma jafnvægi fyrir gengi einstakra gjaldmiðla þar sem gert er ráð fyrir föstum verðmismun við útlönd. Þetta er oft útlagt sem raungengi.



### 5.3 Tengsl greiðslujafnaðar, sparnaðar og fjárfestinga

Í samhengi þjóðhagsreikninga snúast framleiðsluþáttaviðskipti um aðskilnað ákvarðana um fjárfestingu, neyslu og þar með sparnað og opinber útgjöld. Með framleiðsluþáttaviðskiptum verða þetta þrjár aðskildar ákvarðanir: Hve mikið landið óskar að fjárfesta, hve mikla einkaneyslu það vill leyfa sér eða hve mikil opinber útgjöld ættu að vera. Þetta á bæði við um hreyfingar vinnuafis og fjármagns þar sem fólk fer einnig á milli landa í leit að atvinnu. Hér verður athyglinni þó beint nær eingöngu að fjármagnsviðskiptum sem koma fram í greiðslujöfnuði. Eins og kom fram í kafla 2 þá myndast sparnaður með aðhaldi heimila eða hins opinbera – að útgjöld séu minni en tekjur sem síðan endurspeglast í líkngunni um tengsl sparnaðar fjárfestingar og viðskiptajafnaðar

$$\text{sparnaður} = \text{fjárfesting} + \text{viðskiptajöfnuður}$$

Viðskiptajöfnuður er bæði mismunur á heildartekjum og heildargjöldum innan hagkerfisins auk þess að vera mismunur á sparnaði og fjárfestingu innan hagkerfisins líkt og áður hefur verið vikið að. Jafnvægi á greiðslujöfnuði felur í sér að fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður standast á. Þannig er því einnig hægt að setja fjármagnsjöfnuð fram sem mismun á fjárfestingu og innlendum sparnaði:

$$\text{Fjármagnsjöfnuður} = \text{fjárfesting} - \text{sparnaður}$$

Innflutningur fjármagns opnar þann möguleika að nýta erlendan sparnað til þess að fjármagna viðskiptahalla og auka innlend útgjöld umfram framleiðslugetu hagkerfisins. Innan hagfræðinnar er þetta orðað sem svo að viðkomandi land hafi *víkkað út framleiðslumöguleikajaðar sinn* (production possibility frontier) með því að flytja inn erlenda framleiðsluþætti.<sup>7</sup> Slík útvíkkun skiptir miklu fyrir bæði vanþróaðar þjóðir og smáar þjóðir með lítinn fjármagnsmarkað.

Fyrir fátækar þjóðir getur hagnýting erlends sparnaðar flýtt fyrir framgangi iðnvæðingar og uppbyggingu fjármagnsstofns þar sem ekki þarf að bíða eftir því að innlendir sparnaður skapist. Þannig er hægt að auka einkaneyslu og fjárfestingu samtímis, og þær kynslóðir sem bera uppi iðnvæðinguna geta notið hærri framtíðartekna strax í stað þess að þurfa að tryggja innlenda fjármögnun fjárfestinga með háu sparnaðarstigi. Aukin heldur geta téðar þjóðir einnig byggt upp velferðarkerfi og samfélagslega innviði – líkt og menntakerfi – á sama tíma og fjárfestingarstig er hátt, í stað þess að þurfa að bíða þar til iðnvæðingin er afstaðin. Viðhorf þróunarþjóða eða stefna við nýtingu innlends sparnaðar til iðnvæðingar getur þó verið mismunandi. Hægt er að taka dæmi af Kína sem hefur markvisst reynt að viðhalda miklum viðskiptaafgangi og halda fjármagnsjöfnuði neikvæðum með því að flytja út sparnað. Með þessum hætti kemur stjórnin í

<sup>7</sup> Framleiðslumöguleikajaðar (production possibility frontier) sýnir mögulega samsetningu framleiðsluvara í efnahagslífinu að gefnum þeim framleiðsluþáttum sem eru til staðar. Í upphafsnaðmskeiðum í hagfræði er þetta hugtak kynnt sem kúptur ferill sem sýnir mögulega framleiðslu tveggja vara í mismunandi magni miðað við fasta framleiðsluþætti. Í framhaldi er yfirleitt hugtakið fórnarkostnaður (opportunity cost) kynnt til sögunnar: Hvað mörgum einingum af vöru A þarf að fórna til þess að geta framleitt eina einingu af vöru B. Ef framleiðsluþáttum er bætt við, mun jaðarinn víkka út.

veg fyrir að viðskiptaafgangurinn hækki raungengi yuansins og rýri samkeppnisstöðu landsins á alþjóðamörkuðum. Fjármagnsútflutningurinn er því liður í vaxtarstefnu Kína sem byggir á því að halda raunlaunum lágum miðað við umheiminn (sem lágst raungengi felur í sér) og takmarka innlenda neyslu.<sup>8</sup>

Fyrir smáar þjóðir gefur innflutningur erlends fjármagns kost á því að ráðast í stórar framkvæmdir sem væri ella ekki hægt að fjármagna á innlendum fjármagnsmarkaði án verulegra vaxtahækkana og ruðningsáhrifa. Hins vegar hafa stórþjóðir oft einnig ráðist í verkefni sem eru þeirra eigin fjármagnsmarkaði ofviða. Í þessu samhengi er vert að minnst þess að á síðari öldum hafa evrópsku veldin ávallt fjármagnað stríðsrekstur með verulegum innflutningi á erlendum sparnaði (og jafnvel fólki) til þess að komast út fyrir framleiðslumöguleikajaðar hagkerfisins hvað varðar hergagnaframleiðslu. Mismunandi aðgangur að lánsfé hefur óumdeilanlega verið einn af lykilþáttunum sem hafa ráðið bæði hernaðarmætti, stríðspoli og lokaútkomu í styrjöldum álfunnar.<sup>9</sup>

Athuga skal þó að langtíma útvíkkun framleiðslumöguleikajaðarins – að gefnum föstu magni innlendra framleiðsluþátta – getur aðeins átt sér stað með tækniframförum og framleiðni. Þegar þjóð fær peninga að láni frá útlöndum getur hún fært út framleiðslumöguleikajaðarinn tímabundið þar sem erlendir eigendur fjármagnsins munu á einhverjum tímapunkti vilja fá það til baka. Þegar að skuldaskilum kemur skiptir það höfuðmáli hvernig fjármagnið var nýtt; *hvort því hafi verið varið til arðsamra fjárfestingarverkefna sem auka raunverulega framleiðslugetu hagkerfisins*. Ef fjármagninu hefur verið varið með öðrum hætti mun endurgreiðsla þess þrengja aftur framleiðslumöguleika hagkerfisins og leiða til samdráttar og verri lífskjara.

Ef litið er til greiðslujafnaðar koma erlend lántaka og síðan skuldadagar fram sem tímategnd tengsl á milli viðskiptajafnaðar og fjármagnsjafnaðar. Með erlendri lántöku er verið að veðsetja útflutningstekjur framtíðar. Viðskiptahalla þarf að fjármagna með erlendum lántökum sem þarf síðan að greiða til baka með viðskiptaafgangi í framtíðinni. Og þegar hinn erlendi sparnaður snýr aftur til föðurhúsanna og er endurgreiddur verður að halda greiðslujöfnuði í jafnvægi. Sérhvert land sem flytur inn mikið af erlendum sparnaði sem ekki er fundinn staður í arðsömum fjárfestingum eða nær ekki að nýta fjármagnið til þess að auka útflutning að neinu marki er í hættu að lenda í greiðslujafnaðarvandamálum sem bitna á lífskjörum landsmanna þegar frá líður. Þessi vandamál

<sup>8</sup> Árið 2006 rituðu þau Charles Dumas og Diana Choyleva bók sem bar heitið „The Bill from the China Shop“ þar sem því var haldið fram að mikill sparnaður og viðskiptaafgangur í Asíu sem síðan væri lánaður til Vesturlanda væri á góðri leið með að skapa fjármálabólu þar vestra. Vesturlönd virtust vera orðin fullsátt með það að viðhalda viðskiptahalla við Asíu sem síðan væri fjármagnaður með skuldaféttunum í boði þessara sömu Asíulanda. Þetta gæti aðeins endað með fjármálakreppu. Hefur þetta orðið að áhrínisorðum. Sjá Lombard Street Research 2006.

<sup>9</sup> Hægt er til að mynda að færa rök fyrir því að greiður aðgangur Breta að lánsfé hafi verið einn helsti styrkur þeirra sem hernaðarveldis öldum saman. Landið er eitt hið fyrsta til þess að byggja þróaða innlenda fjármagnsmarkaði en auk þess hefur landið getað notið sparnaðar frá nýlendum sínum, sem og stóra frændanum í vestri, Bandaríkjunum. Ljóst er einnig að lánveitingar Bandaríkjanna til bandalagsþjóða í Evrópu hafa skipt gríðarlega miklu máli fyrir sigur Bandamanna í tveimur stórstyrjöldum á tuttugustu öld. Íslendingar lánuðu Bretum fjármagn með óbeinum hætti í seinni heimstyrjöld með því að flytja fisk til Bretlands og leggja andvirðið inn á reikninga í breskum bönkum.



skapast einkum ef hinn erlendi sparnaður er fluttur inn til þess að fjármagna önnur þjóðarútgjöld en fjárfestingu – það er einkaneyslu eða opinber útgjöld. Hið sama blasir við ef hinn erlendi sparnaður leitar í þá geira sem hafa litla eða takmarkaða þýðingu fyrir útflutning eða að veðjað sé á rangan hest og uppbygging einhverrar atvinnugreinar skili ekki því sem til var ætlast.

Grunnstefið í þessu ferli er svona: Land sækir fjármagn á erlenda fjármálamarkaði til þess að standa straum af fjárfestingu heima fyrir. Framkvæmdin sjálf kallar á innflutning fjárfestingarvara, en auk þess mun hún örva eftirspurn í hagkerfinu er leiðir til aukins innflutnings neysluvara. Þannig mun afgangur á fjármagnsflæði, sem lántakan skilar, standast á við halla á viðskiptum þannig að greiðslujöfnuður sé 0. Síðan er fjárfestingunni ætlað að skila tekjum sem eiga að duga til þess að greiða lánið til baka. Í samhengi greiðslujafnaðar verða erlendar tekjur að skapast, því skuldin er erlend og endurgreiðslan verður að fara fram með afgangi á viðskiptajöfnuði til þess að standa straum af þeim halla á fjármagnsjöfnuði sem endurgreiðslan krefst.

Gott dæmi um þessa tímatengsl innan greiðslujafnaðar er olíuvinnsla Norðmanna í Norðursjó. Sú grein var byggð upp með erlendu fjármagni í upphafi áttunda áratugarins. Þá hafði samráð OPEC ríkjanna náð að hækka heimsmarkaðsverð á olíu svo að Norðursjávarolían varð samkeppnisfær og norskur olíuiðnaður fékk fætur til þess að standa á. Erlendu lánin voru síðan greidd til baka með viðskiptaafganginum sem olíuvinnslan skapaði fyrir Noreg og eftir það hefur viðskiptaafgangi Norðmanna verið safnað í stóran fjárfestingarsjóð sem meðal annars er ætlað að standa straum af ellilífeyri þjóðarinnar í framtíðinni.<sup>10</sup>

Ef nauðsynlegur viðskiptaafgangur skapast ekki með auknum útflutningi til endurgreiðslu skulda verður raungengið að lækka til þess að færa efnahagslífið niður á lægra neyslustig með minni innflutningi. Slík raungengisaðlögun er yfirleitt fengin með gengisfalli ef viðkomandi land er með eigin gjaldmiðil. Ef svo er mun lægra gengi lækka kaupmátt og draga þannig úr þjóðarútgjöldum. Ef landið er hluti af stærra myntsvæði mun raungengið aðeins lækka með samdrætti og verðhjöðnun. Öllum tilvikum fylgir mikill kostnaður og óstöðugleiki fyrir hvert land að rétta greiðslujöfnuðinn við ef viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður lenda á misvíxl.

<sup>10</sup> Hinn erlendi ríkislífeyrissjóður Noregs (Statens pensjonsfond Utland, SPU) var stofnaður árið 1990 og er stærsti lífeyrissjóður í heimi. Sjóðurinn safnar til sín hagnaði af olíuvinnslu og var um mitt ár 2014 með eignir sem töldu 5.500 milljarða norskra króna. Hann var þá stærsti einstaki eigandi hlutafjár í Evrópu og með 1% eignarhlut í öllum hlutabréfamörkuðum á heimsvísu. Sjóðurinn er best þekktur undir styttra nafni sem Olíusjóður Norðmanna (Oljefondet). Eitt helsta markmið sjóðsins er að koma í veg fyrir að sveiflur í olíuverði valdi truflunum á greiðslujöfnuði og/eða ofhiti efnahagskerfi Noregs.

## 5.5 Eigið fé eða lántaka?

Í flestum löndum eru mörg fjárfestingarverkefni í gangi með mismunandi fjármögnun og vöxtur útflutnings er einnig háður mörgum þáttum. Þá er sjaldnast svo að öll erlend lán séu háð einu fjárfestingarverkefni og séu greidd upp eftir að því er lokið heldur á endurfjármögnun sér stað. Eitt fjárfestingarverkefni tekur við af öðru, ef viðkomandi land er á varanlegri hagvaxtarbraut, og svo framvegis. Fjármagnsskipan fyrirtækja, heimila og opinberra aðila ætti að vera tiltölulega stöðug eða hreyfast með langtímaleitni. Lánadrottinnar eiga yfirleitt heldur ekki annars kost en að semja um framlengingu eða tilslakanir við skuldunauta ef í einhverjar nauðir rekur. Staðreyndin er sú að flestar erlendar skuldir eru endurfjármagnaðar jafnt og þétt þannig að höfuðstóll erlendra skulda er tiltölulega stöðugur í flestum hagkerfum. Skuldavandi landa skapast vegna erfiðleika við að þjónusta vaxtagreiðslur af erlendum lánnum.

Viðskiptajöfnuður hefur gjarnan verið sundurgreindur í þrjá þætti: Vöruviðskipti, þjónustuviðskipti og greiðslur til framleiðsluþátta, sem er hægt að rita með neðangreindum hætti:

$$\text{Viðskiptajöfnuður} = \text{vöruskiptajöfnuður} + \text{þjónustujöfnuður} + \text{þáttajöfnuður}$$

Vöru- og þjónustuviðskiptin þurfa líklega lítillar kynningar við en þáttajöfnuður snýst um hreinar leigugreiðslur (mismun) fyrir innlenda framleiðsluþætti nýttja erlendis og erlenda framleiðsluþætti sem viðkomandi land nýttir – það er laun, vexti og arðgreiðslur. Fyrir mörg fátæk lönd skipta launagreiðslur að utan miklu máli þar sem stór hluti þjóðarinnar hefur yfirgefið landið og stundar vinnu í öðrum löndum og sendir hýruna sín heim. (Filippseyjar eru líklega eitt þekktasta dæmið í þessu sambandi.) Hins vegar eru það yfirleitt leigugreiðslur af fjármagni sem skipta mestu máli fyrir þáttajöfnuðinn. Erlendar lántökur draga á eftir sér slóða af vaxtagreiðslum sem fara í gegnum viðskiptajöfnuð og þannig getur erlend skuldsetning orðið mjög þyngjandi þrátt fyrir að lán séu endurfjármögnuð og höfuðstóllin sé ekki greiddur niður.

Vandinn er einnig sá að ef eitthvert land lendir í greiðsluvandræðum hækkar endurfjármögnunarkostnaður mjög fljótt á erlendum mörkuðum þar sem fjárfestar gera kröfu um áhættuálag. Þannig getur greiðsluþrot hæglega komið fram sem sjálf-uppfyllandi spádómur. Skuldir þjóðríkja geta breyst snögglega frá því að vera vel innan þolmarka í að verða að myllusteini um háls ef fjármálamarkaðir missa trúna á greiðsluhæfi viðkomandi ríkis, líkt og hefur gerst nú á undanförunum misserum með nokkur skuldug Evrópuríki í kjölfar fjármálakrísunnar. Vandinn er enn meiri fyrir þau lönd sem eru með sjálfstæða mynt þar sem hækkandi vaxtaálag og vandræði við erlenda endurfjármögnun munu setja þrýsting á greiðslujöfnuð, er lækkar gengi viðkomandi gjaldmiðils og hækkar höfuðstól erlendra skulda í innlendri mynt talið. Með þessum hætti hækkar fjármögnunarkostnaður allra innlendra aðila sem hafa erlendar skuldbindingar en ekki tekjur í erlendri mynt og eykur enn á þann greiðsluvanda sem kann að vera að skapast. Þannig getur hækkandi vaxtaálag hæglega þróast yfir í mjög alvarlega gjaldeyris-/skulda-/bankakreppu.

Af þessum sökum skiptir miklu undir hvaða formerkjum fjármagn er flutt inn til einhvers lands. Frá hagfræðilegu sjónarmiði er hægt að skipta fjármagnsfærslum í tvennt: Kaup á hlutafé sem vanalegast eru kölluð bein erlend fjárfesting<sup>11</sup> og síðan skuldahreyfingar.<sup>12</sup>

### **Fjármagnsjöfnuður = eiginfjárfjöfnuður + skuldajöfnuður**

Í samhengi greiðslujafnaðar er töluverður eðlismunur á lánnum og hlutafé. Lánveiting er aðeins leiga á fjármagni með ákvæðum um vexti og afborganir þó að skilmálar lánsins geti sett einhverjar skorður á hegðun lántakans til góðs eða illis. Það sem skiptir máli er að lántaki geti komið með veð eða tryggingar um að geta borgað aftur, en öðru leyti er meðferð fjármunanna á hans eigin ábyrgð. Aftur á móti fela kaup á hlutafé í sér að fjárfestir kaupir hlut í framtíðarhagnaði fyrirtækis og ber áhættuna með því og verður afgangskröfuhafi (residual claimant).

Frá sjónarmiði greiðslujafnaðar er bein erlend fjárfesting mun öruggari fjármögnun en lántaka þar sem hinn erlendi eigandi hlutafjár fær aðeins arð af fjárfestingu sinni ef hún skilar hagnaði. Og ef verkefnið gengur alls ekki upp þá lendir tapið á afgangskröfuhöfunum – þeim sem eiga hlutaféð – og lítið sem ekkert fer aftur út í gegnum greiðslujöfnuðinn. Það er því grundvallarmunur á þeirri þjóðhagslegu áhættu sem fylgir því fyrir lítil opin hagkerfi að taka við erlendu fjármagni sem beinni erlendri fjárfestingu eða sem lánnum. Bein erlend fjárfesting er því með raun og réttu þjóðhagsleg áhættudreifing fyrir viðkomandi land þar sem útlendir fjárfestar taka á sig hluta af rekstraráhættu atvinnulífsins með því leggja fram eigið fé. Með því að gerast hluthafar í atvinnulífinu eru hinir erlendu fjárfestar orðnir hluthafar í samfélaginu sem geta ekki hlaupist á brott þegar skammtímaáföll ríða yfir.

Samhliða því að reiða fram hlutafé leggja fjárfestarnir fram bæði þekkingu og viðskipta-tengsl til að féð ávaxtist í nýju landi. Ótal rannsóknir hafa einnig sýnt fram á hvernig tækni og þekking berast á milli landa með eiginfjárflutningum, hvort sem er með stofnun nýrra fyrirtækja eða kaupum á ráðandi hlut í starfandi fyrirtækjum. Eiginfjárfærslur eru því ómissandi hluti af útbreiðslu nýjunga, framfara og aðlögunar og þau lönd sem loka sig frá þessum síkviku straumum bjóða jafnframt hættunni heim á stöðnun. Það á jafnt við um rík lönd sem fátæk. Fyrirtæki í eigu erlendra fjárfesta greiða aukin heldur yfirleitt hærra laun en þekkist meðal annarra fyrirtækja á hverju atvinnusvæði, en almennt séð njóta þau lönd sem eru opin fyrir beinni erlendri fjárfestingu hraðari hagvaxtar. Slíkur þekkingarflutningur er gríðarlega mikilvægur fyrir þær þjóðir sem eru skammt á veg komnar við að tileinka sér nútíma framleiðsluhætti eða geta sökum fólksfæðar ekki verið í fararbroddi í öllum þekkingarferlum. Þessar tvær tegundir landa búa við

<sup>11</sup> Samkvæmt skilgreiningu felst bein erlend fjárfesting (foreign direct investment) í kaupum fjárfestis á 10% eða meira af atkvæðisbæru eiginfé í fyrirtæki sem er í öðru landi en hans eigin.

<sup>12</sup> Samkvæmt viðmiðum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er venja að skipta fjármagnsjöfnuði niður í fimm megin flokka. Í fyrsta lagi beina erlenda fjárfestingu (foreign direct investment), í öðru lagi verðbréfavíðskipti (portfolio investments), í þriðja lagi afleiðuvíðskipti (derivatives), í fjórða lagi aðrar fjármagnshreyfingar (other investments) og í síðasta lagi breytingar á gjaldeyrisforða.

lítinn innanlandsmarkað – annaðhvort vegna lágra atvinnutekna eða fólksfæðar – og vélvæðing framleiðsluferla hlýtur þá að miðast við erlenda markaði fremur en innlenda. Þekking á þessum erlendu mörkuðum skiptir ákaflega miklu og er eitt af því helsta sem fjölþjóðafyrirtæki leggja fram er þau fjárfesta í téðum löndum.

Hægt er að sjá fyrir sér að beinar erlendar fjárfestingar í atvinnugreinum sem ekki koma nálægt útflutningi geta skapað gjaldmiðlamisræmi þar sem hagnaður þeirra er aðeins í innlendri mynt en skuldagreiðslurnar í erlendri mynt. En í stóra samhenginu er þetta yfirleitt fremur lítill áhættuþáttur. Hins vegar leiðir notkun erlends lánsfjár sjálfkrafa til aukinnar þjóðhagslegrar áhættu fyrir viðkomandi land þar sem veður geta skipast mjög skjótt í lofti á fjármagnsmörkuðum. Staðreyndin er einnig sú að stór hluti af fjármagnsflæði á milli landa er rekinn áfram af fjárfestum sem ætla sér aðeins stutt stopp í viðkomandi landi og reynslan sýnir að styggð kemur mjög auðveldlega að þeim. Og þá er hlaupið heim eins og fætur toga með fjármagnið. Þetta leiðir hugann að þeirri spurningu undir hvaða formerkjum fjármagn ferðast á milli landa.

## 5.6 Vandamálið við vaxtamunarviðskipti

Samkvæmt hinni hreinu, klassísku, hagfræðilegu kenningu ætti raunvaxtamunur að reka áfram fjármagnsflæði á milli landa. Ef lítið er til hvers lands ættu raunvextir að ráðast – líkt og raungengi – af djúpum hagfræðilegum þáttum á fjármagnsmarkaði sem stjórna framboði og eftirspurn eftir sparnaði (eða lánsfé). Í því framhaldi mun fjárfesting stillast af með þeim hætti að jafnvægisvextir séu jafnir jaðarframlegð fjármagns (marginal product of capital). Nú er það svo að framlegð/framleiðni fjármagns ræðst af hlutfalli annarra framleiðsluþátta sem eru til staðar.<sup>13</sup> Þjóðir sem eru með lítið af fjármagni en með mikið af vinnuafli – eins og á við um allar fátækar þjóðir – búa við fjármagnsskort. Skorturinn lýsir sér í mjög mikilli jaðarframlegð fjármagns og háum vöxtum en téð lönd hafa aftur á móti yfrið nóg af vinnandi höndum sem veldur mjög lítilli jaðarframlegð vinnuafls og lágum launum. Þau lönd sem eru með hlutfallslega mikið af fjármagni en lítið af vinnuafli – eins og á við um allar ríkar þjóðir – búa við tiltölulega lága jaðarframlegð fjármagns og lága vexti en háa jaðarframlegð vinnuafls og há laun.

Galdur iðnbyltingarinnar felst einmitt í því að auka framleiðni vinnuafls og bæta kjör fólks með aukinni vélvæðingu og uppsöfnun fjármagnsstofns. Og byltingin á að dreifast um heiminn með alþjóðaviðskiptum sem eru drifin áfram af mismun bæði raunlauna og raunvaxta. Fjármagnsrík lönd eiga að flytja út vörur sem eru fjármagnsfrekar í framleiðslu og jafnframt á fjármagn að flytjast til þeirra landa sem eru með hærri raunvexti vegna þess að þau skortir fjármagn. Vinnuaflsrík lönd eiga aftur á móti að flytja út vinnuafsfrekar vörur og jafnframt á fólk að flytjast frá þeim til launahærri landa. En ein

<sup>13</sup> Lögmálið um fallandi jaðarframlegð er eitt af grundvallarlögmálum hagfræðinnar. Það gerir ráð fyrir því að ef aukið er við einn framleiðsluþátt mun það ávallt auka við framleiðsluna en afraksturinn minnkar eftir því sem vægi þessa þátta eykst á kostnað annarra þátta. Þannig mun uppsöfnun fjármagnsstofns lækka raunvaxtastigið ef sú uppsöfnun er hraðari en hlutfallsleg aukning vinnuafls á sama tíma. Hin hliðin á peningnum er aftur á móti sú að ef vægi eins þátta vex á kostnað annarra framleiðsluþátta mun framlegð þeirra hækka. Þannig mun uppsöfnun fjármagnsstofnsins hækka framlegð vinnuafls og launastig.

af grundvallar kennisetningum hagfræðinnar – kennd við sænsku hagfræðingana Eli Heckscher og Bertel Ohlin – segir að ekki skipti máli hvort lönd eigi í viðskiptum með afurðir eða framleiðsluþætti, það muni koma í sama stað niður. Frjáls utanríkisviðskipti eiga að jafna bæði laun og vexti um allan heiminn og gera öll lönd jafnrík.<sup>14</sup> Sjá nánar í boxi 5.2.

