

# HAGFRÆÐISTOFNUN HÁSKÓLA ÍSLANDS

---

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands  
Aragötu 14  
Sími: 525 4535/525 4500  
Fax: 525 4096  
Heimasíða: [www.ioes.hi.is](http://www.ioes.hi.is)  
Tölvufang: [gunnarha@hi.is](mailto:gunnarha@hi.is)

Skýrsla nr. R06:01

## **Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og íslenskur fjármálamarkaður: Áhrif og ábyrgð**

Apríl 2006

**Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins  
og íslenskur fjármálamarkaður:  
Áhrif og ábyrgð**

eftir

Gylfa Magnússon

Apríl 2006

## **Efnisyfirlit**

Efnisyfirlit .....	2
Inngangur .....	3
Fyrsti kafli: Hlutverk og eðli lífeyrissjóða og lýðfræði Íslands.....	4
Verkaskipting kynslóða .....	4
Mismunandi aldursdreifing þjóða .....	5
Lífeyriskerfi .....	8
Góðu búi skilað .....	12
Annar kafli: Áhrif á eignamarkaði.....	14
Viðskiptakjör kynslóða .....	14
Norðmenn .....	16
Bandaríkin og Japan .....	18
Ísland .....	21
Innlend eða erlend fjárfesting.....	31
Stórir fjárfestar á litlum markaði .....	35
Stórir fjárfestar á stærri mörkuðum .....	37
Reynsla og aðgerðir Svía.....	39
Þriðji kafli: Önnur áhrif og álitamál.....	42
Siðferði, syndabréf og fjárfestingar .....	42
Önnur áhrif fjárfesta – viðleitni CalPERS .....	45
Fjórti kafli: Niðurstöður og ályktanir .....	48
Heimildaskrá.....	52

## ***Inngangur***

Vorið 2005 kom Haukur Hafsteinsson, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins, LSR, að máli við undirritaðan og óskaði eftir því að tekin yrði saman skýrsla um áhrif sjóðsins á íslenskan fjármálamarkað og þá ábyrgð sem þessum áhrifum fylgdi. Í ljósi stærðar sjóðsins er mjög eðlilegt að hugað sé að þessu. Tilfni þess að ráðist var í þetta nú var að komið var að þeim tímamótum í rekstri þessa stærsta lífeyrissjóðs landsins að heildareignir hans færu yfir 200 milljarða króna sem er um fimmtungur af vergri landsframleiðslu. Það gekk eftir, á meðan skýrslan var unnin fóru eignirnar vel yfir 200 milljarða og voru um 227 milljarðar í lok árs 2005.

Þetta hefur reynst afar áhugavert verkefni. Ekki fundust góðar fyrirmyndir að úttekt sem þessari en ýmis mjög áhugaverð erlend dæmi sem varpa ljósi á þau viðfangsefni sem sjóður á stærð við LSR þarf að kljást við. Einkum var horft til nágrannalandanna og eru helstu dæmin frá Noregi, Svíþjóð, Hollandi og Bandaríkjunum en einnig er aðeins horft til Japan.

Skýrslan er þannig uppbyggð að fyrst er stuttlega farið yfir nokkrar lýðfræðilegar niðurstöður fyrir Ísland og áhrif þeirra á íslenska lífeyrissjóði í ljósi tilgangs og eðlis slíkra sjóða. Þessi kafli er nauðsynlegur bakgrunnur fyrir það sem á eftir kemur. Í öðrum kafla er fjallað um áhrif vaxtar LSR og lífeyrissjóða almennt á eignaverð. Sérstaklega er horft á það sem kalla má viðskiptakjör kynslóða. Í þriðja kafla er fjallað um ýmis önnur áhrif sem lífeyrissjóður af stærð LSR getur haft á viðskiptalíf. Loks eru í fjórða kafla dregnar fram helstu niðurstöður og ályktanir.

Reykjavík, apríl 2006

Gylfi Magnússon

## ***Fyrsti kafli: Hlutverk og eðli lífeyrissjóða og lýðfræði Íslands***

### **Verkaskipting kynslóða**

Þau veraldlegu gæði, þjóðskipulag, þekking og annað sem hver kynslóð fær í vöggugjöf eru arfur frá fyrri kynslóðum.

Ungviðið fær fleira frá þeim sem fyrr eru fæddir, foreldrar ala upp börn sín, skattgreiðendur greiða fyrir menntun þeirra og heilsugæslu. Smám saman vaxa úr grasi einstaklingar sem sjálfir skapa verðmæti, ala upp börn og greiða skatta. Einstaklingar sem byggja bæði upp þjóðfélag og erfingja til að taka við því.