Í þessu er töluverður sannleikskjarni en einnig mikil einföldun. Til eru mörg dæmi um hvernig þessir kraftar hafa verkað með réttum hætti og lönd hafa hoppað frá örbirgð til bjargálna með árangursfullri alþjóðavæðingu. Staðreyndin er sú að fjármagn eitt og sér dugar skammt ef þekking og hugvit koma ekki með því og auk þess verður ákveðinn stofnanarammi að vera til staðar í viðkomandi landi svo frjáls viðskipti geti blómgast. Hér má telja öruggan eignarrétt, virka dómstóla og annað eftir þeim götunum.<sup>15</sup> Hins vegar er heldur verra að raunvaxtamunur er aðeins einn af þeim þáttum sem leiða áfram fjármagnsviðskipti og margt annað kemur til skjalanna þegar litid er til skemmri tíma.

Eitt helsta grundvallarlögmál hagfræðinnar kallast óvarið vaxtajafnvægi (uncovered interest parity) sem markar högnun á fjármagnsmarkaði með sama hætti og lögmálið um jafnvirði verðs markar jafnvægi á vörumarkaði. Þetta lögmál er hægt að rita með neðangreindum hætti:

#### **Vænt gengishreyfing heimagjaldmiðils = innlendir nafnvextir – erlendir nafnvextir**

Óvarið vaxtajafnvægi segir einfaldlega að fjármagn elti uppi vaxtamun á milli landa að teknu tilliti til gengisáhættu. Þannig að ef eitt land hækkar vexti umfram önnur mun erlent fjármagn leita til þess lands þar til áhættan við gengisveikingu samsvarar vaxtamuninum. Í þessu skammtímasamhengi eru það nafnvextir en ekki raunvextir sem skipta höfuðmáli. Fyrir þann sem býr í landi A en fjárfestir í landi B gildir einu hver verðbólgan er í landi B þar sem hann mun verja fjármunum sínum í sínu heimalandi, landi A. Það sem skiptir hann máli er á hvaða gengi hann getur skipt peningum í gjaldmiðli B yfir í sinn eigin heimagjaldmiðil. Þessi staðreynd skiptir höfuðmáli þegar kemur að því að skýra þann óstöðugleika sem oft hlýst af fjármagnsflutningum á milli landa; fjárfestar til skamms tíma elta nafnvexti á milli landa en ekki raunvexti. Nafnvextir ráðast sem kunnugt er annars vegar af raunvaxtastigi og hins vegar af verðbólguvæntingum.<sup>16</sup> Frjálsum utanríkisviðskiptum er aðeins ætlað að jafna raunvaxtastigið en verðbólguvæntingar ráðast af peningamálastefnu og efnahagslegum aðstæðum hvers lands og geta því verið ólíkar á milli landa um ótakmarkaðan tíma. Það felur í sér að ef eitthvert land hefur háar verðbólguvæntingar mun það leiða til nafnvaxtamunar við útlönd sem getur leitt til óhóflegrar gengisáhættu og dregið að skammtímafjármagn.

<sup>14</sup> Þrátt fyrir fullkomið frelsi í fjármagnsviðskiptum og jöfnun raunvaxta yfir heiminn geta vextir verið mismunandi á milli landa vegna mismunandi áhættuálags, lánshæfismats og svo framvegis. Jöfnun raunvaxta táknar aðeins jöfnun áhættulausra vaxta (risk free rates) samkvæmt fræðunum. Hitt er annað mál að áhættulausa vexti er líklega hvergi að finna í raunveruleikanum. Fyrir daga fjármálakrísunnar var oft miðað við vexti af bandarískum ríkisskuldabréfum sem þá vexti er kæmust næst því að kallast áhættulausir, en það gera fáir á okkar viðsjárverðu tímum.

<sup>15</sup> Sjá til að mynda bók Hernando de Soto „The Mystery of Capital“ frá árinu 2003.

<sup>16</sup> Samkvæmt Fisher reglunni er vaxtajafnvægið svona: Nafnvextir = raunvextir + vænt verðbólga

Alþjóðleg fjármagnsviðskipti eru að langmestu leyti stunduð í fimm myntum: Bandaríkjadollurum, breskum pundum, evrum, japönskum jenum og svissneskum frönkum. Þessir gjaldmiðlar eru einnig oft kallaðir forðamyntir (reserve currencies) og um 98% af öllum alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum eru í þessum ofantöldum myntum. Lönd sem standa utan þessara myntsvæða geta ekki sótt sér langtímafjármagn á erlenda fjármagnsmarkaði með því að gefa skuldabréf í heimamynt – þau verða að velja á milli þessara fimm megin mynta. Ómöguleiki á alþjóðlegri lántöku í eigin mynt hefur verið kallaður *erfðasynd* (original sin) þeirra myntsvæða sem hafa ekki alþjóðlegt greiðsluhæfi og tengist ekki nema að takmörkuðu leyti hvernig löndin síðan standa sig í efnahagsmálum. Það eitt að hafa ekki forðamynt (reserve currency) útilokar lántöku í eigin mynt.<sup>17</sup> Þetta felur í sér að höfuðstóll skuldarinnar sem stofnuð er þegar lánsfjármagn flyst til viðkomandi lands er ávallt bókfærður í erlendri mynt og fylgir síðan gengisþróun. Vaxtagreiðslurnar eru þá einnig reiknaðar í erlendri mynt – sem er umreiknuð miðað við gengi heimagjalmiðilsins.

*Erfðasyndin* hefur þær afleiðingar að lönd verða ávallt að taka á sig gengisáhættu ef þau sækja fjármagn á erlenda markaði þar sem vextir og afborganir verða gengistryggð. Slík gengisáhætta þarf ekki að skapa vandamál ef sá sem tekur lánið er úflutningsaðili og er því með tekjur í erlendri mynt, en er stórkostlegur áhættuþáttur fyrir flesta aðra. Hér getur einnig hæglega skapast freistnivandi til erlendra lántöku ef íbúar viðkomandi lands búa við mjög hátt vaxtastig meðal annars vegna þess að verðbólguáhætta er mikil. Það leiðir til þess að innlendir nafnvextir verða mjög háir í samanburði við erlenda vexti og bæði fólk og fyrirtæki freistast til þess að taka gengisáhættuna til þess að tryggja sér lægri vaxtafjármögnun. Yfirleitt gerist þetta með þeim hætti að innlendir fjármálastofnanir sækja erlenda lánsfjármagnið og endurlána síðan gengistryggt inn í hagkerfið. Hins vegar, eins og óvarið vaxtafjafnvægi sýnir, er þetta sýnd veiði en ekki gefin þar sem erlendir og innlendir vextir eru í raun þeir sömu þegar tekið er tillit til gengisáhættu. Til skamms og meðallangs tíma kann gengisþróunin að vera með þeim hætti að erlenda lántaka skili vaxtasparnaði en fyrr fremur en síðar mun sá sparnaður þurkast út og jafnvel gott betur við gengisfall.

Ef lönd gerast verulega frek til fjárins á erlendum fjármagnsmörkuðum og notkun erlends lánsfjármagns verður mjög almenn í efnahagslífinu verður það til þess að gengismismisræmi skapast á milli eigna og skulda: Skuldirnar eru gengistryggðar en eignirnar eru í innlendri mynt. Í slíku hagkerfi munu gengishreyfingar ákvarða eiginfjárstöðu bæði fyrirtækja og heimila. Gengishækkun lækkar skuldir og eykur eigið fé en lækkun eyðir eiginfjármagni. Hægt er að kalla slíka lönd *gengisháð* hagkerfi (currency dependent economies) þar sem gengishreyfingar skipta sköpum fyrir fjármálastöðugleika og framgang peningastefnunnar. Efnahagslífið í slíkum gengisháðum löndum má með réttu kallast afleiða á gjaldeyrismarkaðinn og er óstöðugt eftir því.<sup>18</sup> Ísland var fyrir árið 2008

<sup>17</sup> Sjá Barry Eichengreen og Ricardo Hausmann (1999). „Exchange Rates and Financial Fragility“, In *New Challenges for Monetary Policy. Proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*. Eða Ricardo Hausmann og Ugo Panizza, (2003). „On the determinants of Original Sin: An empirical investigation“. *Journal of International Money and Finance* 22 (7): 957.

<sup>18</sup> Sjá Ásgeir Jónsson og Jón Daniélfsson (2005) „Countercyclical Capital and Currency Dependence“. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 14, No. 5, pp. 329-348, December 2005



sýnibókardæmi um gengisháð hagkerfi þar sem bróðurparturinn af skuldbindingum innlendra fyrirtækja var bókfærður í erlendri mynt.

Sama hvatavandamál skapast einnig hinum megin frá, hjá erlendum fjárfestum að sækja sér vaxtamun með því að kaupa innlendar skuldbindingar. Vaxtamunarviðskipti mega með réttu kallast skammsýnn leikur þar sem viðkomandi fjárfestar hafa hugann nær eingöngu við stutta nafnvexti og skammtíma nafngengishreyfingar. Fjölmargir hafa brennt sig í þessum leik en aldrei virðist skortur á nýjum þátttakendum. Staðreyndin er sú að alþjóðlegu fjármagni hefur hætt til þess að elta þessi villuljós í stað þess að streyma inn sem langtímafjárfesting. Raunar er litið á það sem stórkostlegt vandamál um hinn víða heim að óstöðugt flæði „kvikasilfurs“ (hot money) yfirgnæfir aðra fjármagnsflutninga sem eiga sér raunverulegar hagrænar orsakir á gjaldeyrismörkuðum. Hins vegar getur slíkt skammtímaflæði haft veruleg hagræn áhrif í gegnum greiðslujöfnuðinn og skapað þenslu og samdrátt á víxl – og þannig truflað framgang alþjóðavæðingar og iðnvæðingar um heiminn.

## 5.7 Niðurstaða

Það er ekki hægt að nálgast greiðslujöfnuð lands með sama hætti og greiðsluflæði fyrirtækja með því að reikna fast tekjustreymi langt fram í tímann. Greiðslujöfnuður er eins konar afstemmingardákkur fyrir hagkerfið í heild sinni og um leið nokkurs konar þrýstingsrofi þar sem fjárstraumar inn og út úr landinu mætast og skapa þyngdarafi fyrir þróun eftirspurnar. Það skiptir í sjálfu sér ekki höfuðmáli hvort það er afgangur/halli á fjármagnsjöfnuði eða viðskiptajöfnuði sem setur greiðslujöfnuð úr jafnvægi þar sem mjög sterkir hagrænir hvatar ýta honum aftur á núllpunkt. Kjarni málsins er sá að staða greiðslujafnaðar hefur áhrif á lausafjárstöðu hagkerfisins sem getur bæði komið fram sem hreyfing á gjaldeyrismarkaði eða breyting á lausafjárstöðu bankakerfisins. Sú neikvæða hlið er á fjármagnsinnflutningi að hann leiðir oft til þenslu, eignabólu og einkaneyslu. Áhrifin eru ekki að öllu leyti samhverf (symmetric). Ójafnvægi byggist upp með stíganda samfara miklu innflæði á greiðslujöfnuði en aðlögunin kemur oftast fram með ofsakenndum hætti þegar lausafé og/eða gjaldeyrisforði byrjar að renna til þurrðar.

Aðgangur að erlendum fjármagnsmörkuðum opnar möguleika fyrir þjóðir að aðskilja ákvarðanir um neyslu, fjárfestingu og opinber útgjöld og víkka út framleiðslumöguleikajaðarinn til skamms tíma. Hins vegar þarf ávallt að hugsa fyrir heimferðinni þegar sparnaður er sóttur til annarra landa. Í samhengi greiðslujafnaðar ætti erlent fjármagn einkum að vera nýtt af útflutningsgreinum þar sem nýjar erlendar tekjur skapast til þess að endurgreiða peningana. Ef nauðsynlegur viðskiptaafgangur skapast ekki með auknum útflutningi til endurgreiðslu skulda verður raungengið að lækka til þess að færa efnahagslífið niður á lægra neyslustig með minni innflutningi. Slík raungengisaðlögun er yfirleitt fengin með gengisfalli ef viðkomandi land er með eigin gjaldmiðil. Ef svo er mun lægra gengi lækka kaupmátt og draga þannig úr þjóðarútgjöldum. Ef landið er hluti af stærra myntsvæði mun raungengið aðeins lækka með samdrætti og verðhjöðnun. Öllum tilvikum fylgir mikill kostnaður og óstöðugleiki fyrir hvert land við að rétta greiðslujöfnuðinn við aftur ef viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður lenda á misvíxl.

Þessi áhætta er þó mun minnni ef fjármagnið kemur inn sem bein erlend fjárfesting þar sem endurgreiðsla á sér aðeins stað ef fjárfestingarverkefnið gengur upp.

Sú atburðarrás sem er þó algengust – og raunar læðist aftan að mörgum þjóðum – er að erlendar lántökur hefjist upphaflega vegna fjárfestingar í útflutningsgreinum sem skilar sínu. Hins vegar, um leið og fjármagnið fer að streyma mun það valda ruðningsáhrifum með lækkun vaxta og hvetja áfram einkaneyslu og þjónustugreinar samhliða fjárfestingunni. Þannig að á tiltölulega skömmum snýst viðskiptahallinn frá því að vera drifinn áfram af fjárfestingum í útflutningsgreinum yfir í að vera afleiðing ofpenslu og neyslu. Og iðnbyltingin hefur umbreytt í fjármála- og eignabólu.

Frjálsum alþjóðlegum fjármagnsviðskiptum er aðeins ætlað að jafna út raunvaxtamun á milli landa en nafnvaxtamunur getur áfram verið til staðar enda stafar hann af mismunandi verðbólguvæntingum. Þannig getur mismunandi verðbólguþróun leitt til mismárra nafnvaxta og leitt til freistnivanda við erlendar lántökur. Það er hvort tveggja að íbúar hávaxtalandis reyna að taka erlend lán til þess að tryggja sér lægri vexti en taka á sama tíma óhóflega gengisáhættu sem og að erlendir fjárfestar reyna að tryggja sér háa innlenda vexti með kaupum stuttra skuldbindinga þrátt fyrir gengisáhættuna. Þessi vaxtamunarviðskipti leiða til óhóflegrar áhættutöku og óstöðugleika sem hefur komið mörgum löndum í koll.

Viðskiptajöfnuður er þjóðhagsstærð sem er í eðli sínu þung í svifum en fjármagnsjöfnuður er aftur á móti kvikur og hverfull og snýst eftir straumum. Þetta skapar margs konar aðlögunarvandamál þegar til dæmis viðskiptahalli hefur byggst upp sem gerir þá kröfu um jafnt og stöðugt innflæði fjármagns til þess að halda greiðslujafnvægi. Ef síðan straumhvörf verða á fjármagnsmarkaði – fjármagnsinnflæði snýst í útflæði – þá situr viðskiptahallinn eftir ófjármagnaður og greiðslujöfnuður lendir í halla. Seðlabankar geta mætt hallanum með því að selja úr gjaldeyrisforðanum en aðeins til skamms tíma. Um leið og greiðslujöfnuði byrjar að blæða fara mjög öflugir kraftar af stað sem kom fram með lækkun raungengisins, hækkun vaxta og/eða lánastoppi vegna lausafjárvandæða í bankakerfinu.

Þessar hræringar þína fram sársaukafulla þjóðhagslega aðlögun með því að þrýsta niður þjóðarútgjöldum til þess að minnka innflutning og snúa þannig viðskiptajöfnuði í afgang. Slíkt megrunarátak kann að vera hollt fyrir hagkerfið, sem að öllum líkindum hefur komið sér upp viðskiptahalla vegna þenslu og yfirspennu á eignamörkuðum. En breyttur lífstíll þarf sinn tíma. Fossandi halli á greiðslujöfnuði setur svo mikinn þrýsting á aðlögun á svo skömmum tíma að framleiðsla stöðvast og gríðarlegur samdráttur á sér stað. Meinið er einnig að þessi atburðarrás er alls ekki háð því að viðskiptahalli sé til staðar. Fjármagnsflótti einn og sér getur kallað þessa aðlögun fram jafnvel þótt utanríkisviðskiptin séu í jafnvægi, enda eru skammtíma fjármagnshreyfingar oft mikið vandamál á heimsvísu.

Í samhengi lífeyrissparnaðar er hægt að draga tvær ályktanir út frá þeirri greiningu á greiðslujöfnuði sem farið er yfir hér að ofan.



Í fyrsta lagi hefur innflutningur á erlendum sparnaði hneigið til þess að hafa ruðningsáhrif á innlendan sparnað. Það gerist einmitt vegna þeirra jafnvægis krafta sem farið var yfir hér að framan og halda greiðslujöfnuði í jafnvægi: Afgangur á fjármagnsjöfnuði þvingar beinlínis fram halla á viðskiptajöfnuði með hreyfingu bæði raungengis og raunvaxta sem hvetur áfram innlenda eftirspurn. Það gerir Íslendingum ákaflega erfitt um vik að taka í mót erlendri fjárfestingu án þess að hún skapi veruleg ruðningsáhrif og valdi útflutningsatvinnuvegum búsiþingum með hækkun raungengisins. *Erlend fjárfesting lífeyrissparnaðar ætti að vera ein helsta leiðin til þess að hlutleysa áhrif mikils fjármagnsinnflæðis á greiðslujöfnuðinn og koma í veg fyrir erlend fjárfesting valdi þenslu á innanlandsmarkaði.*

Í öðru lagi, samkvæmt lífshlaupslíkaninu sem kynnt var í kafla 2, er erlend fjárfesting lífeyrissparnaðar hlutlaus gagnvart greiðslujöfnuði ef fjármagnsfærslan til útlanda er jöfn þeirri minnkun innflutnings sem sparnaðurinn skapar. Einn mælikvarði á það væri til að mynda *hlutur innflutnings í þeirri neyslu sem er frestað vegna lífeyrisiðgjalda*. Þá munu viðskiptaafgangur og halli á fjármagnsjöfnuði standast á og raungengið hnikast ekki frá jafnvægi. Ef hins vegar þessum lífeyrissparnaði er ekki fjárfest heldur haldið inni í landinu, svo sem vegna fjármagnshafta, mun viðskiptaafgangurinn sem lífeyrisiðgjöldin skila leiða til ruðningsáhrifa og hækkunar raungengisins upp fyrir jafnvægi og örva þjóðarútgjöldin allt þar til afgangurinn er horfinn. Þessi áhrif eru til viðbótar þeim að lífeyrissparnaðurinn hafi minni valmöguleika í fjárfestingum í höftum og muni þar af leiðandi hneigjast til að fara í óarðbærari fjárfestingar en ella þar eð hluti fjárfestingarkosta er ekki til staðar. *Með öðrum orðum, þensluáhrif af innbyrgingu lífeyrissparnaðar eru þau sömu og af miklu erlendu innflæði á fjármagnsjöfnuð.*

Setning fjármagnshafta felur þó ekki endilega í sér raunverulega lokun fjármagnsviðskipta – þau halda áfram og samhengið á milli utanríkisviðskipta og fjármagnsjafnaðar er áfram hið sama. Höftin aftur á móti *stjórnmalavæða fjármagnsviðskiptin* þar sem fjármagnsfærslur lúta annaðhvort pólitískt ákvörðuðu undanþágufærli eða eru á vegum ríkisins sjálfs. Stjórnmalavæðing fjármagnsviðskipta hefur einnig tilhneigingu til þess að leiða til íhlutunar um það hvernig fjármagninu er varið innan landsins. Þannig verða fjárfestingarnar ákvarðaðar á pólitískum vettvangi fremur en á hinum frjálssa markaði sem yfirleitt leiðir til missetningar fjármagns (misallocation of capital).

Með haftasetningu er hægt að ná stöðugleika í fjármagnsjöfnuði og til að mynda koma í veg fyrir að fjármagnshreyfingar séu sífellt að trufla raunhagkerfið. Hins vegar er kostnaðurinn gríðarlegur til lengri tíma þar sem höftin loka á þekkingarflakkið sem alþjóðleg framleiðsluþáttaviðskipta skapa. Einn af helstu kröftunum að baki iðnvæðingunni er stærðarhagkvæmni hvort sem um er að ræða fjármagn (capital) eða mannauð (human capital). Það er mikið mein að landið fari á mis við erlenda fjárfestingu en enn verra er þó að íslensk fyrirtæki lokast inni á sínum litla heimamarkaði.

## Box 5.2

## Tuskudýra-lögmálið

Árið 1933 gaf ungur sænskur hagfræðingur við Stokkhólmsháskóla, Bertil Ohlin að nafni, út bók þar sem leitast er við að skýra útflutning á milli landa. Ohlin byggði greiningu sína á hugmyndum lærifóður síns við Stokkhólmsháskóla, Eli Heckser, sem ritað hafði grein um svipað efni nokkru áður. Framlag þeirra beggja er oft sett undir einn hatt sem *Lögmál Heckscher-Ohlin* sem hefur orðið að hornsteini í kenningum um alþjóðaviðskipti. Lögmálið segir einfaldlega að *ef eitthvert land hefur hlutfallslega meira af einum framleiðsluþætti en önnur lönd muni það sama land flytja út þær vörur sem eru frekar á viðkomandi framleiðsluþátt sem gnótt er af*. Þannig ættu lönd sem hafa mikið af fólki en lítið fjármagn að flytja út vinnuafsfrekar vörur, svo sem vefnað og klæðnað, en flytja inn fjármagnsríkar vörur líkt og vélar og tæki.

Þetta lögmál heldur vel í raunveruleikanum, einkum fyrir þann hluta utanríkisviðskipta sem snýr að auðlindum en einnig þann er snýr að viðskiptum á milli ríkra og fátækra, mannmargra landa – og kann að þykja fremur augljós sannindi á vorum tímum. Stór hluti af útflutningi Bangladesh, Indlands og Kína, svo dæmi séu tekin, er vinnuafsfrekar.

Hins vegar fellur annað lögmál út úr greiningu þessara tveggja sænsku hagfræðinga sem er fjarri því að vera jafn augljóst en það er *lögmálið um jöfnun framleiðsluþáttaverðs* fyrir tilstilli utanríkisviðskipta. Það felur í sér að téður útflutningur Kína og Bangladesh á eljuverkum milljóna, fótum, klæðum og öðrum vinnuafsfrekum vörum, ætti sjálfkrafa að leiða til þess að laun þar ættu að hækka til jafns við það sem þekkist í hinum þróaðri löndum. Það kann að hljóma heldur ótrúverðugara, en röksemdafærslan er eftirfarandi:

Ofgnótt af ákveðnum framleiðsluþætti hjá einu landi leiðir til þess að verð þess þáttar verður mjög lágt í samanburði við önnur lönd. Lág laun í þróunarlöndum eru því til vitnis um mikinn fjölda af vinnandi höndum en lítið af fjármunum (capital) fyrir þær hendur að vinna við. Hins vegar um leið og útflutningur hefst á vinnuafsfrekum framleiðsluvörum mun það sjálfkrafa leiða til aukinnar eftirspurnar eftir vinnuafli sem mun hækka launastigið. Með áframhaldandi framþróun utanríkisviðskipta mun þessi útflutningur á vinnuafsfrekum vörum að lokum leiða til þess að launastig hækkar og leitar í átt til þess sem þekkist í hinum ríkari löndum.

Framgangur lögmálsins um jöfnun þáttaverðs getur tekið tíma og oltið á mörgum öðrum hlutum tengdum alþjóðaviðskiptum, svo sem beinni erlendra fjárfestingu, stofnanaumhverfi og mörgu öðru. Hægt er þó að nefna mörg dæmi um hvernig lönd hafa hafið þátttöku í alþjóðaviðskiptum með útflutningi á framleiðslu sem byggir á gnótt af ódýru vinnuafli en svo eftir að hjólin fara að snúast fíkra löndin sig áfram til aukinnar auðlegðar og kaupmáttar og fara að framleiða aðrar vörur.

Hægt er að lesa þessa þróun af hagtölum, hvernig margar Asíuþjóðir hafa náð að hefja sig upp til bjargálfa í krafti utanríkisviðskipta. Hana er einnig hægt að sjá af því hvernig hin mannaflsreka framleiðsla tuskudýra hefur færst á milli landa. Sú var tíðin á áttunda áratugnum að tuskudýr og bangsar báru merki sem á stóð „Made in Hong Kong“ eða „Made in Taiwan“ en á þessum tíma voru þessi tvö lönd mjög vinnuafsrík láglaunasvæði. Bangsar frá þessum tveimur löndum eru nú sjaldséðir enda njóta þau nú lífskjara á borð við vestrænar þjóðir.

## Box 5.2

---

Á níunda áratugnum voru tuskudýrin merkt „Made in South Korea“ en það land hefur nú einnig útskrifast frá bangsasaumi og er á góðri leið með að ná vestrænum lífskjörum. Á tíunda áratugnum birtist síðan „Made in China“ og ekki þarf að fara mörgum orðum um þær gríðarmiklu efnahagsframfarir sem hafa átt sér stað þar, þó að enn sé til staðar hafsþór af ódýru vinnuafli. Og nú eru farnir að birtast miðar merktir öðrum löndum á tuskudýrum, svo sem „Made in Bangladesh“ eða „Made in the Philippines“. Staðreyndin er þessi: Um leið og utanríkisviðskipti hefjast og útflutningur á vinnuafsfrekum vörum hefst mun launastigið fara að hækka og ef framþróunin er með eðlilegum hætti munu aðrar aflvélar knýja áfram hagvöxt og bætt lífskjör.

## Kafli 6.

# Greiðslujafnaðarsaga Íslands

## 6.1 Hátíð frjálsrar verzlunar

Einni stundu fyrir hádegi, föstudaginn 15. apríl 1904, var öllum verslunum lokað í Reykjavík og gefið frí í skólum. En á hádegi söfnuðust verslunarmenn bæjarins síðan saman á Lækjartorgi og héldu fylktu liði í „skrautgöngu“ undir lúðrablæstri til kirkjugarðsins við Suðurgötu. Veðrið var bjart og fagurt og bæði *Hvítbláinn* og *Dannebrog* voru bornir fyrir fylkingunni en einnig blöktu fánar við hún á öllum verslunum bæjarins. Þegar til kirkjugarðs var komið var lagður blómsveigur að leiði Jóns Sigurðssonar, Björn Jónsson ritstjóri Ísafoldar hélt ræðu og síðan spilaði „lúðraþeytaraflokkurinn“ *Ó Guð vors lands*. Síðan sneri skrúðgangan við og hélt með lúðrablæstri til Lækjartorgs.

Tílefni skrúðgöngunnar var hálftrar aldar afmæli verslunarfrelsis, en þann 15. apríl 1854 höfðu síðustu leifar dönsku verslunareinokunarinnar verið afnumdar með undirritun konungs á fríverslunarlögum fyrir Ísland í „höllu Vorri við Friðriksborg“. Hátíðarhöldunum var síðan framhaldið um kvöldið á samkomum víðs vegar um bæinn. Verslunarmenn sátu til borðs í Iðnó, sem þá var stærsti salur bæjarins, verslunarkonur á Sigríðarstöðum, skólapiltar í Bárubúð og stúdentafélagið á Hótel Reykjavík. Á þessum samsætum voru ekki aðeins fluttar ræður heldur var frelsið einnig lofsungið með sérstökum „Verzlunarfrelsis-ljóðum“ sem Jón Ólafsson, ritstjóri og Alaskafari hafði samið í tílefni dagsins. Kvæðabálkurinn „Verzlunarfrelsis-ljóð“ taldi nítján erindi og hljóða tvö af síðustu erindunum svo:

*Og verzlunar-frelsið bar ávöxt hér ótt  
og eldgömlu deyfðina kyrkti,  
það þjóðlíf vort glæddi, og frelsiþrá fljótt  
til frekari baráttu styrkti.*

*Lifi verzlunar-frelsið sem vegurinn beinn  
til að oss verði brauð úr steinum!  
Lifi verzlunar-frelsið sem fóturinn einn  
undir frelsinu í öllum greinum*

Það var líka fleira til að fagna 1904. Þetta var árið sem Íslendingar fengu framkvæmdavaldið heim með fyrsta ráðherranum og fyrsti einkabankinn – Íslandsbanki – opnaði dyr sínar fyrir viðskiptavinum. Rétt handan við hornið voru togarar og þéttbýlismyndun. Iðnbyltingin var að hefjast á Íslandi.

Iðnvæðingin hérlendis hófst að vísu nær heilli öld á eftir bresku iðnbyltingunni og raunar var Ísland með síðustu löndum Norðvestur-Evrópu til þess að nútímavæðast. Ástæðurnar fyrir seinlætinu voru líklega tvær. Annars vegar sköpuðust ekki forsendur fyrir vélvæðingu höfuð útflutningsgreinar landsins – sjávarútvegs – fyrr en í upphafi tuttugustu aldar með kolatogurum og bensínmotorum. Í annan stað voru Danir lengi vel ekki að flýta fyrir. Þeir voru að upplagi bændaþjóð, sem líkt og Íslendingar, flutti út mat til stórþjóða í kring.<sup>1</sup> Danir þurftu því ekki á íslenskum framleiðsluvörum að halda nema til þess að endurselja til annarra þjóða sunnar í álfunni og höfðu ekki margt að bjóða Íslendingum af iðnvarningi nema það sem þeir höfðu sjálfir keypt af Þjóðverjum og endurseldu hingað til lands. Þeir voru því í raun óþarfir milliliðir fyrir íslenska verslun.<sup>2</sup> Danska ríkið í heild sinni var auk þess á eftir öðrum Vestur-Evrópuþjóðum og það var því ekki fyrr en undir lok nítjándu aldar sem danskt fjármála- og efnahagslíf var orðið nægjanlega þroskað til þess að færa út kvíarnar til Íslands.

En þegar það gerðist þá gerðist það hratt. Í upphafi tuttugustu aldar má segja að landsmenn hafi stigið beint úr árabátunum í fjármagnsfreka togaraútgerð. Við upphaf tuttugustu aldar streymdi hingað fjármagn frá Danmörku og auk þess fluttist inn fólk til þess að kenna landsmönnum að versla, brugga öl, baka brauð, búa til lyf eða smíða úr gulli. Enn í dag bera gömul hús í bæjum landsins dönsk og þýsk nöfn til minnis um þá frumkvöðla sem reistu þau á sínum tíma.

En, svo undarlegt sem það kann að hljóma, þá er sem verslunarfrelsið hafi snúist í höndum Íslendinga eftir að fullveldi var fengið árið 1918. Líklega hafa fáar vestrænar þjóðir snúist jafn hratt og afdráttarlaust gegn markaðsbúskap og Íslendingar. Aðeins 2-3 áratugum eftir að Reykvíkingar flyktust í skrúðgöngu til þess að fagna því að hafa brotist undan dönskum verslunarhöftum höfðu landsmenn sett sín eigin höft og einangrað sig sjálfviljugir frá alþjóðaviðskiptum. Ef litið er yfir hagsögu Íslands frá fullveldi er ljóst að landsmenn hafa gengið mun lengra en aðrar þjóðir í því að hefta og afnema markaði, loks þegar þeir fengu forræðið yfir eigin efnahagsstefnu. Þá ríghéldu þeir í haftabúskap áratugum eftir að nágrannaþjóðirnar höfðu hafist handa við að losa sig úr honum. Þegar litið er til baka virðist sem rótin að hinum mikla vanda Íslendinga við að reka frjálst hagkerfi tengist sveiflum í greiðslujöfnuði sem hafa valdið því að landsmenn hafa aldrei náð því að varðveita efnahagslegan stöðugleika samhliða því að halda landinu opnu gagnvart umheiminum. Þetta á jafnt við nú sem fyrir 100 árum. Stærsta ástæðan fyrir þessum erfiðleikum er án efa íslenska krónan.

<sup>1</sup> Í upphafi nítjándu aldar voru Danir miklir útflytjendur á kornvörum en er leið á öldina sneru þeir blaðinu við og fóru að flytja inn korn til þess að ala svín og nautripi og fluttu út rifjur (beikon) og smjör.

<sup>2</sup> Í grein sem Jón Sigurðsson forseti birti í þriðja árgangi Nýrra Félagsrita árið 1843 og bar heitið „Um verzlun“ lýsir hann með skýrum hætti af hverju Danmörk væri ekki náttúrulegt viðskiptaland fyrir Ísland. Báðar þjóðir voru bændaþjóðir, matvælaútflytjendur sem fluttu inn iðnvarning á móti. Danir höfðu ekki margt að bjóða Íslendingum af iðnvarningi nema það sem þeir höfðu sjálfir keypt af Þjóðverjum og endurseldu hingað til lands. Þeir voru því í raun óþarfir milliliðir fyrir íslenska verslun. Frjáls heimsviðskipti hlutu því að færa þessar þjóðir í sundur í viðskiptalegu tilliti. Að mati Jóns forseta var sjálfstæðiskrafa gagnvart Dönum ekki aðeins spurning um þjóðerni heldur bein nauðsyn til þess að bæta viðskiptakjör landsins og efla útflutning.

Íslenska krónan varð til sem mynteining með fjárhagslegum aðskilnaði Íslands og Danmerkur árið 1871 en sama ár varð *Landssjóður Íslands* til sem nú gengur undir nafninu *Ríkissjóður Íslands*. Með stjórnarskránni árið 1874 fengu Íslendingar vald til þess að semja eigin fjárlög og heimild til eigin seðlaútgáfu árið 1885 sem var nýtt af Landsbankanum það sama ár. Ísland var samt sem áður hluti af dönsku myntsvæði og það var því í danskri fylgd sem Íslendingar urðu þátttakendur í norrænu myntbandalagi<sup>3</sup> og gulltryggingu árið 1876. Íslendingar fengu síðan sinn fyrsta seðlabanka þegar Íslandsbanki var stofnaður árið 1904. Íslandsbanki var þó fyrst og fremst viðskiptabanki í eigu danskra og norskra fjárfesta og skráður í kauphöllinni í Kaupmannahöfn. Bankinn hafði rétt til gulltryggðrar seðlaútgáfu fyrir Íslands hönd en undir verndarvæng danska seðlabankans. Þau vatnaskil urðu hins vegar með fullveldi landsins árið 1918 að íslenska krónan varð að sjálfstæðum gjaldmiðli. Aðeins tveimur árum síðar, eða 1920, skall fyrsta gjaldreyriskreppan á þjóðinni. Þannig hófst saga gjaldeyrisvandráða og verðbólgu sem staðið hefur óslitið fram á okkar daga. Íslendingar virðast hafa verið aldeilis óviðbúnir að reka eigin mynt og stunda sjálfstæða efnahagsstjórn þegar til átti að taka. En til dæmis liðu hátt í þrjú áratugir frá lýðveldisstofnun til þess að seðlabanki var stofnaður fyrir íslenska myntsvæðið árið 1961 og stofnanalegur rammi í kringum fjárlög og hagstjórn hefur lengst af verið mjög veikur. Allt þetta hefur orðið til þess að landsmönnum hefur farist mjög óhönduglega að viðhalda stöðugleika á greiðslujöfnuði nema með setningu hafta.

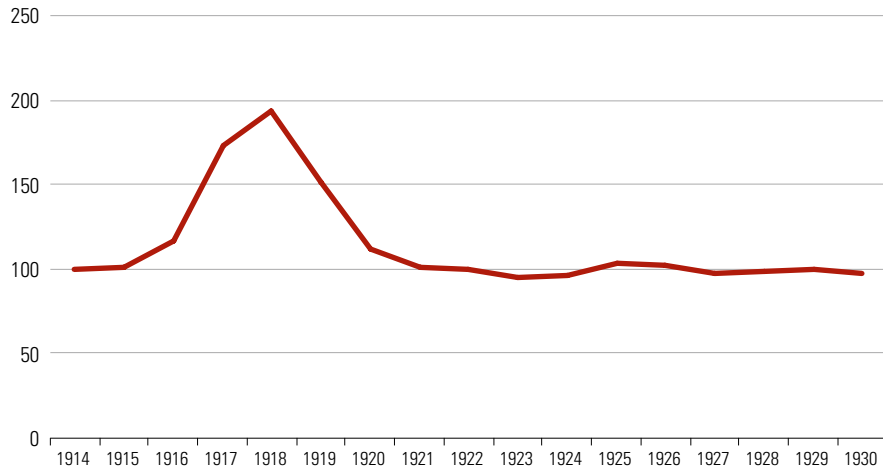
Hér verður farið yfir þróun greiðslujafnaðar frá því Ísland fékk verslunarfrelsi á nítjándu öld allt til vorra daga og hvernig efnahagsstefna landsins – og þá einkum haftasetning – hefur haft áhrif á samsetningu hans í gegnum tíðina.

## 6.2 Straumhvörf við Bankahrúnið 1930

Ef hagþróun Íslands er skoðuð út frá greiðslujöfnuði liggur fyrir að innflutningur erlends sparnaðar hefur ávallt gegnt mjög veigamiklu hlutverki fyrir fjárfestingu og hagvöxt héraðs. Eins og áður er frá sagt þá hófst íslenska iðnbyltingin í sjávarútvegi og var að miklu leyti fjármögnuð með dönsku áhættufjármagni. En eftir fullveldi hefjast nálega samfelld vandráði með greiðslujöfnuð landsins sem hefur alla tíð endurspeglast í miklum gengisóstöðugleika. Í sjálfu sér er fyrsta gjaldeyriskreppan árið 1920 auðskýrð. Íslenska krónan var með fastgengi 1:1 við dönsku krónuna. Hins vegar var gríðarleg verðbólga héraðs á stríðsárunum þar sem bæði helstu innflutningsvörur og útflutningsvörur hækkuðu verulega vegna stríðsins. Mikil verðbólga samhliða föstu nafngengi hækkar raungengið og leiðir til þess að viðskiptajöfnuður versnar. En eins og sést á mynd 6.1 hér að neðan þá nærri tvöfaldaðist raungengi krónunnar á stríðsárunum 1915–1918.

<sup>3</sup> Norræna myntbandalagið var stofnað með samningi á milli Danmerkur og Svíþjóðar árið 1873 þegar þessi tvö lönd festu gjaldmiðla sína við sama gullgildi (0,403 per krónu). Noregur var á þeim tíma í sambandi við Svíþjóð og varð aðili að myntbandalaginu árið 1875. Þessi myntsamvinna virðist hafa gengið vel og hnökralítið allt þar til styrjöldin braust út árið 1914 og löndin yfirgáfu gulltenginguna. Eftir það hafði stríðið mjög mismunandi áhrif á efnahag landanna og raungengisþróun varð síðan til þess að fastgengið á milli myntanna liðaðist í sundur.

**Mynd 6.1 Raungengi krónu gagnvart helstu viðskiptalöndum 1914–1930**



Heimild: Hagstofa Íslands.

Áhrif hærra raungengis á greiðslujöfnuðinn náðu ekki að koma fram á stríðsárunum vegna þess að flutningar til og frá landinu voru í lamasessi. Eftir að utanríkisviðskipti tókust á nýjan leik 1919 hófst innflutningur af miklum þunga samhliða því að verð féll á útflutningsvörum landsins. Gjaldeyrisforði landsins tæmdist á tiltölulega skömmum tíma og landið var í raun komið í greiðsluþrot árið 1920.<sup>4</sup> Ísland átti einkis annars úrkosti en að semja um lán frá Hambros banka á Englandi með veði í tolltekjum landsins, en á óhagstæðum kjörum, og endurlánaði Íslandsbanka. Ennfremur var gripið til innflutningshafta til þess að takmarka gjaldeyrisúttreymi. Þá myndaðist brátt svartur markaður með gjaldeyri og árið 1922 var svo komið að útflytjendur voru nánast hættir að selja bönkunum gjaldeyri, heldur áttu öll sín viðskipti á óopinberum markaði. Að lokum var fátt annað til ráða en að láta gengið falla, eða stýfa krónuna eins og það var þá kallað. Hið óopinbera frjálsa gengi var tekið til viðmiðunar og var krónan því lækkuð um 23%. Þá tók kreppan að líða hjá ytra og jafnvægi komst aftur á gjaldeyrisviðskipti við útlönd.<sup>5</sup>

Gjaldeyriskreppan 1920 var þó aðeins eitt áfall sem ráðamenn landsins náðu þrátt fyrir allt að leysa. Gengi krónunnar féll og raungengið lækkaði aftur til jafns við það sem verið hafði fyrir fyrir stríð. Stoltið var ef til vill sært – íslenska krónan var nú verðminni en hin danska – en að öðru leyti virtist gæfan brosa við landsmönnum á þriðja áratugnum – árunum sem Bandaríkjamenn kölluðu „roaring twenties“. Það var þó öðru nær. Eftir-stríðs-kreppan var aðeins hin fyrsta í röð mjög langvinnra greiðslujafnaðarvandráða, sem raunar standa enn yfir. Skýringanna er líklega að leita til þriggja þátta:

<sup>4</sup> Íslandsbanki var á þessum tíma mjög gagnrýndur fyrir að hafa notað dýrmætan gjaldeyri til þess að greiða niður skuldir sínar við helsta eiganda sinn – Privatbankann danska – en hafa mjög takmarkað færslur fyrir aðra aðila á sama tíma. (Morgunblaðið 22. apríl 1920.)

<sup>5</sup> Sjá Jóhannes Nordal og Ólafur Tómasson (1985), Frá floti til flots, í Klemensarbók, Sigurður Snævarr (ritstj.), Félag viðskipta- og hagfræðinga.

Í fyrsta lagi sundraðist alþjóðleg viðskiptasamvinna eftir stríðið og gullfóturinn molnaði í sundur. Á eftir fylgdi kreppa, uppgangur öfgaafna og almennar viðsjár í Evrópu sem urðu mjög til þess að draga úr erlendum fjárfestingum á heimsvísu. Í öðru lagi varð aðskilnaður Íslands og Danmerkur árið 1918 sjálfkrafa til þess að beina umsvifamestu fjárfestunum, Dönum, frá landinu sem var ekki lengur hluti af danska ríkinu. En sú staðreynd að Ísland varð nú nýtt fullvalda ríki með eigin ógulltryggða mynt hlaut að auka áhættu fjárfesta. Í þriðja lagi eftir að fullveldið var komið í höfn gerðust Íslendingar sjálfir einnig mjög andsnúnir áhrifum útlendinga í íslensku atvinnulífi samhliða auknum uppgangi þjóðernissinnaðra viðhorfa. Þegar litið er yfir söguna verður ekki annað séð en að Íslendingar hafi markvisst reynt að skera á efnahagsleg tengsl við Danmörku eftir að fullveldi var komið í höfn.

Straumhvörfin urðu þó með *bankahrininu* 1930 er Íslandsbanki varð gjaldþrota. Bankinn var ekki aðeins í erlendri eigu heldur hafði hann tekið mikið af erlendu fjármagni að láni og endurlánað innanlands. Á meðan danska krónan og hin íslenska voru ein og sama myntin þurfti ekki að hafa áhyggjur af gengisáhættu vegna þessara fjármagnsflutninga. Hins vegar varð fullveldið 1918 og gengisfall krónunnar til þess að baka bankanum stórkostlegt tjón. Íslandsbanki var einnig formlega séð seðlabanki landsins og hafði umboð til þess að prenta gulltryggðar krónur. Honum bar því, líkt og öðrum seðlabönkum, að tryggja greiðsluhæfi landsins með viðhaldi gjaldeyrisforða og þar fram eftir götunum. Þær skyldur höfðu ekki verið sérstaklega íþyngjandi þegar Ísland var hluti af Danmörku en urðu bankanum eiginlega ofviða eftir að landið varð að sjálfstæðu myntsvæði. Íslandsbanki lenti einnig á milli vita eftir að Ísland fékk fullveldi 1918 þar sem hann naut ekki lengur verndar Dana en á sama tíma var hann erlendur banki í augum Íslendinga.<sup>6</sup> Hann stóð höllum fæti þegar kreppan mikla hófst veturinn 1929–1930 og varð fyrir miklum útlánatöpum vegna sjávarútvegsins. Vandræði hans urðu til þess að kveikja bankaáhlaupi í ársbyrjun 1930. Bankinn leitaði aðstoðar hjá ríkisstjórn landsins, en var hafnað á næturfundum Alþingis sunnudaginn 2. febrúar 1930 og bankinn var því lokaður morguninn eftir.

Hugmynd ríkisstjórnarinnar (sem þá var minnihlutastjórn Framsóknarflokksins með stuðningi Alþýðuflokks) var gera bankann gjaldþrota og þannig losa landið undan þeim erlendu lánum sem Íslandsbanki var með á efnahagsreikningi sínum og hafði endurlánað inn í íslenska hagkerfið. Þessi gjaldþrotaleið hugnaðist kröfuhöfum bankans mjög illa. Þeir höfðu talið að Íslandsbanki nyti ríkisábyrgðar sem helsti viðskiptabanki landsins og seðlabanki með stjórn skipaða af Alþingi og forsætisráðherra sjálfan sem stjórnarformann. Svo fór að Alþingi féll frá gjaldþrotaleiðinni eftir mikinn alþjóðlegan þrýsting og gengið var til samninga við erlenda kröfuhafa Íslandsbanka. Eignir og skuldir bankans voru færðar yfir í nýjan banka er hlaut nafnið Útvegsbankinn sem

<sup>6</sup> Svo virðist sem hinum erlendu „spekúlöntum“ í Íslandsbanka hafi verið kennt um gjaldeyriskreppuna 1920 í almennri þjóðmálaumræðu og næstu ár á eftir miðuðu lagasetningar Alþingis að því að þrengja að bankanum. Árið 1922 var seðlaprentunarvaldið tekið af Íslandsbanka og síðan afhent Landsbankanum tveimur árum síðar og Íslandsbanka skipað að innkalla seðla sína. Það reyndist síðan þrúgrí fyrir bankann að fá annað fjármagn í stað seðlaútgáfunnar. Landsbankann naut einnig – öfugt við Íslandsbanka – ríkisábyrgðar á innistæðum sem olli því að hlutdeild Íslandsbanka í innlánamarkaði dróst einnig saman á sama tíma.



opnaði nokkrum vikum seinna. Erlendum skuldum bankans var síðan breytt í eigið fé sem var síðan greitt út á stríðsárunum þegar gjaldeyristekjur landsins jukust stórum í heimstyrjöldinni síðari. Sjá nánari umfjöllun í boxi 6.1 hér að neðan.

Þessir atburðir voru á þeim tíma kallaðir „bankahrún“ og í kjölfar þeirra kom gjald-eyriskreppa. Landsbankinn var þá seðlabanki landsins og hafði hvorki gjaldeyrisforða né lánstraust erlendis til þess að geta stutt krónuna á gjaldeyrismarkaði í kjölfar mikils útflæðis á greiðslujöfnuði. Landið var með fastgengi við breska pundið og það kom ekki til greina að leyfa krónunni að falla. Haustið 1931 bar Landsbankinn upp þá beiðni við Alþingi að taka upp gjaldeyrishöft, sem var veitt.

Fjármagnshöft í strangri orðanna hljóðan fela í sér að fjármagnsreikningi sé lokað og greiðslujöfnuður ráðist aðeins af viðskiptajöfnuði. Þannig er hægt að loka fyrir halla á fjármagnsjöfnuði og ná stöðugleika á greiðslujöfnuði. Hins vegar varð haftasetningin 1931 aðeins skammgóður vermir fyrir Ísland þar sem hallinn á greiðslujöfnuði réttist ekki af með lokun fjármagnsviðskipta og brátt var gripið til þess ráðs að takmarka innflutning. Innflutningshöftin reyrdust þéttar og þéttar að íslensku efnahagslífi með hverju árinu sem leið, í því augnamiði að spara gjaldeyri allt fram til þess er utanríkisviðskipti voru aftur gefin frjáls með Viðreisn árið 1960. Fjármagnshöftin vörðu hins vegar í rúm sextíu ár, eða allt til þess er Íslendingar gengu í Evrópska efnahagssvæðið árið 1993.

### Box 6.1

#### Íslandsbanki og gjaldþrotaleiðin

Að kvöldi sunnudagsins 2. febrúar 1930 var Alþingi kallað saman á lokaðan neyðarfund sem hófst klukkan 10. Þar var aðeins eitt mál á dagskrá; beiðni um ríkisábyrgð fyrir Íslandsbanka, eina einkabanka landsins. Alþingismönnum voru settir skýrir kostir; ef ábyrgðin fengist ekki væri bankinn kominn í þrot. Það lá einnig fyrir að ríkisstjórn landsins treysti sér ekki til þess að mæla með ríkisábyrgð. Bankastjórar Íslandsbanka höfðu af þeim sökum tekið þá ákvörðun að leggja málið beint fyrir Alþingi. Alla nóttina deildi þingheimur um örlög Íslandsbanka þar sem afstaða til bankans fór eftir flokkadráttum en að lokum, klukkan sex að morgni, var gengið til atkvæða. Hjálparbeiðninni var hafnað og viðskiptavinir bankans komu að lokuðum dyrum daginn eftir. Þessi þingfundur boðaði því endalok Íslandsbanka en jafnframt bjarmaði á nýju skipulagi eftir pólitíska yfirtöku á íslensku fjármálakerfi.