Þannig hamast einn hópur þjóðfélagsþegna við að framleiða vörur og þjónustu, byggja upp fyrirtæki, hús, leggja vegi, gera hafnir, flugvelli og svo mætti lengi telja. Sumir skila sínu úti á því sem almennt er kallað vinnumarkaður, aðrir innan veggja heimilisins en það er engin ástæða til að gera greinarmun á þeim hér.

Annar hópur þjóðfélagsþegna býr sig undir að taka við hlutverki fyrstnefnda hópsins. Þriðji hópurinn hefur þegar að mestu skilað sínu og er horfinn út af vinnumarkaðinum.

Þessi verkaskipting kynslóðanna er vitaskuld ekki ný af nálinni. Svona hefur þetta verið frá örófi alda. Þótt hlutverkin séu þau sömu og áður hefur fjöldi þeirra sem leika hvert hlutverk þó gjörbreyst. Þeir yngstu eru mun lengur að búa sig undir að fara á vinnumarkað.

Að nokkru leyti endurspeglar þetta flóknara þjóðfélag. Það tekur lengri tíma að læra á nútímann en einföld samfélög fyrri alda. Meira er vitað og því meira að læra. Að öðru leyti endurspeglar þetta aukna framleiðslugetu hvers einstaklings og því minni þörf fyrir vinnu ungmenna. Þegar lífsbaráttan var hörð og ævin stutt þurftu allir að taka til hendinni um leið og þeir gátu að gagni komið.

Sífelld er því klipið neðan af, ef svo má að orði komast, hópi þeirra sem bera hitann og þungann af því að snúa hjólum efnahagslífsins. Á efri mörkunum er myndin flóknari. Þegar lífsbaráttan var harðari vann fólk einfaldlega uns það var að þrotum komið. Sumir gera það enn. Flestir hætta þó störfum áður. Sumir hætta vegna þess að þeir eiga ekki annars kost, er skipað að hætta störfum. Aðrir hætta óþvingaðir, jafnvel afskaplega fegnir.

Margir vildu hætta fyrr en sjá fram á að þeir geta ekki veitt sér þau lífskjör sem þeir telja æskileg eða a.m.k. ásættanleg nema með því að halda áfram vinnu.

Í flestum löndum heims lengist meðalævi fólks stöðugt. Jafnframt hefur verið tilhneiging, sérstaklega í auðugum löndum, til að fara fyrr út af vinnumarkaði. Fyrir vikið er meðaleinstaklingurinn mun lengur á eftirlaunaaldri. Jafnframt hefur fæðingum fækkað, jafnvel svo að yngri kynslóðirnar eru talsvert fámennari en þær eldri í mörgum af auðugustu löndum heims. Það þýðir í fyrstu að börn eru hlutfallslega fá en síðar leiðir það til fámennra árganga á vinnumarkaði í þessum löndum.

Allt hefur þetta áhrif í þá átt að hlutfall þeirra sem eru á vinnumarkaði fer lækkandi en hlutfall þeirra sem eru á eftirlaunaaldri hækkandi. Í stað þess að fólksfjöldapýramídið svokallaði sé eins og pýramídar almennt, þ.e. breiðastur neðst en mjókki eftir því sem ofar dregur, verður hann því breiður efst en mjórri þar fyrir neðan.