Íslandsbanki var í erlendri eigu, skráður í kauphöllinni í Kaupmannahöfn, og með töluvert af erlendum lánnum og skuldabréfum frá norrænum og breskum aðilum. Bankinn hafði upphaflega verið seðlabanki landsins. Alþingi skipaði stjórn hans og sjálfur forsætisráðherra var stjórnarformaður bankans. Erlendir fjárfestar höfðu því alltaf álitnið að Íslandsbanki hefði íslenska ríkið sem bakhjarl. Það kom því verulega á óvart þegar ríkisstjórnin neitaði stuðningi við bankann og vildi setja hann í þrot. Þá lá fyrir að bæði Landsbanki Íslands og íslenska ríkið höfðu farið fram fyrir kröfuröðina með því að heimta sérstök veð fyrir öllum sínum lánnum til bankans. Á fjármálamörkuðum ytra var litið á það sem grófa þjóðernismismunun. Framganga Íslands var því með þeim hætti að olli trúnaðarþresti erlendis.

**Box 6.1**

Forsvarsmenn gjaldþrotaleiðarinnar, en í þeim hópi var sjálfur fjármálaráðherra landsins, héldu því aftur á móti fram að þær erlendu skuldaafskriftir sem fylgdu þroti Íslandsbanka myndu þvert á móti leiða til betra lánshæfis í útlöndum þar sem skuldakennitölur landsins litu betur út. En þegar til átti að taka heytust íslensk stjórnvöld á því að setja bankann í þrot eftir að mikil mótmæli höfðu borist að utan. Sérstaklega vakti það ugg þegar hinn breski Hambros banki sendi landsmönnum aðvörun um að Ísland myndi missa allt lánstraust erlendis. En Hambros bankinn var í lykilhlutverki í lánveitingum breskra aðila til Norðurlanda á þessum tíma.

Stuttu eftir þetta lagðist helsti leiðtogi framsóknarmanna, Jónas Jónsson frá Hriflu, veikur. Í sjúkralagunni fékk hann heimsókn frá yfirlækninum á Kleppi, Helga Tómassyni, sem tilkynnti honum að hann væri geðveikur. Í kjölfarið ritaði Jónas grein í Tímann þann 26. febrúar 1930 er bar heitið „Stóra bomban“ og á eftir fylgdu ýmsar pólitískar æsingar sem óþarfi er að rekja hér. Það sem skiptir þó mestu er að þegar „Stóra bomban“ tók yfir þjóðmálaumræðuna var samið um endurreisn Íslandsbanka í kyrrþey með samningi við kröfuhafa og hluti Framsóknarflokksins undir forystu Ásgeirs Ásgeirssonar hljópst undan merkjum og studdi málið.

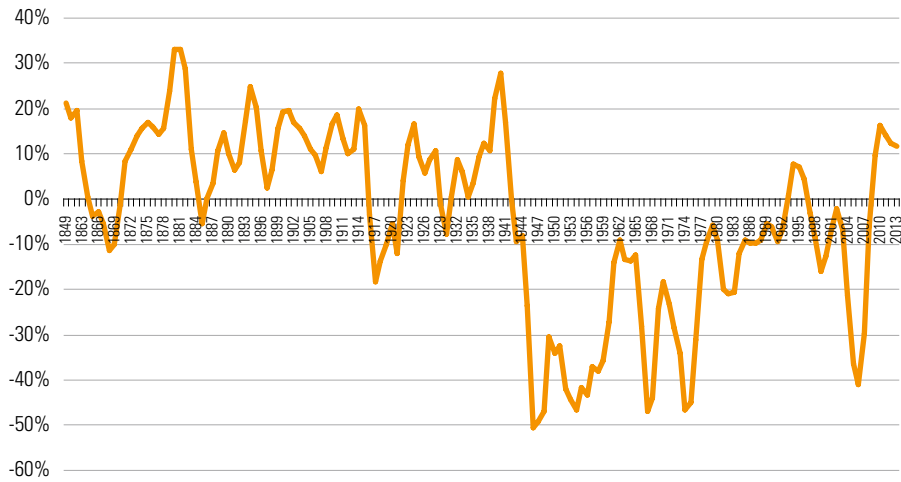
Niðurstaðan varð sú að nýr banki, Útvegsbankinn, var stofnaður sem yfirtók bæði eignir og skuldir Íslandsbanka. Erlendir lánadrottnar bankans voru látnir breyta kröfum sínum í hlutafé, án þess þó að fá eitthvert vægi við stjórnun hans. Þessar erlendu kröfur voru síðan greiddar út áratug síðar þegar gjaldeyristekjur landsins jukust stórum í heimstýrjöldinni síðari. En skaðinn var skeður. Lánstraust landsins hafði beðið mikinn hnekki og íslensk stjórnvöld höfðu einnig fengið orð á sig fyrir mismunun á grundvelli þjóðernis og pólitískt gerræði. Í bók Ólafs Björnssonar, prófessors, „Saga Íslandsbanka hf og Útvegsbanka Íslands 1904–1980“, metur höfundur það svo að gjaldþrot Íslandsbanka 1930 hafi valdið því að Ísland hafi lokast frá alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum. Það hafi gert kreppearin mun erfiðari hérlandis en nauðsyn bar til og í raun kæft fjárfestingu í landinu. Uppgjör þrotabúa banka í tengslum við höft eru því ekki nýtt fyrirbæri í íslenskri efnahagssögu og um margt eru deilurnar nú um stundir endurtekning á atburðum sem urðu í kringum gjaldþrot Íslandsbanka.

*Heimild: Ásgeir Jónsson (2010) „Bankahrúnið 1930 – lærdómur sem ekki var dreginn.“ Rannsóknir í félagsvísindum XI.*

### 6.3 Af hverju var Ísland alltaf með viðskiptahalla?

Ef litið er til þróunar viðskiptajafnaðar frá því að Ísland losnaði frá danskri verslunareinokun um miðja nítjándu öld og fram til vorra daga á tuttugustu og fyrstu öld sést að haftasetningin 1931 markaði tímamót. Í hartnær 100 ár var Ísland nær alltaf með viðskiptaafgang sem að meðaltali nam 9-10% af verðmæti útflutnings á árunum 1849–1941 eins og sjá má glögglega á mynd 6.2 hér að neðan. Hins vegar snerist dæmið við eftir stríð og frá þeim tíma hefur verið nær látlaus viðskiptahalli eða að meðaltali um 14-15% af verðmæti útflutnings frá 1942 og fram til ársins 2009, að afgangur tók aftur að myndast. Hvað var það sem sneri utanríkisviðskiptunum í margra áratuga hallarekstur? Þar sem viðskiptajöfnuður er ávallt spegilmynd fjármagnsjafnaðar hlýtur viðskiptahallinn að stafa af miklum fjármagnsinnflutningi á tímabilinu.

**Mynd 6.2** Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi frá 1849 til 2013 (þriggja ára hlaupandi meðaltal)

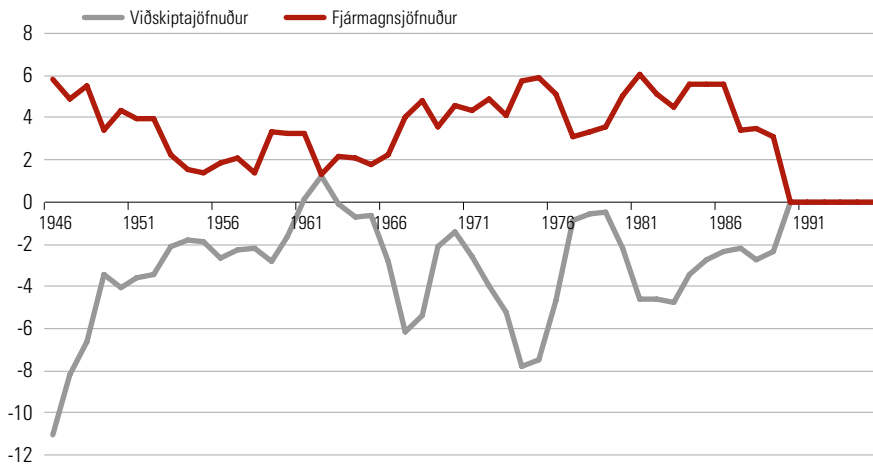


Heimild: Hagstofa Íslands. og eigin útreikningar.

Fjármagnsinnflutningurinn hófst þó ekki strax eftir haftasetningu 1931. Ísland lokaðist frá erlendum fjármagnsmörkuðum eftir daður við gjaldþrotaleiðina fyrir Íslandsbanka, og þessi útleið stóð allan kreppuáratuginn.<sup>7</sup> En brátt kom að því að allar flóðgáttir opnuðust á ný fyrir erlent fjármagn til landsins. Landið naut gríðarlegs ábata af fisk-sölu til Bretlands á stríðsárunum og tekjurnar voru ekki aðeins nægjanlegar til þess að greiða upp allar erlendar skuldir heldur áttu landsmenn umtalsverðar gjaldeyriseignir í breskum bönkum við stríðslok. Þær gjaldeyriseignir voru að vísu fljótar að hverfa eftir stríðið, en brátt hófst nýtt stríð – Kalda stríðið – er varð til þess að landsmenn gátu nú ausið af nýjum fjármagnslindum í Vesturheimi. Ísland var hið botnfasta flugmódurskip Bandaríkjamanna í Atlantshafi og sú hernaðarlega mikilvæga staða skilaði landinu Marshall aðstoð og margvíslegri annarri fyrirgreiðslu að vestan. Og síðan, eftir 1960, átti landið aftur greiðan aðgang að erlendum lánastofnunum. Eins og sést á mynd 6.3 hér fyrir neðan var mikið innflæði á fjármagnsjöfnuði landsins á eftirstríðsárunum er árlega nam 3,6% af landsframleiðslu að meðaltali á milli 1946 og 1995 en sveiflaðist reyndar töluvert til á milli ára.

<sup>7</sup> Sjá Ólafur Björnsson (1981). Saga Íslandsbanka hf. og Útvegsbanka Íslands 1904–1980. Reykjavík: Útvegsbanki Íslands.

**Mynd 6.3 Fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu frá 1946–1995 (3 ára hlaupandi meðaltal)**



Heimild: Hagstofa Íslands.

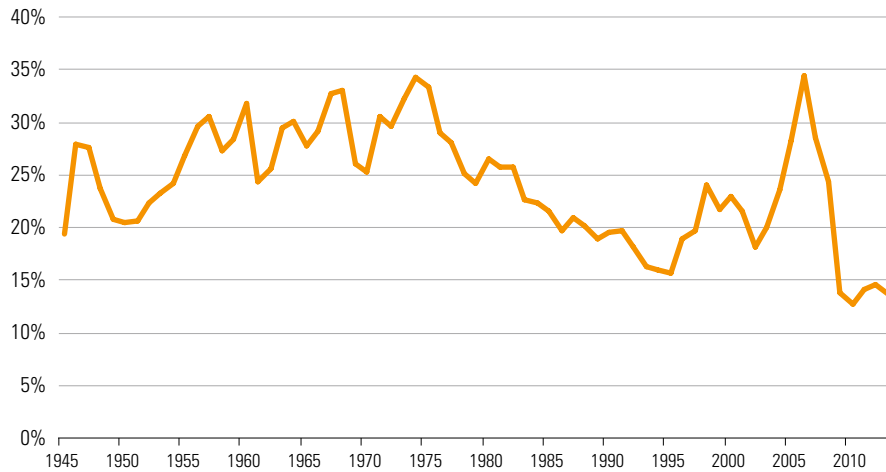
Myndin sýnir vel hvernig mikill fjármagnsinnflutningur kom fram sem speglun viðskiptajafnaðarins við fjármagnsjöfnuð; hvernig afgangur á fjármagnsjöfnuði örvar innlenda eftirspurn og skapar þenslu er brýst fram með viðskiptahalla. Fjármagnshöftin juku þungann í atburðarásinni með því að tryggja einstefnu í fjármagnsviðskiptum – peningarnir gátu bara komist inn en ekki út. Sú stefna að dæla erlendu fjármagni inn í fjármagnskerfi er var lokað með höftum hlaut því að koma fram með gríðarlegu ójafnvægi þegar innlend eftirspurn rauk langt fram úr framleiðslugetu hagkerfisins. Með þessum hætti voru höftin eins og pottlok á efnahagslífinu þar sem sífellt var kynt undir en þrýstingurinn gaus reglulega upp með gjaldeyrisskort. Þannig myndaðist sú þversögn að landsmenn sóttu erlent fjármagn af miklum kappi en voru á sama tíma í sífelldum greiðslujafnaðarvandamálum.

Lengi vel var brugðist við þessum vandræðum með innflutningshöftum, en á eftirstríðsárunum voru vörur skammtaðar á Íslandi líkt og í austantjaldsríki, og svo eftir efnahagsumbætur Viðreisnar árið 1960 fólust efnahagsaðgerðirnar yfirleitt í gengisfellingum. Áfram var þó fylgt sömu efnahagsstefnu í aðalatriðum og eftir að Viðreisnarstjórnin fór frá árið 1971 braust sama ójafnvægið út í formi raðgengisfellinga og ódaverðbólgu er stóð í nær tvo áratugi, eða allt til ársins 1989. Viðskiptahallinn frá lokum seinna stríðs og að enda Kalda stríðs var því fyrst og fremst merki um ójafnvægi í efnahagslífinu þar sem eftirspurnin var ávallt mun meiri en framleiðslugeta hagkerfisins.

Í kafla 5 hér að framan var einnig fjallað um það hvernig setning fjármagnshafta leiðir til stjórnmalavæðingar fjármagnsviðskipta þar sem fjármagnsfærslur lúta annaðhvort pólitískt ákvörðuðu undanþágufærli eða eru einfaldlega á vegum ríkisins sjálfs. Það átti sannarlega við um Ísland eftir 1931. Íslandsbanki var endurreistur sem hinn ríkisrekni

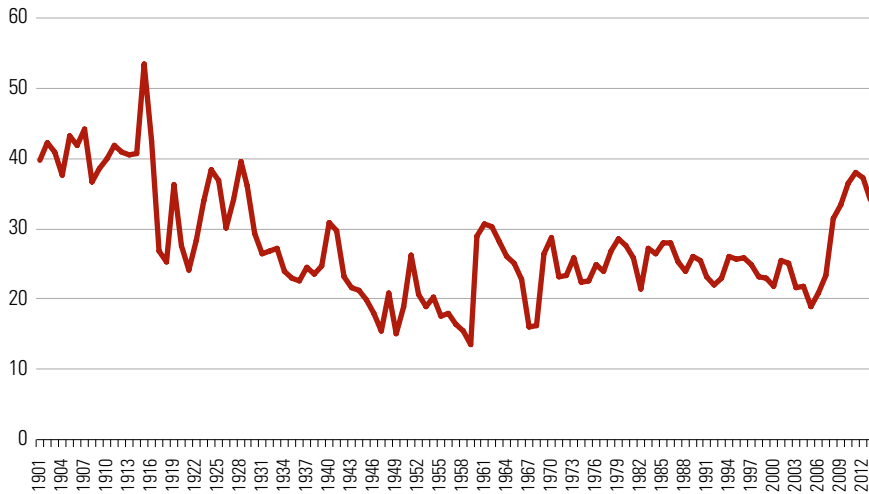
Útvegsbanki sem bættist í hóp tveggja annarra ríkisbanka, Landsbankans og Búnaðarbankans. Samhliða voru stofnaðir fjárfestingalánasjóðir af ýmsum toga á vegum ríkisins er endurlánuðu fjármagn til fyrirtækja hérlendis. Og víst er að vel gekk að hækka fjárfestingarstigið sem var um 25-35% á eftirstríðsárunum eins og sjá má af mynd 6.4 hér að neðan.

**Mynd 6.4** Fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu 1945–2013



Heimild: Hagstofa Íslands.

Ísland er blessað með ákaflega gjöfulem fiskimiðum og það var einmitt vélvæðing fiskveiðanna sem hratt iðnvæðingunni af stað í kringum aldamótin 1900 – fiskur var upphaflega aðgangsmiði Íslendinga að alþjóðavæðingunni. Og sjávarútvegur – ásamt landbúnaði – var áfram miðpunktur fjárfestingaráætlana fram eftir tuttugustu öld. Landsmenn voru ennfremur nær samfelld að auka fiskaflann allt fram á níunda áratuginn að þorsstofninn hrundi. Samt sem áður – eins og sést á mynd 6.5 hér að neðan – lækkaði vægi útflutnings sem hlutfall af landsframleiðslu úr 40% fyrir gjaldþrot Íslandsbanka 1930 og í 20-30% allt fram á vora daga að útflutningshlutfallið hefur hækkað eftir hrunið 2008. (Hækkunin við hrunið er þó að mestu tilkomin vegna gengisfalls krónunnar sem hefur hækkað virði útflutnings í krónum talið.)

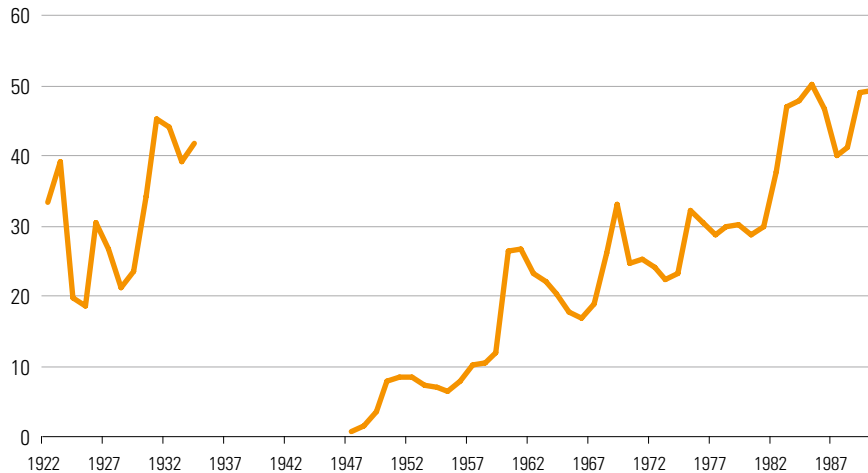
**Mynd 6.5** Hlutfall útflutnings af landsframleiðslu 1901 til 2013

Heimild: Hagstofa Íslands.

Hér má því sjá skýr merki um ruðningsáhrif af fjármagnsinnflutningi sem hækkaði raungengi krónunnar og gerði úflutningsgreinar ósamkeppnishæfar, eða kannski öllu heldur, allar aðrar úflutningsgreinar en sjávarútveg og álvinnslu. Þessi ruðningsáhrif komu í veg fyrir að aðrar greinar gætu komið undir sig fótunum og hafa skilið mjög djúp spor eftir sig í efnahagslífinu. Íslendingar urðu í raun háðir innflutningi erlends sparnaðar þar sem innflæðið tryggði hátt raungengi krónunnar og mikinn kaupmátt almennings á innfluttum vörum.

Umfangsmikill fjármagnsinnflutningur til fjárfestinga sem skila takmörkuðum úflutningstekjum samhliða samfelldum viðskiptahalla hlýtur að leiða til erlendar skuldasöfnunar. Ísland var hér engin undantekning sem sjá má af neðangreindri mynd er sýnir erlendar skuldir landsins sem hlutfall af landsframleiðslu. Hér sést hvernig fiskisalan á stríðsárunum greiddi upp allar erlendar skuldir landsins en síðan tekur við nær samfelld skuldasöfnun út tuttugustu öld.

**Mynd 6.6 Erlendar skuldir landsins sem hlutfall af landsframleiðslu 1922 til 1990**



Heimild: Hagstofa Íslands.

Slík skuldsetning gat vitaskuld aðeins gengið í takmarkaðan tíma. Fjárfestingin tók að dala eftir 1972 sem má rekja til óðaverðbólgu og neikvæðra raunvaxta á áttunda áratugnum er átu niður innlendar bankainnistæður.<sup>8</sup> Þessu var mætt með enn meiri aukningu í erlendri lántöku, en allt kom fyrir ekki. Íslendingar voru komnir í verulega fjárþröng er kom fram á níunda áratuginn, sem hlaut að koma verulega niður á fjárfestingarstiginu. Eftir að kom fram á níunda áratuginn var ljóst að landið bjó ekki aðeins við einhæfa útflutningsatvinnuvegi heldur stóð helsta greinin – sjávarútvegur – frammi fyrir minnkandi framleiðslu í kjölfar þess að þorskaflinn var á niðurleið. Ísland var komið í verulegan greiðslujafnaðarvanda í upphafi tíunda áratugarins, gengi krónunnar lækkaði og hagvöxtur staðnaði. Örvæntingarfullar tilraunir til þess að blása nýju lífi í útflutning landsins með fiskeldi og loðdýrarækt runnu út í sandinn.

Það gamla Ísland sem var skapað í upphafi kreppunnar með ríkisvæðingu bankakerfisins 1930, fjármagnshöftum 1931, lagasetningu vaxta 1933 og síðan viðamiklum pólitískum afskiptum af atvinnulífinu var í raun komið í þrot við lok hinnar „stuttu“ tuttugustu aldar um 1990. Íslendingar hlutu að þurfa að takast á við efnahagsumbætur. Ef litið var til landanna í kring var ljóst að Ísland með allan sinn haftabúskap var algerlega sér á parti í hinum vestræna frjálsa heimi. Næstu ár voru tími mikillar endurskipulagningar í atvinnulífinu þar sem til að mynda stórar viðskiptablokkir líkt og Samband íslenskra samvinnufélaga hurfu af sjónarsviðinu. Gjaldþrota sjávarútvegur var endurreistur á grundvelli

<sup>8</sup> Nafnvextir voru ákvarðaðir af stjórnvöldum og fylgdu því ekki verðbólgunni er hún tók að rísa eftir 1972 og raunvextir voru því um -20% af sparifé allt til setningar Ólafslaga og upptöku verðtryggingar árið 1979. Svo neikvætt raunvaxtastig felur það í sér að fimmtungur sparifjár landsmanna var millifærður til lántakenda á hverju ári. Það er því ekki að undra að bankainnistæður rýmdu um 30-40% að raunvirði á verðbólguárunum sem leiddi til mikils fjármagnsskorts í bankakerfinu sem var mætt með auknum erlendum lántökum. Sjá nánar Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhannesson og Valdimar Ármann (2012) „Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga“. Gefið út af Samtökum fjármálafyrirtækja.

framseljanlegra aflaheimilda og svo mætti áfram telja. Þá áttu sér stað margvíslegar umbætur í ríkisrekstri, svo sem upptaka virðisaukaskatts og lækun fyrirtækjaskatta. Og svo með inngöngu á hið Evrópska efnahagssvæði árið 1993 má segja að landsmenn hafi loksins komið inn úr kuldinum eftir rúmlega sextíu ára sjálfskipaða útleð, hvort sem var frá frjálsum markaðshagkerfi eða viðskiptasamvinnu Evrópuþjóða.

## 6.4 Útrásin og hrúnið

Við aðild Íslands að EES árið 1993 var efnahagslíf landsins opnað fyrir fjárfestum frá Evrópu á jafnræðisgrundvelli samkvæmt viðmiði um fjórfrelsi. Tryggja skyldi frjálst flæði vinnuafis, fjármagns, vöru og þjónustu. Í raun voru landsmenn aftur komnir í svipaða stöðu eins og í upphafi tuttugustu aldar með algert viðskiptafrelsi og næstu 15 ár á eftir rann gríðarlegt erlent fjármagn inn í landið. Það var þó að mestu leyti lánsfé en ekki eiginfjárframlög. Þar skildi á milli upphafs tuttugustu aldar hérlendis og þeirrar tuttugustu og fyrstu. Á þeim tíma sem nú er gjarnan kenndur við alþjóðavæðingu og útrás kom því nær engin bein erlend fjárfesting inn í landið ef undan eru skildar fjárfestingar í stóriðju.

Í kjölfar útrásarinnar varð íslenski hlutabréfamarkaðurinn alþjóðlegur í þeim skilningi að 75% af tekjum fyrirtækja sem voru í gömlu ICEX-15 úrvalsvísitölunni voru erlendar en eignarhaldið var samt sem áður íslenskt að nær öllu leyti þar sem erlendir aðilar keyptu ekki íslensk hlutabréf í neinum mæli. Helsti veikleiki íslensku útrásarinnar var ávallt mikil skuldsetning og skortur á beinni erlendri fjárfestingu. Það eigið fé sem íslensk fyrirtæki þurftu til vaxtar og útrásar kom þess í stað frá skuldsettum eignarhaldsfélögum sem stóðu að baki nær öllum veigameiri fyrirtækjum hérlendis. Í raun og veru má segja að eigið fé hafi verið búið til í skuldsettum eignarhaldsfélögum er síðan orðu kjölfestufjárfestar í alþjóðlegum fyrirtækjum. Eignarhaldsfélögin voru því sá sandur sem Íslendingar byggðu útrásina á. Þessi mikla erlenda skuldsetning varð síðan til þess að fjármálakerfið féll undan eigin þunga, sem kunnugt er, þegar á reyndi.

Fjármagnið kom inn í íslenskt efnahagslíf sem erlend endurlán frá bankakerfinu. Upphaflega sóttu bankarnir fjármagnið með beinum lántökum frá erlendum bönkum en undir lok tuttugustu aldar öfluðu þeir sér lánshæfiseinkunnar og hófu sjálfir að gefa út skuldabréf á fjármagnsmörkuðum ytra. Við upphaf tuttugustu og fyrstu aldar var íslenska fjármálakerfið komið með þau kerfiseinkenni sem áttu síðar eftir að leið til hruns – það er fjármögnun á heildsölumörkuðum og erlend endurlán til innlendra aðila sem margir hverjir áttu hvorki erlendar eignir né höfðu erlendar rekstrartekjur. Árið 2003 voru um 50% af útlánum bankanna til íslenskra fyrirtækja gengistryggð. Þetta hlutfall átti síðan eftir að hækka í 75% á næstu 5 árum. Gengisáhætta og erlend lánsfjármögnun var þá þegar farin að teygja sig í nær hvert einasta horn í íslensku atvinnulífi.

Saga útrásarinnar á sér margar hliðar, jákvæðar og neikvæðar, líkt og hagþróun kaldastríðsáranna, sem ekki er ætlunin að rekja hér. Útrásin var í upphafi árangursrík leið til þess að grípa alþjóðavæðinguna til Íslands enda voru skilyrði til fjárfestinga mjög hagstæð eftir mikið verðfall á hlutabréfamörkuðum ytra 2000–2001. Með þessu heppnaðist að byggja upp nokkur góð alþjóðleg fyrirtæki sem munu verða máttarstöðir hagvaxtar

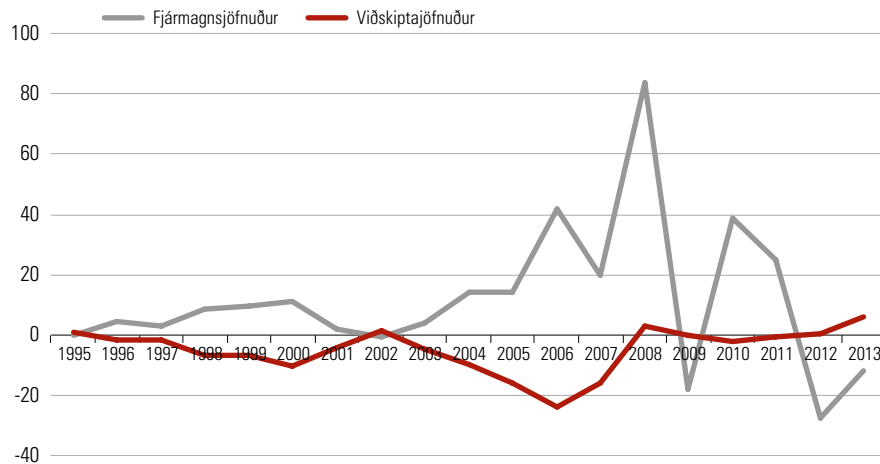


hérlandis. Hér nægir að nefna Össur, Marel og Actavis. En góðar hugmyndir eru oft keyrðar út í öfgar. Eftir 2004–2005 má segja að orka atvinnulífsins hafði snúið að því að gera Ísland að fjármálamiðstöð fremur en að byggja upp alþjóðleg framleiðslufyrirtæki, sem síðan fékk fremur hrapalegan endi.

Helsta einkenni fjármálabólu er missetning fjármagns (misallocation of capital) þar sem hækkun eignaverðs veldur því að ávöxtun eiginfjár verður óeðlilega há í ákveðnum geirum svo sem á fasteignamarkaði eða hlutabréfamarkaði. Í kjölfarið draga þessir geirar að sér fjármagn og safna skuldum í einhvern tíma þar til þyngdaraflið togar loks í og þeir falla undan eigin skuldabyrði. Meðfram þessari bólu tekst einkaneysla oft á loft þar sem heimilin taka lán á grundvelli hærra eignaverðs eða væntinga um hækkun framtíðartekna.

Þetta er einmitt það sem gerðist hérlandis við upphaf tuttugustu og fyrstu aldar og stærðirnar voru fljótur að stækka eins og sést vel á mynd 6.7 sem sýnir fjármagnsjöfnuð og viðskiptajöfnuð frá 1990 til 2013. Hér sést að fjármagnsinnflæðið hljóp á tugum pró-senta miðað við landsframleiðslu,<sup>9</sup> sem meðal annars var notað til þess að fjármagna viðskiptahalla sem var samanlagt 55% af landsframleiðslu árin 2005–2007.

**Mynd 6.7** Fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu 1995–2013



Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Ef lítið er á hina breiðu mynd, íslenska hagkerfið og útflutningsatvinnuvegi þess, verður ekki annað séð en að sagan frá eftirstríðsárunum hafi haldið áfram með útrásinni þar sem erlendur sparnaður var fluttur inn í landið í miklum mæli og dælt inn í atvinnugeira

<sup>9</sup> Svo virðist sem mælingaraðferðir Seðlabankans hafi ekki nema að takmörkuðu leyti kortlagt fjármagnsflæði til og frá landinu á árunum 2006–2008, en liðurinn „skekkiur og vantalið“ í birtum greiðslujöfnuði nemur um 1000 milljörðum króna þessi þrjú ár.

sem ekki skiluðu neinum útflutningstekjum, auk þess að fjármagna aukin þjóðarútgjöld og viðskiptahalla. Hins vegar voru stærðirnar orðnar stærri og fallið meira þegar greiðslujöfnuðurinn snerist gegn landsmönnum árið 2008.

## 6.5 Litið til framtíðar

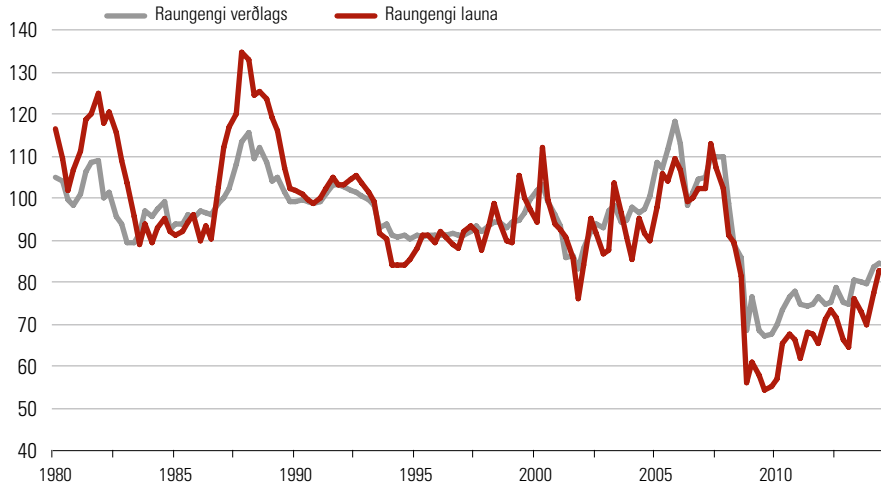
Hagfræðingurinn Joseph Schumpeter orðaði það svo á sínum tíma að kreppur væru skapandi eyðilegging (creative destruction) þar sem úreltar greinar yrðu að rýma fyrir nýjum sprotum og þannig næði kapítalisminn ávallt að endurnýja sig.<sup>10</sup> Oft er það svo að djúpar og langvinnar kreppur eru einmitt sá tími þar sem miklar breytingar verða á atvinnuháttum þjóða, fólk flyst á milli atvinnugreina og hagkerfið tekur stakkaskiptum. Þetta hefur einmitt gerst eftir 2008 þegar þær greinar sem höfðu vaxið með undraverðum hraða í upphafi tuttugustu aldar, s.s. byggingariðnaður, verslun og fjármálastarfsemi, losuðu gríðarlega mikið vinnuafl haustið 2008. Slíkum breytingum fylgir kostnaður fyrir þjóðfélagið enda er tímafrekt að færa vinnuafl á milli atvinnugreina. Þannig fylgir atvinnuleysi og vannýtt framleiðslugeta ávallt aðlögun eftir bólu-basl hagsveiflur (boom-bust cycles), sem hafa verið svo algengar hérlendis. Þeim mun lengri tíma sem aðlögunin tekur þeim mun meira framleiðslutap hlýst af atvinnuleysi. Á Íslandi voru um 180.000 manns starfandi á vinnumarkaði árið 2008 en á árunum 2009–2010 fækkaði þeim um þrjátíu þúsund nærri því eins og hendi væri veifað þegar hagkerfið skrapp saman um 10% en fimmtán þúsund hurfu af vinnumarkaði og önnur fimmtán þúsund urðu atvinnulaus. Hvar áttu nýju störfin að skapast?

Hinn endurnýjaði „schumpeteríski“ hagvaxtartaktur fyrir Ísland er augljós. Hann felst í útflutningi. Að hluta til er Ísland í sömu stöðu og hinn gervalli vestræni heimur sem hefur lifað umfram efni með viðskiptahalla og innflutningi frá Asíu sem hefur verið fjármagnaður með skuldsetningu. Þegar til framtíðar er litið hlýtur einkaneysla að færast til frá hinum vestrænu löndum til nýmarkaðslanda í austri samhliða því að undið verður ofan af skuldsetningu Vesturlanda. Samkeppnishæfni og útflutningur verða helsta áhersluatriðið beggja vegna Atlantshafsins á næstu áratugum. Í því efni var gengisfall krónunnar við hrúnið mjög góður byrjunarreitur.

Raungengi krónunnar lækkaði um 30-40% við gengisfallið mikla árið 2008 eins og sést á mynd 6.8 hér að neðan. Raunar hefur raungengisstaða landsins aldrei verið lægri frá því að fyrstu mælingar hófust í byrjun tuttugustu aldar en einmitt árið 2009. Þessi mikla hliðrun sneri viðskiptajöfnuðinum úr halla í afgang á nokkrum mánuðum í kjölfar þess að innlend eftirspurn féll saman og hagkerfið dróst fremur harkalega saman. Næsti kafli sögunnar að viðskiptafganginum sé viðhaldið með aukinni útflutningsframleiðslu, hefur hins vegar reynst öllu langdregnari.

<sup>10</sup> Samkvæmt Schumpeter fól skapandi eyðilegging í sér, „process of industrial mutation that incessantly revolutionizes the economic structure from within, incessantly destroying the old one, incessantly creating a new one.“ Sjá Joseph Schumpeter (1942) „Capitalism, Socialism and Democracy“

**Mynd 6.8 Raungengi á mælikvarða verðlags og launa eftir ársfjórðungum frá 1981 fram á þriðja fjórðung ársins 2014**



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Lægra raungengi ætti ávallt að auka arðsemi útflutningsgreina og hvetja þær til aukinnar framleiðslu og nýráðninga. Og 30-40% bæting á samkeppnisstöðu eftir 2008 ætti að teljast dágóður hvati. Samt sem áður hefur þetta umbreytingarferli gengið misvel eftir.

Heldur hefur gengið hægt að auka vöruútflutning sem skýrist að sumu leyti af því að hinar rótgrónu greinar, svo sem sjávarútvegur og stóriðja, búa við magntakmarkanir í framleiðslu sinni þar sem þær eru annaðhvort bundnar af úthlutunum á aflakvóta eða raforkuframleiðslu landsins auk aðstæðna á erlendum mörkuðum. Þá skyldi einnig haft í huga að yfirleitt þarf að leggja í nýfjárfestingar áður en hægt er að auka vöruútflutning. Stöðnun í vöruútflutningi má því að miklu leyti rekja til þess að atvinnuvegafjárfesting hefur verið í mikilli ládeyðu eftir hrun.

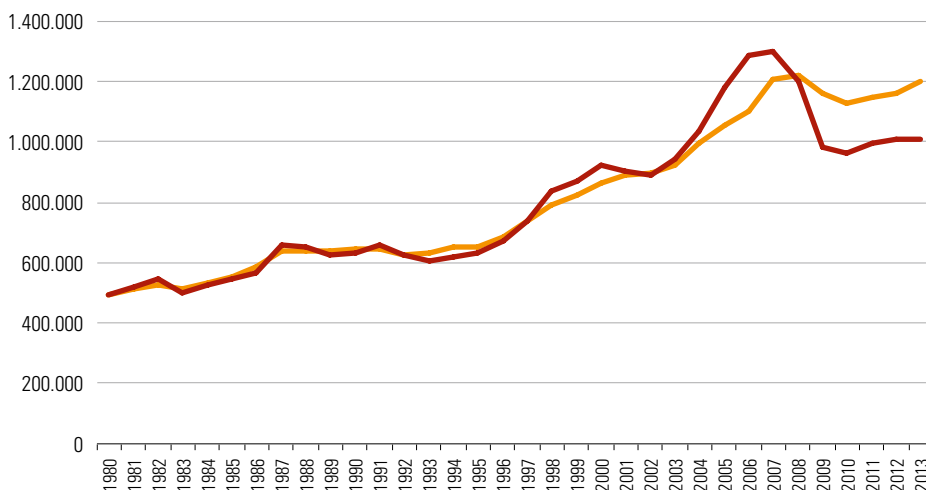
Hér er ekki rými til þess að fjalla með nákvæmum hætti um af hverju fjárfesting hefur verið svo sein að taka við sér en að miklu leyti eru hér um eftirköst að ræða eftir mikla lækkun eignaverðs sem hefur eytt eigin fé fyrirtækja og rýrt veðhæfi þeirra. Að byggja upp atvinnulíf eftir verulega ágjöf á efnahag og rekstur fyrirtækja tekur tíma og í nokkurn tíma verður áhættufælni ráðandi. Hægt er að benda á að ein hraðvirkasta og skilvirkasta leiðin til þess að byggja upp útflutning er með beinni erlendri fjárfestingu. Ástæðan er einföld: Það þarf annað og meira en framleiðslutækni ein til þess að hefja framleiðslu fyrir erlenda markaði. Það þarf bæði þekkingu á þörfum kaupenda ytra, sölunet til þess að koma vör- unni á rétta stað og markaðsnet til þess að selja hana. Allt þetta fylgir með í kaupunum þegar erlent fyrirtæki byggir verksmiðju á Íslandi til útflutningsframleiðslu. Lítið sem ekkert hefur verið um beina erlenda fjárfestingu frá hruni þótt það standi nú ef til vill til bóta með þeirri uppbyggingu kísilvera sem nú er fyrirhuguð.

Það er því kannski ekki að undra að sú tegund útflutnings sem hefur orðið fyrir mestum áhrifum af lægra raungengi sé þjónusta sem í eðli sínu er ekki fjármagnsfrek. Þetta á við um alls kyns hugverkasmíð og sölu í tónlist, hönnun, tölvuforritun og svo framvegis, en þó einkum um ferðaþjónustu sem er nú orðin leiðandi í atvinnusköpun og útflutnings-tekjum. Það er vel. En þótt ferðaþjónustan hafi fyllt upp í ákveðið tómarúm sem hefur verið til staðar í efnahagslífinu eftir hrún fer því fjarri að hún geti ein og sér leitt áfram lífskjarasókn þjóðarinnar. Ferðaþjónustan er þjónusta – og það að stórum hluta ósérhæfð þjónusta er getur aðeins skilað takmarkaðri framleiðni og því eru of fá sóknarfæri innan þeirrar greinar að skapa hálaunastörf.

Þegar horft er fram í tímann verður virðisbær útflutningur héðan ekki aukinn nema með aukinni alþjóðavæðingu, erlendri fjárfestingu og sókn á erlenda markaði. Það sem stendur þeirri sókn helst fyrir þrífum eru fjármagnshöft sem eru sett til að styðja við gengi krónunnar sem bæði takmarka erlend umsvif íslenskra fyrirtækja og fæla frá erlenda fjárfesta. Það er slæmt að höftin haldi erlendum fyrirtækjum frá því að fjárfesta hérlandis en hálfu verra að þau koma í veg fyrir vöxt, viðgang og alþjóðavæðingu íslenskra fyrirtækja. Með höftunum hafa Íslendingar verið skildir frá öðrum löndum sem hlýtur að takmarka mjög hagvaxtarmöguleika landsins.

Eins og farið var yfir í köflum 2 og 5 hér að framan endurspeglar viðskiptajöfnuður að viðbættri fjárfestingu þjóðhagslegan sparnað, og er munurinn á þjóðartekjum og þjóðarútgjöldum. Eins og sést á mynd 6.9 hér að neðan voru þjóðarútgjöld verulega hærri en landsframleiðsla nokkuð samfelt í um áratug, frá árinu 1998 til 2008. Þetta var jafnframt sá tími sem viðskiptahallinn hljóp á tugum prósentu og skuldum var safnað í útlöndum. Þetta hefur síðan snúist við eftir 2008 þar sem landsframleiðslan hefur verið umtalsvert hærri en þjóðarútgjöld – sem hefur jafnframt endurspeglast í viðskiptaafgangi.

**Mynd 6.9** Landsframleiðsla og þjóðarútgjöld á föstu verðlagi ársins 2013



Heimild: Hagstofa Íslands.

Fjármagnsstraumar til og frá landinu hafa einnig snúist. Í stað þess að vera hreinn fjármagnsinnflytjandi – eins og var um áratugaskeið – er landið nú með neikvæðan fjármagnsjöfnuð. Það er líka óttinn við fjármagnsflotta sem var kveikjan að haftasetningunni 2008! Samkvæmt hinum járnbentu lögmálum um jafnvægi á greiðslujöfnuði verða þau lönd sem eru með halla á fjármagnsjöfnuði að hafa afgang á viðskiptajöfnuði. Af þessum sökum hljóta þjóðarútgjöldin að haldast neðan við þjóðartekjur og landið að skila viðskiptaafgangi. Þjóðin getur einfaldlega ekki eytt meira en hún aflar og fjármagnað viðskiptahalla með erlendu lánsfé eins og raunin hefur verið svo oft áður. Það liggur þá í augum uppi að ef reynt verður að þenja út þjóðarútgjöldin án þess að svigrúm hafi verið skapað með auknum útflutningi mun það strax skapa greiðslujafnaðarvanda er hlýtur að leiða til gengislækkunnar. Hin óhjákvæmilega niðurstaða er sú að framfarir í útflutningsframleiðslu landsins hljóta að vera hinn takmarkandi þáttur fyrir bætt lífskjör og hagvöxt á næstu árum.

Útflutningsdrifinn hagvöxtur hlýtur ávallt að vera studdur með samkeppnishæfni og miklum þjóðhagslegum sparnaði er endurspeglast í viðskiptaafgangi. Góð samkeppnishæfni endurspeglast meðal annars í tiltölulega lágu raungengi en er samt ekki aðalatriði. Eins og farið var yfir í kafla 5 hér að framan ræðst jafnvægisraungengi hvers lands einkum af framleiðnistigi. Framleiðnistigið endurspeglast í vöruverði hvers lands og kemur því sjálfkrafa fram í raungengi á mælikvarða verðlags. Raungengi á mælikvarða launa er aftur á móti reiknað með þeim hætti að borin eru saman laun hérlendis og erlendis *leiðrétt fyrir framleiðni*. Launahækkanir hækka aðeins raungengi launa að svo miklu leyti sem hækkað er umfram framleiðniþróun innan landsins. *Þannig er hægt að bæta lífskjör og hækka laun án þess að hækka raungengið og skaða samkeppnishæfni landsins ef framleiðniþróun er viðunandi*. Það er sú aðferðafræði sem framsæknustu útflutningsþjóðir heims, líkt og Þjóðverjar, beita en þannig hefur þeim heppnast að tryggja bæði samkeppnishæfni, útflutningsdrifinn hagvöxt og ein bestu lífskjör í heimi.

## 6.6 Niðurstaða

Þegar Íslendingar fengu loks fullveldi árið 1918 voru þeir algerlega óviðbúnir því að reka eigin myntsvæði og stunda sjálfstæða efnahagsstjórn. Það er heldur ekki hægt að orða það öðruvísi en að hagstjórn hérlendis hafi verið með miklum viðvaningsbrag og árangurinn eftir því. Strax árið 1920 var landið komið í mjög alvarlega gjaldeyris- og bankakreppu og raunar hefur fullveldistíminn verið nær samfelld saga um ójafnvægi og erfiðleika með greiðslujöfnuð landsins. Kreppan mikla hófst hérlendis með bankahruni í ársbyrjun 1930 þegar Íslandsbanki hinn elsti varð fyrir bankaáhlaupi og var neitað um ríkisábyrgð. Skjótlega upp úr því hefst fjármagnsflótti af landinu er lyktaði með setningu fjármagnshafta árið 1931 sem áttu eftir að vara í 62 ár.

Þegar farið er yfir aðstæðurnar við gjaldþrot Íslandsbanka hins elsta árið 1930 hlýtur sú hugsun að vakna að sagan hafi gengið í hring og landsmenn séu nú að endurtaka sömu mistökina með því að loka sig frá heiminum með höftum. Bankahrunið íslenska árið 2008 var að sönnu einstakur atburður þar sem heilt fjármálakerfi hjá þróuðu ríki féll

í lausafjárahlaupi. En í ljósi sögunnar var þetta aðeins enn einn hlekkurinn í langri keðju fjármálaóstöðugleika og gjaldeyrisvandræða er hafa einkennt nútímasögu landsins.

Ísland lokaðist frá erlendum fjármagnsmörkuðum árið 1930 en seinni heimsstyrjöldin og Kalda stríðið opnuðu nýjar dyr fyrir landsmenn að sækja lánsfé vestanhafs. Hagþróun landsins á eftirstríðsárunum einkenndist af miklum fjármagnsinnflutningi til þess að örva fjárfestingu sem kom fram í nær látlausum viðskiptahalla, allt fram á árið 2009. Þessi mikli fjármagnsinnflutningur, og sú þensla sem af honum hlaust, hafði gríðarleg ruðningsáhrif á útflutningsatvinnuvegi landsins með háu raungengi og efnahagslegum óstöðugleika. 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.

Fjárfestingunni var að miklu leyti stýrt með pólitísku handafla og það leikur mjög á tvennu hve mikilli arðsemi eða þjóðhagslegri gagnsemi þessi stjórnmalastýrðu verkefni raunverulega skiluðu. Fjárfestingin örvaði hins vegar efnahagslífið og hélt hagkerfinu 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. Að sönnu voru Íslendingar háðir aflabrögðum og afurðaverði í sinni helstu útflutningsgrein og til að mynda var síldarresturinn 1967 góð ástæða til gengisfellingar. En hin raunverulega orsök þessara sífelldu aðgerða var langvinn örvunarstefna í efnahagsmálum með áherslu á fjárfestingu. Sú stefna skapaði þenslu, skrúfu kaup- og verðhækkana og meðfylgjandi verðbólgu, hækkun raungengisins og viðskiptahalla sem síðan varð að bregðast við til þess að halda jafnvægi á greiðslujöfnuði. Þar liggur rótin að hinum mikla óstöðugleika og viðskiptahalla sem landsmenn hafa lengið búið við.

Þessi saga á sér margar hliðar. Það væri hægt segja hana sem sögu um pólitískar lánveitingar úr ríkisfjármálakerfi, neikvæða raunvexti og óðaverðbólgu, nú eða offjárfestingar í sjávarútvegi. Aðrir kynnu að tala um framfaraskeið, hvernig innviðir nútímasamfélags voru byggðir upp með miklu hraði og hvernig Ísland náði að vinna upp forskot annarra ríkja bæði hvað varðar líf skjör og opinbera þjónustu. Hinn rauði þráður sögunnar er sú viðleitni Íslendinga að reyna að brjótast út fyrir framleiðslumöguleikajaðar efnahagslífisins með innflutningi erlends sparnaðar sem oft og tíðum var háður verulegri íhlutun á vettvangi stjórnmála, þaðan sem heimildir komu fyrir lántöku og fjárfestingum. Með erlendum lántökum var hægt að fjárfesta í stórum stíl án þess að innlendur sparnaður væri til staðar og landsmenn þyrftu að láta sér lynda lægri einkaneyslu.