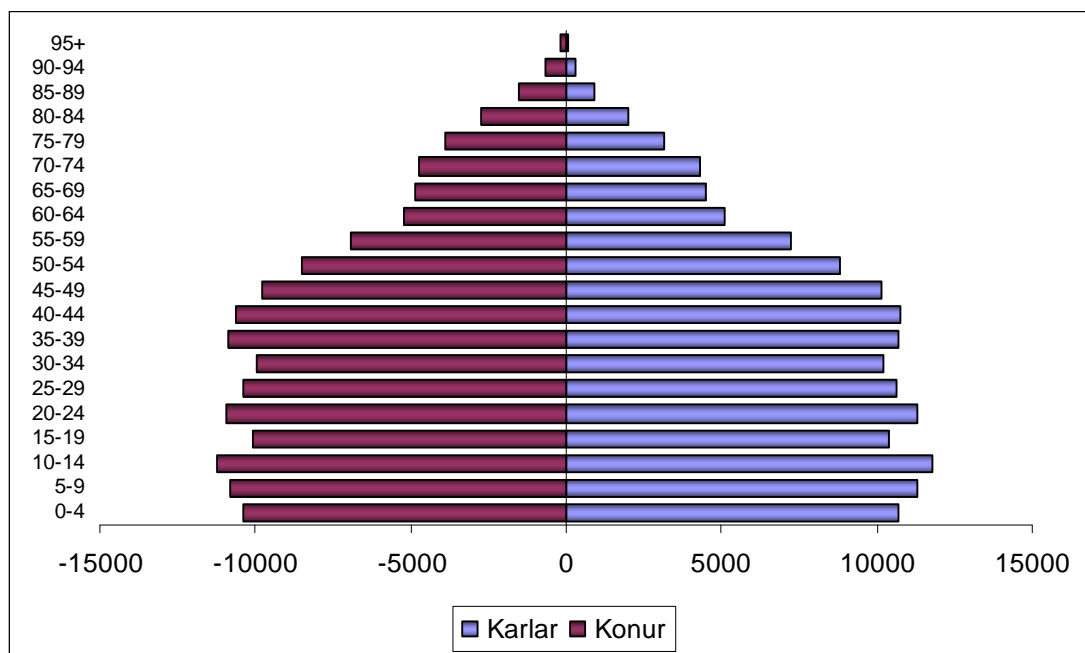
### **Mismunandi aldursdreifing þjóða**

Sé litið framhjá utanríkisviðskiptum þá þurfa þeir árgangar sem eru á vinnumarkaði að framleiða allar þær vörur og þá þjónustu sem allir landsmenn neyta. Þróunin er því sú að það lendir á hverjum og einum þeirra að standa undir neyslu sífellt fleiri einstaklinga. Það hefur veruleg áhrif á allt hagkerfið. Fyrirsjáanlegt er að vegna þessa mun vægi þeirra landa sem eldast hraðast, ef svo má að orði komast, í heimsbúskapinum fara sífellt minnkandi þegar líður á öldina en vægi annarra fara vaxandi.

Hvort sem okkur líkar betur eða verr liggur því t.d. fyrir að vægi Evrópu í heimshagkerfinu mun smám saman fara minnkandi. Það sama má segja um vægi Japans. Vægi Bandaríkjanna mun einnig minnka en ekki jafnmikið. Á móti kemur að vægi ýmissra „yngri“ landa, t.d. Indlands, mun fara vaxandi að öðru jöfnu. Kína, sem er enn fjölmennara en Indland, hefur nokkra sérstöðu. Þar verða enn um hríð mjög fjölmennir árgangar á vinnumarkaði en vegna stefnu stjórnvalda um eitt barn á hverja fjölskyldu mun það breytast. Það breytir því þó ekki að vægi Asíu í heimsbúskapnum ætti að vaxa verulega á næstu áratugum.

Þótt Evrópa sé elsta heimsálfan í þessum skilningi þá er staða Íslendinga um margt mun betri en hér hefur verið lýst. Þar kemur margt til en fyrst og fremst það að ekki hefur dregið jafnmikið úr barneignum hér og t.d. sunnar í álfunni. Fyrir vikið stefnir ekki í mjög fámenna árganga á vinnumarkaði hérlendis. Þá skiptir líka máli að Íslendingar fara að jafnaði síðar á eftirlaun en víða tíðkast annars staðar. Raunar er atvinnuþátttaka Íslendinga almennt mikil og vinnumarkaður sveigjanlegur. Íslenski pýramídið er því nokkuð heilbrigður, eins og sjá má á mynd 1.

Mynd 1. Fólksfjöldapýramídi árið 2003.