Þessum rauða þræði er þó líklega hvergi betur lýst en í grein sem Robert Loring Allen hagfræðiprófessor við Háskólann í Virginía ritaði í Finanzarchiv 1959 og ber nafnið „The vulnerability of Iceland's economy“. Þar segir í upphafsorðum:

*Iceland is in a constant state of economic crisis. The country has attempted to achieve greater increases in the real standard of living than is justified by the productivity of the economy. The country has simultaneously invested at a phenomenally high rate, frequently in activities which have not contributed significantly to the growth of the economy. This pressure on Iceland's resources has resulted in a host of problems: chronic inflation, malfunction of the price system, government deficits, loss of its competitive position in world markets (at prevailing exchange rates), chronic balance of payment deficits, and policies which have not only failed to ease the situation but have even aggravated it.*

Það má kalla kaldhæðni orlaganna að þegar Íslendingar opnuðu aftur glugga til umheimsins með afnámi fjármagnshafta árið 1993 hittu þeir fljótlega á stærstu fjármála-bólu í sögunni sem spannar hartnær áratug frá 1998 til 2007. Það varð til þess að rauði þráðurinn frá eftirstriðsárunum var spunninn áfram allt til hrunsins 2008. Munurinn er sá að á eftirstriðsárunum var fjármagn flutt inn á vegum ríkisins en einkaaðilar sáu um flutninginn eftir 1993 þar sem bankarnir söfnuðu að sér erlendu heildsölufjármagni og endurlánuðu inn í íslenska hagkerfið. Ísland stendur nú á svipuðum stað og við hrun þorsstofnsins árið 1989 með alltof lítinn útflutningsgeira miðað við stærð efnahagslífsins og of litla framleiðni miðað við þau lífsgæði sem þjóðin hefur vanist.

Upphaf íslenska lífeyriskerfisins í núverandi mynd er yfirleitt rakið til kjarasamninganna 1969, en þá var samið um stofnun lífeyrissjóða fyrir almennt launafólk. Nokkrir lífeyrissjóðir eiga sér þó lengri sögu, m.a. lífeyrissjóðir opinberra starfsmanna og Lífeyrissjóður verzlunarmanna. Fyrst framan af átti lítill sjóðasöfnun sér stað innan kerfisins þar sem neikvæðir raunvextir brenndu upp sparnaðinn um leið og hann var lagður inn í sjóðina. Lífeyrissjóðirnir voru meðal fórnarlamba þeirrar efnahagsstefnu að halda uppi atvinnu og fjárfestingu með ofgnótt af lánsfé með niðurgreiddum vöxtum. Hér að ofan hefur einkum verið fjallað um þann hluta stefnunnar sem sneri að því að flytja inn erlendan sparnað. Annar hluti þessarar stefnu – og ekki síður mikilvægur – fólst í því að tryggja innlent fjármagn á niðurgreiddum, og jafnvel neikvæðum raunvöxtum.<sup>11</sup> Þegar verðbólga fór úr böndunum eftir 1971 fylgdu nafnvextir ekki eftir og raunvextir urðu verulega neikvæðir allan áttunda áratuginn. Neikvæðir raunvextir fela í sér niðurgreiðslu til lántakenda og þannig meðgjöf fyrir fjárfestingar fyrirtækja. Eigendur sparnaðarins eru þeir sem þurfa að greiða meðgjöfina þar sem þeirra eign rýrnar á bankareikningum á meðan útlánin hverfa af sjálfum sér.

<sup>11</sup> Aðeins tveimur árum eftir að fjármagnshöftum var komið á, eða í júní 1933, voru jafnframt sett *lög um bann við okri og dráttarvexti* sem lög bundu hámarksvexti. Í framhaldi, eða 1957, var seðlabanka- og viðskiptadeildum Landsbankans skipt upp og settar sér stjórnir. Stjórn seðlabankadeildarinnar átti jafnframt að fara með vaxtaákvörðunarvald fyrir allt bankakerfið, og gerði svo áfram eftir að Seðlabankinn varð að sjálfstæðri stofnun árið 1961. Stjórn Seðlabankans var pólitískt skipuð og sá sjaldan þörf fyrir vaxtahækkanir og svo má heita að raunvextir innlána hafi nær alltaf verið neikvæðir frá 1957 til setningar Ólafslaga og upptöku verðtryggingar 1979. Sjá Bjarna Braga Jónsson (1998) „Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi“. Seðlabanki Íslands sérrit 3.



Hið nýstofnaða lífeyrisskerfi varð fyrir verulegum skaða vegna neikvæðrar ávöxtunar enda höfðu lífeyrissjóðirnir um ákaflega fáa kosti að velja þegar að fjárfestingum kom. Ávöxtun lífeyrissjóðanna á þessu tímabili er sýnd í boxi 3.1 hér að framan en það lýsir best ástandinu á áttunda áratugnum að ein króna sem lögð var í lífeyrissparnað árið 1971 hafði rýrnað um 80% að raunvirði árið 1979. Þannig var lífeyrissparnaði landsmanna sólundað til að örva fjárfestingar í landinu. Það var því ekki fyrr en með upp-töku verðtryggingar árið 1979, og síðan jákvæðum raunvöxtum, sem fótur komst undir raunverulega sjóðasöfnun og loks á tíunda áratugnum sem verulegur eignamassi tók að safnast upp. Þótt lífeyrisskerfið eigi nú um 40 ára sögu er það samt svo að þjóðhagsleg áhrif þess hafa ekki farið að koma í ljós fyrr en á allra síðustu árum og áratugum. Eins og farið var yfir í kafla 4 hér að framan er fyrirséð að eignir lífeyrissjóðanna fari að slaga upp í tvöfalda landsframleiðslu Íslands á næstu árum sem getur hæglega haft veruleg þensluáhrif á bæði efnahagslíf og eignamarkaði landsins á næstu árum. Þessi mikli eignastabbi getur hæglega orðið eldsmatur fyrir nýtt þenslubál er hitar undir áframhaldandi greiðslujafnaðarvanda ef fjármagnið er byrgt inni og getur aðeins brotist fram sem viðskiptahalli.

Frá þjóðhagslegu sjónarmiði hlýtur sjóðasöfnunarkerfi ásamt mjög lágum meðalaldri þjóðarinnar að kalla eftir hreinum sparnaði og þar með viðskiptaafgangi. Sjóðasöfnun byggir á því að flytja tekjur til yfir tíma með því að safna upp eignum sem síðan er ætlað að duga fyrir eftirlaunum. Eins og farið var yfir í öðrum kafla um lífshlaupssparnað, þá verður slík tímafærsla fjármagns aðeins tryggð með því að ávaxta hluta af lífeyrissparnaði erlendis til þess að koma í veg fyrir ruðningsáhrif á innlendan fjármagnsmarkað. Ef komið er í veg fyrir erlendar lífeyrisfjárfestingar mun þessi tímafærsla fjármagns að einhverju leyti breytast í millifærslu á milli kynslóða með líkum hætti og gerist í gegnumstreymiskerfi.

Svo umfangsmikil sjóðasöfnun og sparnaður sem nú á sér stað í íslenska lífeyrisskerfinu gerir það að verkum að viðskiptajöfnuður ætti að skila afgangi við eðlilegt þjóðhagslegt jafnvægi. Ástæðan er einfaldlega sú að mikil neyslufrestun á sér stað fyrir tilstuðlan lífeyrисиðgjalda fólks. Þetta þýðir að raungengið verður að vera stillt af með þeim hætti að þessum afgangi sé viðhaldið. Ef lítið er til síðustu áratuga liggur fyrir að raungengið hefur 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. Lág raungengi, viðskiptaafangur og útflutningur lífeyrissparnaðar er einnig forsenda fyrir útflutningsdrifnum hagvexti, efnahagslegum stöðugleika og myndun þjóðhagsleg sparnaðar.

Það virðist viðtekin skoðun hérlendis að hátt raungengi sé mjög eftirsóknarvert vegna þess að það feli í sér góð lífskjör. Að sönnu er raungengið mælikvarði á kaupmátt innlendra launa á erlendum vörum og þannig lífskjarakvarði. Hins vegar verður að hafa í huga að 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 búa við viðskiptahalla. Slík stefna getur



aldrei verið annað en skammgóður vermir og getur aðeins haldist uppi með erlendum lántökum og með því að nýta auðlindahagræði sjávarútvegsins til þess að halda genginu uppi, er hefur mjög neikvæð áhrif á langtíma hagvöxt.

Hin gamla íslenska aðferðafræði að líta á hátt raungengi sem forsendu fyrir góðum lífskjörum er ekki aðeins úrelt, heldur einnig uppskrift að bæði greiðslujafnaðarerfiðleikum og lágri framleiðni launa- sem raunin hefur borið vitni síðustu áratugi. Í þessu sambandi nægir að nefna að framleiðni vinnuafls hefur um langa hríð verið mun lægri héraendis en í nágrannalöndunum eins og kemur skýrt fram í skýrslu ráðgjafarfirmisins McKinsey um íslenskan þjóðarhag frá 2012. Lág framleiðni er aftur á móti bætt upp með lengri vinnutíma til þess að viðhalda sambærilegum lífskjörum og þekkist ytra.<sup>12</sup> Það er nokkurt áhyggjuefni að framleiðni virðist hafa nær staðið í stað frá hruni samkvæmt nýjustu Peningamálum Seðlabankans í nóvember 2014. Aftur á móti hefur hækkun launakostnaðar á sama tíma verið umfram framleiðni og langt umfram það sem þekkist 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. Sú spurning vakir því hvort landsmenn hafi raunverulega lært sína lexú um skaðsemi þess að bæta lífskjör með því að hækka raungengið með stuðningi af höftum og halda uppi fjárfestingu með því að veita niðurgreiddu fjármagni inn í atvinnulífið. Þá eða hvort raunverulega hafi verið brotið blað í efnahagsmálum þjóðarinnar við hrunið 2008.

<sup>12</sup> Sjá McKinsey Scandinavia (2012) „Charting a Growth Path for Iceland“

## Kafli 7.

# Hvað stendur í veginum?

### 7.1 Snögghemlun eða forsendubrestur?

Þann 5. febrúar árið 1997 gat taílenska fasteigna- og byggingafélagið *Somprasong Land* ekki staðið skil á vaxtagreiðslu að fjárhæð 3 milljónir dala af skuldabréfi sem annars hafði höfuðstól upp á 80 milljarða dala. Somprasong var þó aðeins hið fyrsta í röðinni af mörgum öðrum risavöxnum fasteignafélögum í Taílandi sem stóðu andspænis gjaldþroti í kjölfar þess að loft var tekið að leka úr vel útblásinni fasteignabólu þar eystra. Kannski átti þetta ekki að koma að öllu leyti á óvart. Hlutabréfaverð hafði einmitt lækkað um 50% í taílensku kauphöllinni vegna áhyggna af stöðu fasteignamarkaðarins. Þessi dagur varð hins vegar mun afdrifaríkari en það að hann markaði endi á fasteignabólu. Hinn 5. febrúar var dagurinn sem goðsögnin um „Asútígrana“ sprakk.

Um nokkurt skeið hafði nokkrum löndum í Suðaustur-Asíu verið hampað mjög á alþjóðavettvangi. Þetta voru lönd sem ráðist höfðu í efnahagsumbætur á níunda áratugnum og opnað efnahagslíf sitt fyrir erlendri fjárfestingu.<sup>1</sup> Þessi stefnumörkun skilaði mjög hraðri iðnvæðingu í krafti vaxandi utanríkisviðskipta og árlegum hagvexti á bilinu 6-9%. Þessi árangur fór brátt að fréttast og var tekinn til fyrirmyndar í skólastofum viðskiptadeilda jafnt sem fundarherbergjum fyrirtækja víða í heim. Og í kjölfarið kom nafnið „Asútígrar“ sem er líklega ein besta heppnaða markaðssetning sögunnar.<sup>2</sup> Þessi frábæri árangur var þakkaður menningu þessara landa er studdust við gildi Konfúsíusar um ráðdeild og sparnað, auk þess sem hagræn ákvörðunartaka átti að vera mun skilvirkari þar eystra en þekktist á Vesturlöndum. Það fólst meðal annars í því að ríkisvaldið vann náði með fyrirtækjum að langtímaáætlunum, auk þess sem sérlega náin og góð tengsl voru milli fyrirtækja og banka, er var ákaflega hagvaxtarhvetjandi. Ennfremur var borið lofsorð á þá stefnumörkun Asíuríkjanna að takmarka innflutning og jafnvel niðurgreiða útflutning.

Þegar kom fram á tíunda áratuginn höfðu „Asútígrarnir“ bæði á að skipa góðu orðspori og háum innlendum vöxtum og tóku því að draga að sér erlent fjármagn í stríðum straumum. Brátt spruttu upp stórar fyrirtækjasamsteypur í téðum löndum sem nýttu sér – að því að virtist – endalaust framboð af erlendu lánsfé á lágum vöxtum til ýmissa fjárfestinga; hvort sem um var að ræða umsvif á fasteignamarkaði líkt og Somprasong stundaði eða útrásarverkefni hinna frægu kóresku fyrirtækjarisa *Chaebol*. Mikið innflæði á greiðslujöfnuði leiddi fljótlega til hækkunar eignaverðs, þenslu og aukinnar

<sup>1</sup> Löndin í Suðaustur-Asíu höfðu um áratugaskeið fylgt sk. innflutnings-staðkvæmdarstefnu (import substitution) sem fólst í því að takmarka innflutning sem allra mest með tollum og höftum, líkt og svo mörg þróunarríki. Efnahagsstefnan snerist hins vegar eftir 1980 og áherslan færðist á útflutningsdrifna iðnvæðingu með frábærum árangri.

<sup>2</sup> Þetta er hægt bera saman við sk. „BRIC“ nafngift sem er samsett úr enskum upphafsstöfum stærstu nýmarkaðslandanna: Brasilíu, Rússlands, Indlands og Kína.

eftirspurnar. Þrátt fyrir að orðspor tígranna hefði í upphafi verið grundvallað á árangri í útflutningi voru flest þessara landa komin með verulegan viðskiptahalla um það leyti sem hróður þeirra barst til Íslands. Hér holdgerðist tígrastefnan meðal annars í efnahagsáætlun er bar heitið „Útflutningsleiðin“ sem var gefin út af Alþýðubandalaginu undir forystu Ólafs Ragnars Grímssonar árið 1994. Þetta sama ár mátti jafnframt heyra fyrstu gagnrýnisraddirnar um að hin ágætu konfúsísku gildi væru tekin að riðlast í þessum löndum kvöldsólarinnar.<sup>3</sup>

Gjaldþrot Somprasong reyndist tíuprjónsstungan er sprengdi blöðruna og markaði upphafið að miklu tapi erlendra lánadrottna. Þannig gerðist það að eftir 5. febrúar 1997 snerist fjármagnsjöfnuður Taílands við. Umheimurinn hækkaði mat sitt á lánaáhættu (credit risk) þarlendrar fyrirtækja og fjármagn hóf að streyma úr landi. Á sama tíma var Taíland með um 8% viðskiptahalla sem einnig varð að fjármagna til þess að halda jafnvægi á greiðslujöfnuði. Landið var á þessum tíma með fastgengi við Bandaríkjadal er staðið hafði í 13 ár og stjórnvöldum var mikið í mun að halda. Af þeim sökum brugðust taílenskir ráðamenn við neikvæðum greiðslujöfnuði með því að selja úr gjaldeyrisforðanum til þess að halda genginu stöðugu.

Taíland hafði úr stórum gjaldeyrisforða að spila en gatið í greiðslujöfnuðinum sem þurfti að fylla varð sífellt stærra og inngrípin gátu aðeins gengið í skamman tíma. Brátt fengu erlendir spákaupmenn veður af greiðslujafnaðarvanda landsins og tóku að veðja á þá útkomu sem virtist óhjákvæmileg, að gengi bahtsins myndi falla. Eftir nokkurra mánaða baráttu gafst seðlabankinn upp eftir að hafa eytt 2/3 af gjaldeyrisforðanum til þess að halda fastgenginu. Þann 2. júlí 1997 fór bahtið á flot og féll verulega í kjölfarið. Ríkisstjórnin óskaði síðan eftir „tæknilegri aðstoð“ frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

Gengisfall bahtsins hratt af stað almennum fjármagnsflóttu frá hinum tígrunum og þannig hófst atburðarás sem fljótlega fékk nafnið „Asíukreppan“. Veturinn sem fór í hönd reyndist þessum löndum þungur í skauti. Mörg þeirra urðu að troða stafkarls stíg og leita aðstoðar hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum til þess að rétta af greiðslujöfnuðinn. Hér er ekki rúm til þess að rekja framgang Asíukreppunnar en hægt er að draga atburðarásina saman í einfalda keðju:

### **Gjaldeyriskreppa -> bankakreppa -> efnahagskreppa -> stjórnmalakreppa**

Í öllum þessum löndum snerist fjármagnsjöfnuðurinn úr innflæði í útflæði sem leiddi til 50-70% gengisveikingar er strax olli gjaldþroti banka og fyrirtækja sem tekið höfðu erlend lán. Í kjölfarið sigldi djúp efnahagskreppa og síðan mikill óstöðugleiki í stjórnmalum. Öll þessi lönd höfðu vitaskuld farið fram úr sér – leiðrétting var óumflýjanleg í efnahagslífi þeirra – en það var ójafnvægi í greiðslujöfnuðinum er gerði leiðréttinguna svo djúpa og svo snarpa sem raun bar vitni.

<sup>3</sup> Árið 1994 birti Alwyn Young grein um asíska hagvaxtarundrið er bar heitið “The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience”. Þar kom fram að ef leiðrétt var fyrir mjög mikilli sparnaðarhneigð í Suðaustur-Asíu og hækkandi menntunarstigi var framleiðnivóxtur þar eystra mjög svipaður og meðal landa OECD. Sá pappír hlaut fremur óblíðar viðtökur á sínum tíma. NBER Working Paper No. 4680 issued in March 1994.

Rúmu ári eftir að Asíukreppan braust út, eða í nóvember 1998, birti síleíski hagfræðingurinn Guillermo Calvo stutta grein er bar heitið „Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop“<sup>4</sup> Þar skýrði hann ofsann í Asíukreppunni í einföldu greiðslujafnaðarlíkani. Atburðarrásin er einfaldlega sú að mikið fjármagnsinnflæði hefur ruðningsáhrif fyrir innlendan sparnað, eykur þjóðarútgjöld og skapar viðskiptahalla. Viðskiptahallinn gerir landið háð sífelldum fjármagnsinnflutningi – og um leið og fjármagnið hættir að streyma inn fjarar hallinn uppi og greiðslujöfnuður verður neikvæður. Þá strax fer ákveðið leiðréttingarferli í gang þar sem nýju jafnvægi verður aðeins náð með því að utanríkisviðskiptin snúist upp í afgang.

Viðskiptajöfnuðurinn er þjóðhagsstærð sem ræðst af neyslu- og fjárfestingarákvörðunum sem oftast eiga sér langan aðdraganda. Af þeim sökum er það stór kollhnís fyrir lítil opin hagkerfi að snúa frá halla í afgang á mjög skömmum tíma sem hlýtur að leiða til mikils samdráttar í þjóðarútgjöldum og mikillar truflunar á gangi hagkerfisins. Það var einmitt þessi hraða aðlögun sem Calvo kallaði „snögghemlun“ (sudden stop).

Mikill viðskiptahalli skapar því snögghemlunarhættu hjá löndum sem eru með gjaldmiðla er hafa ekki alþjóðlegt greiðsluhæfi, þar sem hann kallar á stöðugt innflæði erlends fjármagns. Fjármögnun á viðskiptahalla Asíutígranna fólst einnig að verulegu leyti í kaupum vaxtamunarfjárfesta á stuttum skuldbindingum sem komu brátt á gjald-daga eftir að krísan hófst og juku mjög útlæðið. Af þeim sökum varð snögghemlun tígranna eiginlega að árekstri og þeir urðu að leita eftir fjármagni frá Alþjóðagjald-eyrissjóðnum til þess að mýkja aðlögunina. AGS gerði þá kröfu að greiðslujöfnuðinum yrði komið í jafnvægi með hækkan vaxta, aðhaldi í ríkisfjármálum og ýmsum öðrum umbótaáðgerðum. Þessi lækni meðferð þótti harkaleg en hún hreif. Svo áfram sé tekið mið af Taílandi, þá snerist um 8% viðskiptahalli árið 1996 í 13% viðskiptaafgang árið 1998 en með 12% samdrætti í landsframleiðslu árið 1997–1998. Næsta ár þar á eftir, árið 1999, uppskar Taíland síðan 4,5% hagvöxt. Það tók landið að vísu 10 ár, eða allt fram til 2006, að ná aftur sömu landsframleiðslu mælt í dollurum og verið hafði fyrir kreppuna. Almenn er álitnið í dag að þrátt fyrir að tígra-heitið sé gleymt þá hafi Asíuríkin komið sterkari út krísunni 1997–1998 og efnahagsumbæturnar sem fylgdu í kjölfar hennar hafi raunverulega skilað ágætum árangri.

Sléttum áratug eftir Asíukreppuna hófst fjármálakreppa á Vesturlöndum sem enn hvílir eins og skuggi yfir efnahagslífi þessara landa. Ekki verður annað sagt en að töluverðrar nærsýni gæti þegar fjallað er um þessa Vesturlanda-kreppu. Svo má skilja að hún sé svo einstakt fyrirbrigði að hún hljóti að afsanna hagfræðina sem fræðigreinin og jafnvel kapítalismann sjálfan. Vesturlandabúar mættu þó vel hafa í huga að kreppan þeirra er ekki heimskreppa heldur er aðeins bundin við Norður-Ameríku og Vestur-Evrópu. Öðrum hlutum heimsins hefur raunar gengið mjög vel á síðustu 5 árum eftir smá

<sup>4</sup> Þessi nafngift var höfð eftir ónefndum bankamanni í Tequila-krísunni í Suður Ameríku árið 1994 sem sagði: “It is not the speed that kills but the sudden stop”. Sjá Dornbusch, Rüdiger; Werner, Alejandro (1994). “Mexico: Stabilization, Reform and No Growth”. Brookings Papers on Economic Activity 1: 253–316.

híksta í kjölfar gjaldþrots Lehman Brothers haustið 2008. Hagvöxtur á heimsvísu hefur verið með besta móti á síðustu árum og fjöldi fólks í nýmarkaðsríkjunum hefur verið að lyftast úr fátækt.

Það sem er nýtt við Vesturlanda-kreppuna er að hún kemur fram á stærstu og öflugustu myntsvæðum heimsins sem lengi voru talin stikkfrí frá slíkum vandræðum. Nákvæmlega sömu hlutir höfðu áður átt sér stað á minni og veikari myntsvæðum, svo sem í norrænu bankakrísunni 1991–1993, Tequila-krísunni í Suður-Ameríku 1994 eða Asíukreppunni 1997–1998 sem hér hefur verið fjallað um. Í öllum tilvikum hófst krísan sem fjármagnsflótti og ójafnvægi á greiðslujöfnuði sem leiddi til gjaldeyris- og bankakreppu. Hin undirliggjandi ástæða var vitaskuld eignabóla, óvarleg útlán og of mikil innlend eftirspurn. Sjúkdómurinn er hinn sami en einkennin velta á því hvernig mynt löndin búa við.

Stór myntsvæði sem hafa forðagjaldmiðla – líkt og Bandaríkin, Bretland, evrusvæðið eða Sviss – standa mun betur að vígi en lönd með veikari og smærri myntir þar sem greiðslujafnaðarvandi kemur ekki fram sem gjaldeyriskreppa heldur birtist sem bankaáhlauð og ríkisfjármálakreppa. Stóru myntsvæðin njóta þeirra forréttinda að geta prentað peninga með alþjóðlegt greiðsluhæfi í nær ótakmörkuðum mæli til þess að rétta af misvægi á greiðslujöfnuði og/eða endurfjármagna bankastofnanir. Þannig er hægt að komast hjá efnahagslegum óþægindum til skamms tíma en efnahagsleg aðlögun þessara ríkja er hins vegar óumflýjanleg en kann að taka tíma. Löndin verða að endurheimta samkeppnishæfni án þess að fá forskot til þess með gengisfalli og lækkun raungengisins, líkt og hin smærri myntsvæði.

Langtíma áhrif peningarentunar eru jafnframt óviss, enda á sú *magnbundna íhlutun* (quantitative easing)<sup>5</sup> sem þessi stóru myntsvæði hafa stundað sér fá söguleg fordæmi. Sá samanburður sem er nærtækastur er japanska kreppan 1990–1992 er kom í kjölfar mikillar eignabólu og bankaútpenslu árin á undan. Japanska jenið er forðagjaldmiðill og því gátu þarlend stjórnvöld prentað peninga til þess að halda fjármálakerfinu á floti og þannig forðast sársauka og hraða efnahagslega aðlögun. Árangurinn hefur verið vægast sagt slæmur. Lengi vel var vísað til tímabilsins 1991–2000 sem týnda áratugarins (lost decade) í Japan, en þetta heiti hefur verið útvíkkað og nú er talað um hina týndu tvo áratugi (lost two decades) sem tímabilið frá 1991 til 2010. En allan þennan tíma hefur ríkt stöðnun í japönsku hagkerfi.

Hér verður að hafa í huga að nafngengishliðrun sem felur í sér varanlega lækkun raungengisins er stýfing, eða rýrnun, myntarinnar (monetary debasement) í hlutfalli við aðrar myntir. Það er í eðli sínu hið sama og að þynna út myntsláttur - líkt og þekktist á fyrri tíð - með því að bæta ódýrari málum við bráðina þegar silfur- eða gullpeningar eru slegnir. Slíkt gerist auðveldlega hjá löndum með veika gjaldmiðla er hafa aðeins virði innan þess lands sem gefur þá út. Auðvelt er fyrir slík myntsvæði að endurheimta samkeppnishæfnina og lækka raunstærðir með gengisfalli og verðbólgu. Aftur á móti er

<sup>5</sup> *Magnbundin íhlutun* er aðeins finna orð yfir peningarentun og felst í því að viðkomandi seðlabanki kaupir skuldabréf ríkissjórnar sinnar beint af markaði eða í endurhverfum viðskiptum við bankastofnanir.

mun erfiðara að þynna út forðagjaldmiðla, jafnvel þótt býsn séu prentuð af þeim, þar sem aðrar þjóðir taka feginns hendi við peningunum í skiptum fyrir bæði vörur og eignir og þeir skapa sjálfkrafa sína eigin eftirspurn sem verðmætagrymar (store of value). Þannig dugar prentun slíkra gjaldmiðla vel til þess að endurfjármagna banka en ekki til þess að endurheimta samkeppnishæfni og búa til verðbólgu. Af þessum sökum hefur Japönnum ekki heppnast að búa til verðbólgu til þess að smyrja hjól efnahagslífsins þrátt fyrir gríðarlega peningaprentun. Hið sama virðist nú uppi á teningnum á evrusvæðinu þar sem ótti um verðhjöðnun hefur vaknað þrátt fyrir töluverðan gang í prentvélum þar um slóðir. Ef ekki er hægt að beita verðbólgu til þess að lækka bæði raunlaun og raunvexti verður þungi aðlögunarinnar að hvíla á stofnanaumbótum og lækkun nafnlauna, sem hefur reynst þrautin þyngri. Þá eru vandkvæði fólgin í því að ætla að lækka nafnvexti neðar en núll til þess að lækka raunvaxtastigið. Allt bendir þetta því til þess að Vesturlanda-kreppan verði því miður langvinn, að minnsta kosti evrópumegin Atlantshafsins.

Hvað Ísland varðar hefur einnig ríkt nærsýni um orsakir og afleiðingar „hrunsins“ hérlandis þar sem athyglin hefur helst beinst að séríslenskum þáttum – og jafnvel þætti einstakra persóna. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis um *aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008* frá apríl 2010 er til að mynda hagfræðilegt tómarúm þegar kemur að gjaldmiðli landsins og greiðslujöfnuði. Skýrslan setur hrundið heldur ekki í efnahagslegt samhengi við hagsögu lands, reynslu annarra þjóða eða kenningar hagfræðinnar. Í því ljósi þarf því ekki að undra að þrátt fyrir að gengisfallið 2008 geti ekki talist annað en eðlileg aðlögun frá sjónarhóli hagfræðinnar, eftir þenslu og gríðarlegan viðskiptahalla árána á undan, virðist þjóðmálaumræðan líta á málin með allt öðrum hætti. Í íslenskum stjórnámálum er gengisfallið kallað „forsendubrestur“ sem virðist vera álitinn sambland af slysi og samsæri. Þessi röksemdafærsla skautar snyrtilega framhjá því að hvorki ríkið né Seðlabankinn hafa haft nein gengismarkmið frá árinu 2001 þegar krónan fór á flot á óheftum gjaldeyrismarkaði. Téður forsendubrestur hefur samt sem áður orðið að grundvelli fyrir bótabeiðni sem stjórnvöld hafa svarað með skuldaleiðréttingu.

Það er þó engum blöðum um það að fletta að íslenska hruninu er mjög vel lýst með hugtakinu *snögghemlun* og atburðarrásin er í öllum megin atriðum lík Asíukreppunni utan þess að fjármálakerfið hér var of stórt og myntsvæðið of smátt til þess að hægt væri að komast hjá kerfisbundnu bankahruni. Kannski gerðust hlutirnir bara of hratt. Til að mynda má velta fyrir sér hvort íslenska bankakerfið hefði hrundið ef stjórnvöld hefðu leitað til AGS tímanlega, en það er önnur saga. Aftur á móti er reginmunur á viðbrögðum Íslendinga við sínum greiðslujafnaðarvanda og því sem Asíutígrarnir gerðu.

Asíukreppan sýnir vel hvernig fjármagnsflótti kom greiðslujöfnuði úr jafnvægi og leysti strax úr læðingi mjög sársaukafulla aðlögun með þverhníptu gengisfalli gjaldmiðilsins og miklum samdrætti eftirspurnar. Til þess að ná aftur jafnvægi á greiðslujöfnuði urðu tígrarnir að grípa til þess að hækka vexti verulega og draga saman í ríkisútgjöldum og með þeim hætti auka á þá efnahagskreppu sem þegar var í farvatninu.<sup>6</sup> Þessar aðgerðir

<sup>6</sup> Undantekningin hér var Malasía er setti á fjármagnshöft undir lok árs 1997 eftir að gjaldmiðill landsins – ringgit – hafði fallið um 50% og í kjölfarið neitaði landið aðstoð frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

voru mjög umdeildar á sínum tíma en dugðu vel. Efnahagsniðursveiflan var tiltölulega skammvinn og Asíuhagkerfin héldu samþættingu sinni við alþjóðafjármálamarkaði. Íslendingar spöruðu sér óþægindin með því að setja á fjármagnshöft og komust hjá verulegri tiltekt í ríkisfjármálum. Það var gert með samþykki Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er þóttist reynslunni ríkari eftir Asíukreppuna 1998. Ef til vill skipti það máli að árið 2008 var Ísland fyrsta þróaða landið er leitaði til AGS í um þrjá áratugi og sjóðnum var því mikið í mun að sýna fram á að mildilega yrði tekið á málum og Íslendingar yrðu ekki þvingaðir í kalda sturtu eins og Asíulöndin forðum. En það gæti hrætt önnur þróuð ríki frá því að sækja um aðstoð sjóðsins í framhaldi. Það sem eftir stendur fyrir Íslendinga er samþætting landsins við að alþjóða fjármálamarkaði hefur verið rofin.

Höftin eru samt enn til staðar og engin tímasett áætlun hefur verið sett fram um afnám þeirra. Það er því ekki lengur hægt að ræða um höftin sem skammtímaráðstöfun til þess að bregðast við yfirstandandi krísu. Þau eru nú orðin að tæki til þess að halda jafnvægi í greiðslujöfnuði landsins líkt og þau voru mestan hluta tuttugustu aldar – og sem slík lykillinn að efnahagslegum stöðugleika.

## 7.2 Færsluvandi Íslands

Sá vandi sem Íslendingar eiga við að glíma í greiðslujöfnuði stafar af lausafjárvandræðum íslenska mynsvæðisins. Hann er það sem Keynes lávarður kallaði „færsluvandamálið“ (*transfer problem*). Það er hvernig fjármagnsútlæði vegna erlendra skuldbindinga þvingar fram lækkun á raungengi gjaldmiðilsins niður fyrir öll eðlileg þjóðhagsleg viðmið (*economic fundamentals*), sem bæði rýrir lífskjör fólks og skaðar hagkerfið.<sup>7</sup> Vandamálið skapast vegna þeirra vandkvæða sem því fylgja að flytja mikil verðmæti frá einu mynsvæði til annars á skömmum tíma. Vandræðin vaxa eftir því sem mynsvæðið er minna og forðagjaldmiðlar eru vitaskuld nær lausir við slík vandamál. Raunar er snögg-hemlun sem kynnt var hér að framan aðeins ein útgáfa færsluvandamálsins.

Núverandi færsluvandamál Íslands stafar augsjónlega af krónueignum erlendra aðila hérlendis – hinni margumtöluðu snjóhengju. Vandinn er þó mun víðtækari en það, þar sem fjölmargir innlendir aðilar vilja einnig flytja verðmæti frá íslenska mynsvæðinu. Það sem er óvenjulegt við þennan vanda er að flestir þeir aðilar – innlendir sem erlendir – sem vilja flytja verðmæti frá Íslandi eiga ekki við eiginleg greiðsluvandamál að stríða. Þeir eiga skuldlausar og lausar krónueignir með ótvíræðum rétti sem þeir geta þó ekki flutt úr landi, og eru því þannig lokaðir inn á mynsvæðinu.

<sup>7</sup> Þetta hugtak kom fyrst fram við umfjöllun Keynes á erfiðleikum Þjóðverja við greiðslu stríðsskaðabóta eftir fyrri heimsstyrjöldina. Sjá Keynes, John Maynard, “The German Transfer Problem,” “The Reparation Problem: A Discussion. II. A Rejoinder,” “Views on The Transfer Problem. III. A Reply,” *Economic Journal* 39 (March 1929), 1-7, (June 1929), 172-178, (September 1929), 404-408. Sjá enn fremur: Krugman, Paul, “Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises,” *International Tax and Public Finance* 6:4 (November 1999).



Af þessum tvíþætta færsluvanda er erlendi hlutinn – snjóhengjan og þrotabúin – líklega sá hluti sem er auðveldastur viðureignar þar sem þessar *aflandskrónur* eru tiltölulega vel afmarkaðar. Seðlabankanum hefur heppnast að helminga eftirstöðvar *jöklabréfa*<sup>8</sup> með gjaldeyrisútboðum úr 600 milljörðum árið 2009 og í um 300 milljarða nú. Þær aflandskrónur sem enn eru eftir virðast að öllum líkindum vera í eigu þolinmóðra fjárfesta sem ekki hafa sérstaklega mikið á móti því að hafa fjármuni sína hér. Íslenskir vextir eru nú mun hærrí hér en þekkist í nágrannalöndum og snjóhengju-fjárfestarnir eiga rétt á að flytja vaxtagreiðslur úr landi á *álandsgengi* (skráðu gengi Seðlabankans). Einnig er hægt að halda því til haga að íslenskar krónur eru hvergi til nema á Íslandi og í íslenskum bönkum þótt eigendur þeirra séu erlendir. Krónurnar yfirgefa heldur aldrei landið þó að eigendaskipti verði að þeim og vel er hægt að eiga viðskipti með þær utan Íslands með því að færa eignarhaldið til með kaup- og sölusamningum á erlendri grundu. Þannig geta erlendir fjárfestar losað stöður sínar hér án þess að fara í gegnum íslenska gjaldeyrismarkaðinn með því einfaldlega að finna aðra erlenda fjárfesta sem eru tilbúnir til þess að kaupa af þeim krónurnar. Margt bendir líka til þess að töluverð viðskipti hafi verið með aflandskrónur erlendis þótt engin gögn um það séu til staðar. Kannski er því hægt líta á *snjóhengjuna* sem langtíma erlenda fjárfestingu með raun og réttu ef aðstæður og viðhorf fjárfesta til efnahagsmála styðja það.

Hvað þrotabúin varðar þá er hægt að ná utan um erlendu kröfurnar með nauðasamningum og semja um gengislækkun, eða afslátt, á krónueignum þrotabúanna. Ellegar að greiða kröfurnar út sem löng skuldabréf í erlendri mynt útgefin af nýju bönkunum, eða að selja hlutafé bankanna gegn gjaldeyri og gera samning um arðs Stefnu nýrra eigenda sem íþyngir ekki greiðslujöfnuði landsins. Stærsti hluti eigna þrotabúanna eru erlendar eignir sem eru geymdar í bönkum ytra og koma ekki við greiðslujöfnuð landsins. Það er aðeins hinn innlendi hluti eignanna sem skapar vandamál fyrir íslenska gjaldeyrismarkaðinn. Heilt tekið virðast vera mjög margir möguleikar í boði til að heimila útgöngu hinna erlendu kröfuhafa án þess að það skapi vandræði fyrir greiðslujöfnuð landsins, en um það verður ekki fjallað nánar hér. Samningar við kröfuhafa bjóða einnig upp á það að endurskipuleggja skuldahlið efnahagsreiknings bankanna með útgáfu langra skuldabréfa en þeir eru nú að mestu fjármagnaðir með stuttum innlánnum.

Erfiðasti hluti færsluvandans snýr að íslenskum fjárfestum. Fyrir það fyrsta er nú til staðar mikið misvægi í eignasöfnum (portfolio imbalance) innlendra aðila þar sem vægi erlendra eigna er of lítið og venjuleg viðurkennd viðmið um áhættudreifingu hljóta að hvetja til erlendra fjárfestinga. Besta dæmið um þetta eru vitaskuld eignasöfn lífeyris-sjóðanna, líkt og fjallað var um í köflum 3 og 4 hér að framan, en almennt á þetta við um nær alla íslenska fjárfesta. Á móti kemur að þessi sömu eignadreifingarviðmið ættu að vera mikill hvati fyrir erlenda aðila að fjárfesta hérlendis þar sem arðsemi íslenskra eigna er að miklu leyti sérstæð (idiosyncratic) og með litla fylgni við erlenda eignamarkaði. Af þeim sökum ættu íslenskar eignir að vera eftirsóttar þar sem þær (í hæfilegu magni) draga úr áhættu erlendra eignasafna. Þar með skapast eiginlega sú þversagnakennda

<sup>8</sup> Jöklabréf (glacier bonds) voru skuldabréf í íslenskum krónum sem gefin voru út í miklum mæli af erlend- um aðilum á árunum 2005–2008 og seld til fjárfesta utanlands.



staða að margir erlendir fjárfestar vildu gjarnan hafa prósentubrot af eignasafni sínu í íslenskum eignum og gætu því gjarnan viljað fjárfesta hérlandis. En íslenskir fjárfestar sitja nú uppi með of hátt vægi innlendra eigna og vilja því losa sig við þær.

Þegar horft er til framtíðar er því líklegt að vandasamara verði að halda innlendu fjármagni inni í landinu fremur en að draga að erlent fjármagn. Það skiptir þó ákaflega miklu hvernig það fjármagn er sótt og hve vel heppnast að binda það inni í landinu þar sem hætta stafar af fjármagnsflotta á gjaldeyrismarkaði. En eins og fjallað er um í kafla 5 hér að framan fylgir langminnst þjóðhagslegs áhætta og mestur ábati því að taka á móti fjármagni að utan sem beinni erlendri fjárfestingu – það er kaup á eigin fé fyrirtækja fremur en lánveitingar.

Snögghemlunarvandi bæði Asíutígranna og Íslands stafaði að miklu leyti af því að þessi lönd voru of djúpt sokkin í vaxtamunarviðskipti með fremur stuttri tímallengd. Vandræðin fólust bæði í því að innlendir aðilar sóttust eftir lágum erlendum vöxtum sem og að erlendir aðilar sóttust eftir háum innlendum vöxtum. Þannig safnaðist upp gríðarlega mikið af stuttum fjárkröfum – lausu fé – sem síðan rann úr landi þegar krísan hófst.

Hafa verður þó hugfast að snögghemlunarvandi getur einnig komið upp þrátt fyrir að erlendar skammtímakröfur hafi ekki hrannast upp *ef nægjanlegt innlent laust fé er til staðar – til að mynda ef mjög mikið peningamagn er í umferð*. Staðreyndin er sú að þegar um skammtímafjármagn er að ræða skiptir merkimiðinn erlent/innlent eignarhald eða erlend/innlend myntsamsetning ekki höfuðmáli. Innlendir fjárfestar geta alveg hlaupið jafn hratt út úr landinu og erlendir fjárfestar. Almenn séð ræðst magn lausafjár í fjármálakerfinu af fjármögnun bankanna, eða nánar tiltekið tímallengd skuldahliðar þeirra sem oftast er talað um sem *peningamagn í umferð* en er að mestum hluta innlán á bankareikningum.

Hin stóra þversögn í starfi innlánastofnana er að þær taka innistæður sem eru ávallt lausar til útborgunar og lána út sem langtímaútlán. Þetta hefur verið kallað tímaumbreyting (maturity transformation). Hún á sér stað með þeirri vissu að innlagnir og úttektir jafna hvor aðra að mestu leyti út þannig að lausafjarmassinn á innlánsreikningum haldist tiltölulega stöðugur. Það er enda svo að venjubundnar greiðslur á milli fólks færa aðeins fé á milli reikninga en ekki út úr bankakerfinu sjálfu. Innlánsstofnanir taka að sér að tryggja lausafjárstöðu einstaklinga með svipuðum hætti og tryggingafélög. Það felur í sér að fólk getur komið fjármunum sínum í örugga geymslu en samt sem áður haft óheftan aðgang að þeim hvenær sem er. Innlánastofnanir reka jafnframt greiðsluferfi sem leyfir almennungi að nota bankainnistæður sínar sem gjaldmiðil víðs vegar um heiminn sem felur í sér að viðskipti fólks verða aðeins færslur á milli banka-reikninga. Bankarnir bjóða fólki þessa seljanleikatryggingu á grundvelli lögmáls stórra talna (law of large numbers) með þeirri forsendu að lausafjárþörf hvers einstaklings sé óháð stærð. Þá mun aukinn fjöldi sparifjáreigenda leiða til þess að einstaklingsbundin (idiosyncratic) áhætta hverfur og aðrir áhættuþættir verða fastar breytur. Þótt innlána-fjármögnun hafi oft verið talin öruggasta fjármögnun sem völ er á byggir það þó á þeirri forsendu að engin fylgni sé á milli úttekta viðskiptavina – ef sú forsenda bregst mun bresta á bankaáhlaup.

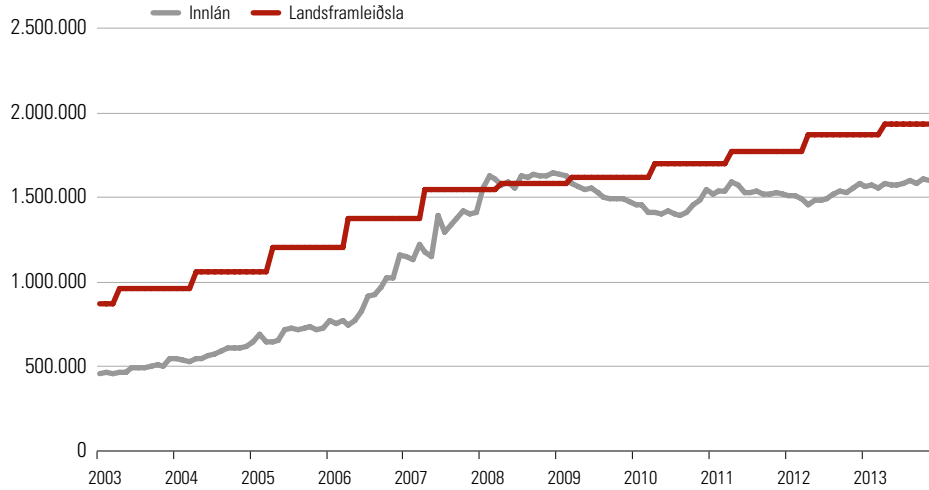
Gjaldeyrismarkaðir eru í eðli sínu millibankamarkaðir í þeim skilningi að mikil og verðmyndandi viðskipti eru ávallt á milli bankastofnana. Bankar eru því fátt annað en safn af reikningum viðskiptamanna. Viðskipti þessara sömu viðskiptamanna koma fram sem færslur á milli reikninga innan bankans eða sem nettunarfærslur við aðra banka. Áhættuþættir snögghemlunar eru þess vegna þeir sömu og áhættuþættir banka-áhlaups og felast í stuttri tímalengd skuldbindinga, að fjármagnsflótti hreyfi við færri reikningum og lægri fjársummunum. Í þessu sambandi er hægt er að rifja upp umfjöllunina úr 5. kafla um hvernig gjaldeyriskreppur og bankakreppur væru tvíburakreppur – myndbirting blæðandi greiðslujafnaðar og fjármagnsflóttar af reikningum innlendra bankastofnana.

Frá þessu sjónarhorni gæti skuldahlið nýju íslensku bankanna verið viðkvæm fyrir afnámi hafta. Með neyðarlögunum frá október 2008 var bankakerfinu hérlandis skipt í tvennt; innlendan hluta sem var „bjargað“ og fjármagnaður á nýjan leik og erlendan hluta sem fór í slitameðferð. Eftir þessa aðgerð standa innlán nú nær alfarið undir fjármögnun nýju bankanna og þeir eru því með mjög stutta tímalengd á skuldahlið þar sem innistæðurnar eru ávallt lausar til útborgunar.

Eins og sjá má af mynd 7.1 hér að neðan jukust innlán gríðarlega á árunum fyrir hrún. Þau voru um helmingur af landsframleiðslu árið 2003 en hlutfallið var komið yfir 100% árið 2008. Eins og áður segir eru innlán hið sama og peningamagn í umferð.<sup>9</sup> Hækkun innistæðustabbans kom til annars vegar vegna lánabólu, enda skapa útlán banka sínar eigin innistæður með ferli sem stundum hefur verið kallað peningamargföldun. Hins vegar brást Seðlabanki Íslands einnig við fjármálakrísunni, sem hófst í ágúst 2007, með því að lána gömlu bönkunum 400-500 milljarða með veði í „ástarbréfum“ – það er skuldabréfum útgefnum af þeim sjálfum. Þannig má segja að Íslendingar hafi brugðist við krísunni með sinni eigin magnbundnu íhlutun líkt og þeir hefðu yfir forðagjaldmiðli að ráða. Hins vegar er krónan ein smæsta mynt heimsins og prentun hennar mun mjög fljótt koma fram sem útflæði á greiðslujöfnuði og skapa þrýsting á gjaldeyrismarkaði, sem gerðist raunar áður en bankarnir féllu. Öllum þessum innlánum úr hinu fyrrum risavaxna fjármálakerfi var bjargað með neyðarlögunum, og þrátt fyrir að bankarnir hafi verið skornir niður stendur samt eftir innistæðustabbi sem slagar upp í heila landsframleiðslu.

<sup>9</sup> Strangt til tekið er peningamagn í umferð bæði innlán – skilgreind eftir tímalengd – og seðlar og mynt í umferð. En útgefnir seðlar hafa á síðustu árum aðeins verið brot af peningamagni í umferð.

**Mynd 7.1** Innlán og landsframleiðsla á verðlagi hvers árs 2003–2014



Heimild: Seðlabanki Íslands

Svo mikið lausafé mun auðveldlega skapa mikið útlæði á greiðslujöfnuði ef opnað er aftur fyrir fjármagnsviðskipti. Til þess að minnka líkurnar á snögghemlunarvanda á frjálsum gjaldeyrismarkaði er nauðsynlegt að dregið verði úr skuldbindingum með stuttri tímalengd. Að því markmiði eru nokkrar leiðir. Sú fyrsta er að bankarnir lengi í fjármögnun sinni og skipti úr innlánnum í skuldabréfafjármögnun, sem kann líklega að reynast þeim dýr. Önnur er að fjármálaleg milliganga kalli á minni tímaumbreytingu og fari fram á markaði en ekki í gegnum innlánastofnanir. Sú þriðja er að bankakerfið verði smækkað þannig að hluti eigna þess færist á efnahagsreikninga annarra aðila sem eru með langa tímalengd skuldahliðar. Og loks er hægt að setja lausafjárkvaðir á innlánsstofnanir til þess að draga úr tímaumbreytingu þeirra. Allt þetta eru kerfisbreytingar sem væri hægt að hrinda í framkvæmd um leið og gengið er frá uppgjöri gömlu bankanna sem eru de facto eigendur og/eða helstu lánadrottnar þeirra nýju. Það er hins vegar erfitt að sjá fyrir sér að höftin geti verið afnumin nema slík endurskipulagning skuldahliðar bankanna hafi átt sér stað og áhættan við snöggt útstreymi á greiðslujöfnuði hafi verið minnkuð.

Annars snýst málið einnig um trúverðugleika íslenska myntsvæðisins og hve vel krónur duga sem verðmætageymsla (store of value), en lítill tiltrú mun valda stöðugum fjármagnsflótta af landinu. Ljóst er að haftasetningin sjálf haustið 2008 hefur rýrt verulega traustið á krónunni þar sem ótti um innilokun hlýtur að vera til staðar hjá öllum aðilum sem eiga fjármagn á Íslandi, hvort sem þeir eru innlendir eða erlendir. Það mun taka tíma að vinna nýtt traust og það mun aðeins gerast með ábyrgri efnahagsstjórn yfir langan tíma.

### 7.3 Spurningin um peningastefnuna

Minnkandi vald seðlabanka þjóðríkja til sjálfstæðra peningamálaaðgerða er nú vaxandi vandamál víða um heim, en eftir því sem samþætting eykst á alþjóðafjármálamörkuðum fer vaxtamyndun að verða ákveðin á heimsvísu en ekki landsvísu. Hvað peningastefnu varðar gildir ákveðið lögmál um þyngdarafli; eftir því sem myntsvæðin eru minni þeim mun minna vogarafl hefur viðkomandi seðlabanki til eigin vaxtasetningar. Þeirri skoðun hefur einnig vaxið fiskur um hrygg á síðari árum að fullveldi smærri myntsvæða í peningamállum sé fremur í orði en á borði ef fjármagnshreyfingar eru frjálssar.<sup>10</sup> Reynsla árána 2001 til 2008, þegar íslenska krónan flaut í frjálsum viðskiptum, er ótvírætt sú að gjaldeyrismarkaðurinn hafi leitt ókyrrð inn í hagkerfið meðal annars vegna þess að hækkun vaxta dró vaxtamunar-spákaupmenn inn í myntsvæðið og olli stórkostlegu ójafnvægi á greiðslujöfnuði. Það má því efast um getu Seðlabanka Íslands til þess að stunda eigin peningamálastefnu.

Þar sem gengi krónunnar er hinn raunverulegi öxull íslenska hagkerfisins sem ræður lífskjörum, verðlagi og afkomu fyrirtækja þegar til skamms og meðallangs tíma er litið, hlýtur vaxtasetningin ávallt að miðast við stöðu gjaldeyrismarkaðarins. Það felur í sér að ef landið þarf að kljást við greiðslujafnaðarvandamál og kreppu á sama tíma – sem oftar en ekki er raunin – þarf að hækka vexti til þess að styðja við gengið þrátt fyrir að hagkerfið sé í kreppu. En af tvennu illu er skárri að hafa háa vexti en gjaldmiðil í frjálssu falli.

Ef litið er á gengislækkun sem kreppumeðal er ljóst að stjórnvöld geta ekki stjórnað skammtastærðinni nema að litlu leyti á frjálsum alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og lækningin getur hæglega orðið verri en sjúkdómurinn.<sup>11</sup> Sú hefði mögulega orðið raunin ef stjórnvöld hefðu ekki gripið til þess ráðs að setja á höft haustið 2008 til þess að stöðva gengisfall krónunnar sem hefði ella valdið enn alvarlegri röskun fyrir lífskjör fólks og rekstur fyrirtækja en raunin varð. Án hafta hefði landið þurft að þola mjög háa vexti til þess að styðja við gengið á sama tíma og mjög snarpur samdráttur gekk yfir hagkerfið.

Þó svo að sveigjanlegt gengi eigi samkvæmt klassískum hagfræðikenningum að mýkja hagsveiflur, og gengið falli þegar illa árar fyrir þjóðarbúskapinn, er reyndin samt sem áður sú að frjálss gjaldeyrismarkaður er oftar en ekki uppspretta sveiflna fremur en mót-vægi gegn þeim. Það stafar af því að gjaldeyrisvelta er mikil og oft ofsakennd og íslensk stjórnvöld geta aldrei haft nema mjög takmarkaða stjórn á gengisþróuninni.

Þegar litið er yfir gjaldmiðilssögu Íslands er ljóst að ráðamenn landsins hafa yfirleitt alltaf haft það hagsmunamat að halda fastgengi. Í því skyni hafa landsmenn tekið beinan eða óbeinan þátt í því fastgengissamstarfi sem hefur verið í boði á hverjum tíma í Vestur-Evrópu. Ísland var upphaflega hluti af myntkerfi Danmerkur og gerðist með þeirri forsjá

<sup>10</sup> Sjá ágætt yfirlit yfir þessa umræðu: Hélène Rey, „Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence,“ (grein kynnt á The Jackson Hole Symposium, ágúst 2013).

<sup>11</sup> Nokkuð hefur verið fjallað um magnleysi íslenskrar peningamálastefnu gagnvart frjálsum erlendum fjármagnsstraumum eftir reynslu árána 2001–2008. Sjá til að mynda sérít Seðlabanka Íslands um valkosti Íslands í gjaldmiðils og peningamállum frá september 2012 eða skýrslu eftir þá Ásgeir Jónsson, Sigurð Jóhannesson og Valdimar Ármann: „Verðtrygging, nauðsyn eða val“.

aðili að myntbandalagi Skandinavíu árið 1873, en það bandalag studdist jafnframt við gulltryggingu. Íslenska krónan varð síðan að sjálfstæðri mynt við fullveldi landsins árið 1918. Það bendir ekkert til annars en að íslenskir ráðamenn, hvar sem þeir annars stóðu í flokki, hafi viljað halda áfram aðild að norræna myntbandalaginu eftir fullveldi.<sup>12</sup> Hins vegar var þessi kostur ekki í boði þar sem bandalagið liðaðist í sundur eftir fyrra stríð.

Landsmenn náðu heldur ekki að halda jafnvirði við dönsku krónuna eftir styrjaldarlok, þar sem þensla og verðbólga á stríðsárunum leiddu til gjaldeyriskreppu um leið og frjáls utanríkisviðskipti hófust á nýjan leik. Auk þess féll verð á sjávarafurðum eftir vopnahléið 1919. Árið 1920 var svo mikið ójafnvægi á greiðsluþöfnuði að landið varð greiðsluþrota og þurfti að leita til Englendinga um lántöku á afarkjörum með veði í tolltekjum. Það stóð síðan verulega í landsmönnum að viðurkenna lægra virði íslensku krónunnar gagnvart hinni dönsku þar sem sjálfstæð opinber gengisskráning hófst ekki fyrr en árið 1922<sup>13</sup> og þá reyndu íslensk stjórnvöld að ná gulltengingu með einhliða festingu við breska pundið á millistríðsárunum.

Eftir seinna stríð gerðist Ísland aðili að Bretton-Woods fastgengissamstarfinu og tók raunar mjög virkan þátt í því samstarfi eftir að vöruviðskipti landsins voru gefin frjáls í upphafi Viðreisnarstjórnarinnar árið 1960. Bretton-Woods leið hins vegar undir lok árið 1972 og peningamálastefna landsins tapaði akkerinu. Akkerislaus hraktist þjóðarskútan um með stöðugum gengisfellingum er leiddu til óðaverðbólgu sem ekki var unninn bugur á fyrr en landið tók upp skuggatengingu við ERM-fastgengiskerfið árið 1989.<sup>14</sup>

Ástæðan fyrir því hagsmunamati að velja fastgengi er einföld: Lítil og sveiflukennd mynt skapar ekki aðeins gríðarlegan viðskiptakostnað heldur yfir hún einnig upp óstöðugleika í efnahagslífinu. Þessi óstöðugleiki sést vel á þeirri staðreynd að við fullveldi var íslenska krónan jafngild þeirri dönsku en nú þarf 2.000 íslenskar krónur (ef myntbreytingin 1980 er tekin með í reikninginn) til þess að kaupa eina danska. Þetta er afleiðing af „þissa-í-skóinn-sinn“-gengislækkunum á þessum tíma sem síðan hefur verið svarað með launahækkunum. Sá rauði þráður gengur í gegnum sögu landsins eftir fullveldi að sveiflur í gengi krónunnar hafa truflað utanríkisviðskipti og valdið því að útflutningur er ýmist rekinn með ofsagróða eða miklu tapi eins og farið var yfir í kafla 6 hér að framan.

Það er nú almennt viðurkennt innan hagfræðinnar að ekkert land geti notið peningalegs sjálfstæðis, fastgengis og frjálsra fjármagnsflutninga samtímis, heldur verði ávallt að velja eitthvað tvennt af þessu þrennu. Þetta hefur stundum verið kallað hin ómögulega þrenna (trilemma).<sup>15</sup> Íslendingar geta ekki bundið gengi gjaldmiðilsins síns niður

<sup>12</sup> Svo virðist sem Íslendingar hafi lengi lifað í voninni um endurvakningu á norræna myntbandalaginu en til að mynda stóð Samband íslenskra samvinnufélaga fyrir málþingi í Reykjavík árið 1955 undir yfirskriftinni „Kemur norræn króna aftur til sögunnar?“ Sjá nánar í Samvinnunni, 49. árgangi, 1955, bls. 8 til 9.

<sup>13</sup> Jóhannes Nordal, *Frá kreppu til viðreisnar: þættir um hagstjórn á Íslandi á árunum 1930–1960*, ritstj. Jónas H. Haralz (Reykjavík: Hið íslenska bókmenntafélag, 2002).

<sup>14</sup> Sjá nánar: Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhannesson, Valdimar Ármann auk Brice Benaben og Stefaniu Perrucci, „Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga“.

<sup>15</sup> Þetta er einnig stundum kallað „the impossibility triangle“. Sjá nánar: Maurice Obstfeld og Alan M. Taylor. *Global capital markets: Integration, Crisis and Growth* (Cambridge University Press, 2006)

með trúverðugum hætti nema því aðeins að afsala sér sjálfstæði í peningamálum með því að ganga í myntbandalag eða taka upp myntráð – eða binda gjaldmiðilinn niður með höftum. Það er líka sá kostur sem landsmenn hafa nauðugir viljugir orðið að taka. Vandræði á gjaldeyrismarkaði hafa síðan oflega kallað fram haftaaðgerðir af ýmsum toga og ýtt undir einangrunarhyggju. Eftir sviptingar síðustu ára og áratuga í heimsbúskapnum hefur þeirri skoðun vaxið fylgi innan hagfræðistéttarinnar að nær sé að tala um ómögulega tvennu (dilemma) fremur en þrennu (trilemma), þar sem sjálfstæð peningamálastefna sé í raun ómöguleg fyrir smærri myntsvæði nema því aðeins að hún sé studd með höftum.<sup>16</sup>

## 7.4 Niðurstaða

Í Credit Focus sem lánshæfismatsfyrirtækið Moody's gaf út um Danmörku, Finnland, Noreg og Svíþjóð þann 30. september 2013 var Aaa einkunn þessara fjögurra landa rökstudd með vísan í nokkra megin styrkleika sem þau öll fjögur deildu. Sá hinn fyrsti fólst í ábyrgri ríkisfjármálastefnu og lágri opinberri skuldastöðu sem er í raun grundvöllur fyrir háu lánshæfismati, óháð öllu öðru. En númer tvö á blaði hjá Moody's var það sem fyrirtækið kallaði „mjög hár stofnanastyrkleiki“ (very high institutional strength) sem meðal annars fólst í því að þessar þjóðir höfðu sýnt breiða samstöðu (broad consensus) til þess að taka réttar ákvarðanir í norrænu bankakrísunni í upphafi tíunda áratugarins.<sup>17</sup> Því má einnig bæta við að norrænu löndin hafa verið mjög meðvituð um mikilvægi hárrar lánshæfiseinkunnar. Svíþjóð varð til að mynda fyrir þremur lánshæfislökkunum í kjölfar bankakreppunnar í upphafi tíunda áratugarins, og fór úr Aaa árið 1991 í Aa3 árið 1995. Það var forgangsmál í sænskum stjórnámálum að ná lánshæfiseinkunninni upp aftur, sem loks heppnaðist árið 2002. Það er einnig lýsandi að þegar lánshæfi Finnlands var lækkað úr Aaa í Aa1 þann 13. október síðastliðinn hét forsætisráðherra Finnlands – Alexander Stubb – því að „velta við hverjum steini og leita undir öllum trjábolum“ til þess að hækka einkunnina aftur og þetta væri „vakning“ fyrir alla Finna.<sup>18</sup>

Íslendingar líta ekki vel út í þessum norræna samanburði. Landið fékk Aaa árið 2002 og var þá hækkað um tvo flokka í kjölfar þess að Moody's ákvað að endurmeta gengisáhættu íslenskra ríkisskulda vegna þess að litlar líkur væru á því að Ísland myndi

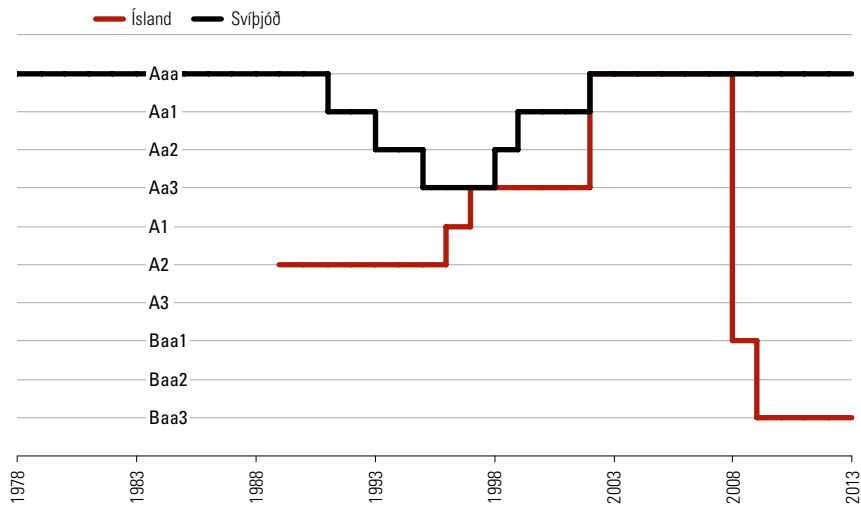
<sup>16</sup> Rey, H (2013) „Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence“, paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013. Available at <http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm> Revised version forthcoming as a CEPR Discussion Paper.

<sup>17</sup> Orðrétt hljóðaði matið svo: „Very high institutional strength: The Nordic banking crises in the 1990s motivated the governments to strengthen the region's institutions, which was an important reason for their relative resilience in the crisis. The crises also led to a further tightening of financial sector regulation and evidenced the advantages of the broad consensus that prevails in these countries regarding prudent policy making, especially with regard to sustainable fiscal policies.“ Sjá Moody's investors service (2013) „Denmark, Finland, Norway and Sweden: Peer Comparison“ CREDIT FOCUS

<sup>18</sup> Orðrétt sagði Stubb „I will turn every stone, look under every stub of a tree, of how we can do it. I think this was a good wake-up call to all of us, and those who did not understand that our economy is not in a good shape, should have woken up at this stage.“ Sjá Bloomberg „Finland May Need as Long as 4 Years to Regain AAA Rating“ 13. Október 2014. <http://www.bloomberg.com/news/2014-10-12/finns-told-golden-era-over-after-s-p-downgrade-shock.html>

lenda í gjaldeyriskrísu sökum þess að gjaldmiðillinn væri komin á flot.<sup>19</sup> Þessi mikla lánsæfishækkun vakti litla athygli á sínum tíma en hún varð síðan aðal drifkraftur bankaútrásarinnar. Hinir þrír íslensku bankar voru allir álitnir of-stórir-til-þess-að-falla (too-big-to-fail) fyrir Ísland og því með sjálfkrafa ríkisábyrgð og sama láns hæfi og íslenska ríkið. Moody's bætti síðan um betur og gaf bönkunum sjálfum Aaa í mars 2007 vegna þessarar ríkisábyrgðar, en það er önnur saga. Ísland missti síðan láns hæfið á nokkrum mánuðum eftir hrunið og hrapaði niður 9 láns hæfisflokka í Baa3, sem er einum flokki fyrir ofan „rusl“, eins og sjá má af mynd 7.2 hér að neðan.

**Mynd 7.2** Láns hæfi Íslands og Svíþjóðar hjá Moody's 1989–2009



Heimild: Moody's Investors Service

Einhver skyldi hafa ætlað að Íslendingar settu það sem forgangsmál að hækka láns hæfismatið 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. Öllu verra er þó að landsmenn eiga enn eftir að mynda hina „breiðu samstöðu“ til þess að losa höftin og vinna aftur tiltrú umheimsins.

<sup>19</sup> Þann 20. október 2002 fengu Ástralía, Ísland og Nýja Sjáland hækkun á láns hæfi í Aaa vegna breyttrar aðferðarfræði við mat á „country ceilings“ sem fól í sér að þessi lönd fengu sömu láns hæfiseinkunn fyrir erlendar og innlendar skuldbindingar. Orðrétt segir í fréttatilkynningu sem gefin var út í tilefni breytningarinnar: „Moody's said that it believes that governments in advanced industrialized countries such as those upgraded today have become increasingly less likely to impose debt moratoria as a policy tool. They are also significantly less likely - as evidenced by their behavior throughout the 1990s -- to „socialize“ (that is, to take on all foreign currency risk of the public and private sector) than was believed in the past. In addition, since these three countries operate under flexible foreign exchange regimes, Moody's said it is also less likely that they would experience the kind of foreign exchange crisis that less flexible rate regimes might produce.“ Sjá nánar [https://www.moody's.com/research/MOODYS-UPGRADES-FOREIGN-CURRENCY-RATINGS-OF-AUSTRALIA-NEW-ZEALAND-AND--PR\\_60715](https://www.moody's.com/research/MOODYS-UPGRADES-FOREIGN-CURRENCY-RATINGS-OF-AUSTRALIA-NEW-ZEALAND-AND--PR_60715)



Til þess að afnema höftin þarf skýr almennur þjóðarvilji að vera fyrir hendi og þverpólítísk samstaða þar sem allir ábyrgir stjórn mála flokkar verða að deila saman áhættunni. Aukin heldur gæti verið nauðsynlegt að tryggja trúverðugleika með því að fá aðila líkt og Alþjóðagjaldeyrissjóðinn til þess að koma að málinu með landsmönnum. Þess ber að minnast að þegar hin fyrri höft voru afnumin 1993 var það ekki vegna innlands þrýstings heldur að kröfu Evrópusambandsins við inngöngu landsins á Evrópskt efnahagssvæði. Með haftasetningunni 2008 voru landsmenn að vísu að brjóta skilmála þessa samnings en fram til þessa hafa hinir aðilar samningsins litið í gegnum fingur sér varðandi þetta brot. Velta má því fyrir sér hve lengi landsmönnum muni haldast þetta uppi og hvort höftin verði í raun ekki afnumin nema vegna utanaðkomandi þrýstings.

Því er ekki að neita að höftin hafa skapað þægindi fyrir þjóðina. Með hindrun fjármagnsviðskipta árið 2008 var hægt að setja innlend markmið í 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 líkt og Asíutígrarnir gerðu 1997–1998. Hins vegar ef Íslandi er alvara að ætla að tengjast aftur alþjóðahagkerfinu verða þessi þægindi hugsanlega 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. Þar stendur hnífurinn líklega í kúnni.

Þegar upp er staðið snýst afnám hafta um framtíðarsýn – hvort Ísland ætli sér að vera hluti af heimsmörkuðum og njóta þess ábata sem alþjóðavæðing skilar – einkum og sér í lagi að framleiðniþróun hérlendis fylgi því sem gerist erlendis. Ísland mun aldrei geta skapað sambærileg lífskjör á borð við það sem þekkt erlendis ef efnahagslífið er lokað frá öðrum löndum með höftum. Slíkt lokað vistkerfi í fyrirtækjarekstri getur aðeins gengið upp fyrir litlar þjóðir ef þær hafa auðlindir sem skapa þeim samkeppnishæfa stöðu í útflutningsgreinum þrátt fyrir almenna óhagkvæmni og heimóttarskap í atvinnulífi. Sú var reyndar raunin lengst af á haftatímanum á tuttugustu öld þar sem sívaxandi afli og auknar útflutningstekjur í sjávarútvegi héldu hagkerfinu á floti, allt þar til auðlindin var orðin fullnýtt, og jafnvel ofnýtt, á níunda áratugnum. Stöðugleikinn sem höftin skapa er ekki ókeypis, heldur kostar hann efnahagslega stöðnun.

Ytri aðstæður á erlendum fjáramálamörkuðum til afnáms hafta hafa ekki verið betri frá árinu 2007, íslenska hagkerfið hefur tekið aftur við sér og verðbólga hjaðnað. Það er því eftir engu að bíða. En kjósi landsmenn að bíða er mikilvægt að biðin verði ekki til þess að lífeyriskerfið koðni niður að baki hafta og uppsöfnun sparnaðarins verði ekki fóður fyrir þenslu og eignabólu. Það er því mjög mikilvægt að opnuð sé leið til þess að lífeyris-sparnaði sé fjárfest erlendis þrátt fyrir að höftin séu ekki á förum í bráð.





## Um höfunda



Ásgeir lauk stúdentsprófi frá Menntaskólanum á Akureyri árið 1990, BS prófi í hagfræði frá Hagfræðideild Háskóla Íslands árið 1994 og síðan doktorsprófi í hagfræði með áherslu á peningahagfræði, alþjóðaviðskipti og hagsögu frá Indiana University árið 2001. Ásgeir hóf starfsferillinn sem hagfræðingur hjá Verkamannafélaginu Dagsbrún árið 1994 og ritstjóri Vísbendingar árið 1995 þar til hann hélt utan til náms. Árið 2000 hóf hann störf á Hagfræðistofnun Háskóla Íslands og varð lektor hjá Hagfræðideild HÍ árið 2004. Hann tók við starfi sem aðalhogfræðingur Kaupþings í ársbyrjun 2004, var forstöðumaður Greiningardeildar Kaupþings á árunum 2006–2008 og gegndi síðan sömu stöðu hjá Arion banka á árunum 2008 til 2011. Ásgeir er nú dósent við Hagfræðideild Háskóla Íslands og umsjónarmaður meistaranáms í fjármálahagfræði við sömu deild. Ásgeir er efnahagsráðgjafi GAMMA og hefur einnig sinnt ráðgjafarverkefnum fyrir fjölbreyttan hóp fyrirtækja, stofnana og ráðuneyta. Verkefni Ásgeirs hafa einkum verið tengd alþjóðafjármálum, peningahagfræði, orkuhagfræði, fasteignamarkaðinum, byggðahagfræði og almennri þjóðhagfræði.



Hersir lauk B.Sc. prófi í stærðfræði frá Háskóla Íslands árið 1995, M.Sc. prófi í fjármála-stærðfræði frá Stanford University árið 2000 og doktorsprófi í hagnýtri stærðfræði frá sama skóla árið 2001. Hann starfaði við áhættustýringu og eigin viðskipti Kaupþings banka á árunum 2003 til 2006 og sem framkvæmdastjóri áhættustýringar og síðar forstjóri Saga Capital Fjárfestingarbanka á árunum 2007 til 2012. Hersir varð lektor við Viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands árið 2005 og er nú dósent í fjármálum við Viðskiptafræðideild skólans og umsjónarmaður meistaranáms í fjármálum fyrirtækja. Hersir hefur undanfarin ár sinnt rannsóknum og ráðgjafarverkefnum á sviði fjármála fyrir ýmsar stofnanir, nefndir, fyrirtæki og fjárfesta. Meðal helstu verkefna má nefna ráðgjöf á vegum Alþjóðabankans til lánasýslu Filippseyja og seðlabanka Rúmeníu við uppbyggingu markaðar fyrir ríkisskuldabréf. Hersir er einnig stjórnarformaður Straums sjóða hf.









Ísland er með einna hagstæðustu aldurssamsetningu í Vestur-Evrópu og siglir nú hraðbyri að því að lífeyriseignir verði 180-200% af landsframléiðslu. Þegar lítið er til framtíðar er alþjóðleg eignadreifing ein forsenda þess að hægt sé að tryggja öruggan lífeyri og forðast neikvæð efnahagsleg áhrif þegar þjóðin tekur að eldast á næstu árum. Erlendar eignir lífeyrissjóðanna nema nú um 22% af heildareignum, sem er of lágt samkvæmt flestum áhættuviðmiðum.

Í þessari bók er fjallað um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna í samhengi við bæði greiðslujöfnuð og eðlileg áhættuviðmið við ávöxtun sparnaðar. Reynt er að svara spurningum líkt og hvort fjármagnshöftin geti breytt lífeyriskerfinu í gegnumstreymiskerfi, hve mikið af erlendum eignum lífeyrissjóðirnir þurfi að eiga til þess að tryggja efnahagslegan stöðugleika og hvernig mögulegt sé fyrir sjóðina að fjárfesta erlendis í núverandi umhverfi. Ennfremur er greiðslujöfnuður landsins greindur frá fræðilegu og sögulegu sjónarhorni og núverandi staða metin. Að lokum er fjallað um áhrif haftanna á íslenskan þjóðarbúskap í bæði bráð og lengd. Höfundar eru báðir dósentar við Háskóla Íslands. Dr. Ásgeir Jónsson starfar í Hagfræðideild með alþjóða-fjármál og þjóðhagfræði að sérgreinum. Dr. Hersir Sigurgeirsson starfar í Viðskiptafræðideild með fjármál að sérgrein.

Ísland hefur glímt við ójafnvægi í greiðslujöfnuði allt frá því að landið varð að sjálfstæðu myntsvaldi með fullveldi árið 1918. Sá órói hefur verið orsök bæði hafta á utanríkisviðskiptum og sífelldra gengisfellinga. Þannig brugðust Íslendingar við bankahruni og fjármagnsflóttu með höftum árið 1931 er stóðu í 62 ár til ársins 1993. Fjármagnsfrelsið stóð þó aðeins í 15 ár, eða til 2008, að höft voru tekin upp að nýju. Flest bendir nú til þess að höftin verði viðvarandi hérlandis í einu eða öðru formi á næstu árum. Greiðslujöfnuðurinn hefur því frá upphafi sjálfstæðis verið öxull íslenskra efnahagsmála sem hagstjórnin hefur hverfst um. Í þessari bók er reynt með skipulegum hætti að greina áhrif hans á íslensk efnahagsmál og atvinnulíf.