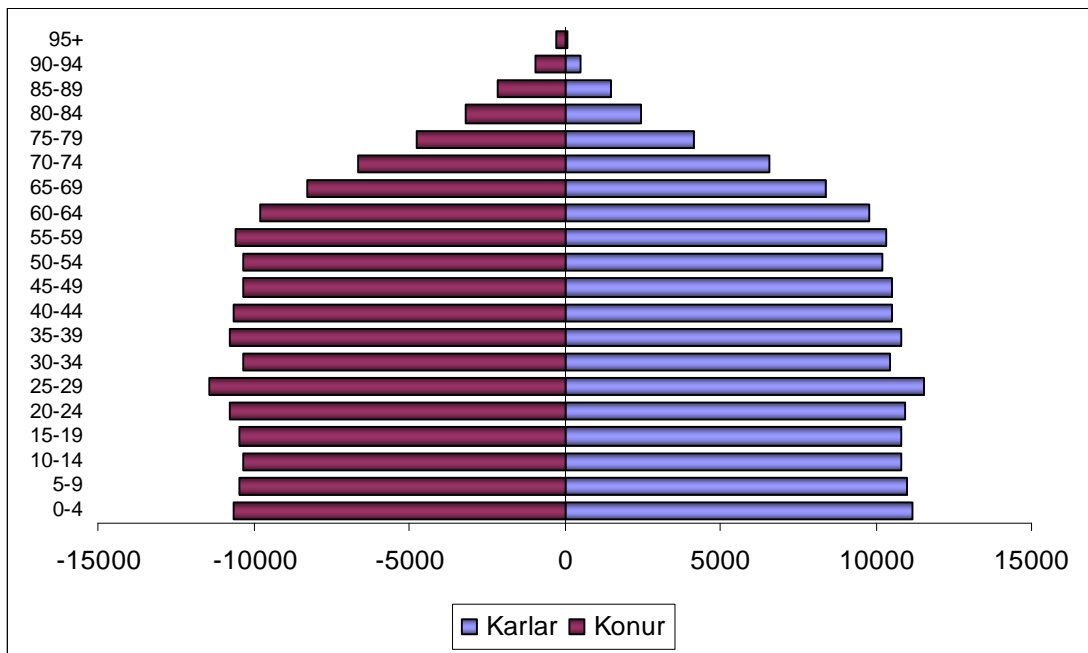


Heimild: Hagstofa Íslands

Þótt því sé spáð að þjóðin eigi eftir að eldast nokkuð þá stefnir þó ekki í mjög óhagstæða aldursskiptingu eins og sjá má á myndum 2 og 3. Sérstaklega er athyglisvert að það er ekki spáð neinni umtalsverðri fækkun í yngstu aldurshópunum.<sup>1</sup> Það fjölgar hins vegar fyrirsjáanlega í elstu aldurshópunum, sem eru ekki á vinnumarkaði.

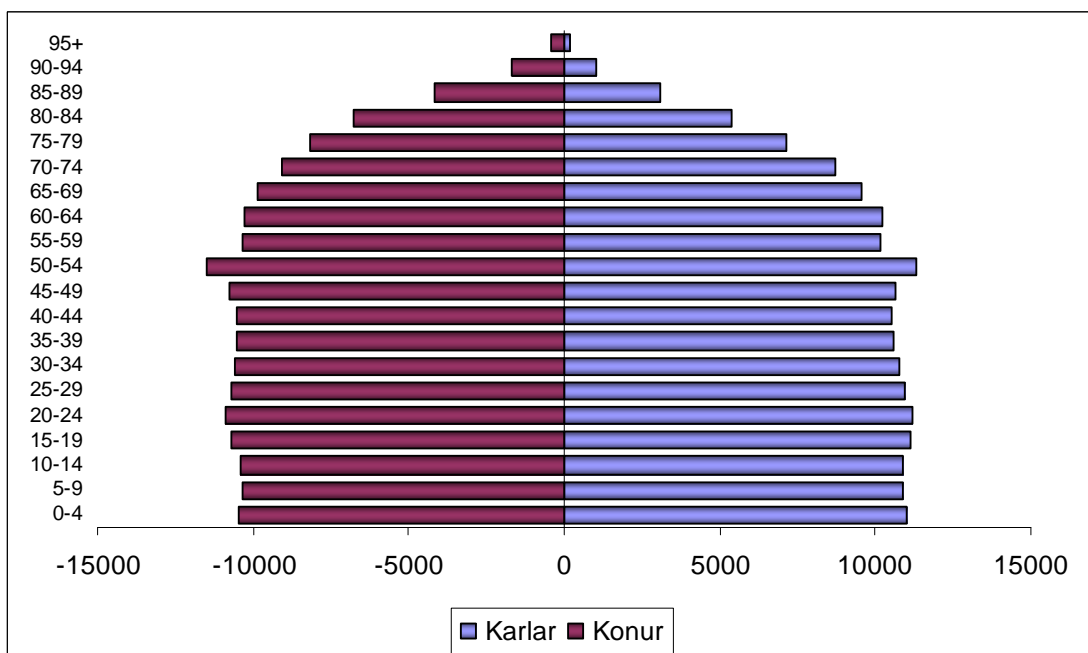
<sup>1</sup> Þessi spá Hagstofunnar er frá árinu 2003. Helstu forsendur eru að meðalævilengd karla árið 2040 verður 80,1 ár og 82,1 ár hjá konum, fæðingartíðni (lifandi fædd börn á ævi hversrar konu) verði meðaltal árána 1998-2002 eða 1,99 og að búferlaf lutningar til og frá landinu verði eins og meðaltal árána 1993-2002 eða hreinn aðflutningur um 168 manns á ári.

Mynd 2. Fólksfjöldapýramídi árið 2020 (spá).



Heimild: Hagstofa Íslands

Mynd 3. Fólksfjöldapýramídi árið 2045 (spá).



Heimild: Hagstofa Íslands

Tafla 1 dregur fram hlutföll helstu aldurshópanna og mynd 4 sýnir spá um hlutfall þeirra sem eru 20 til 64 ára og því líklegastir til að verða á vinnumarkaði fram til 2045. Athyglisvert er að þetta hlutfall lækkar lítið á tímabilinu, sérstaklega í samanburði við þau lönd sem fyrirsjáanlega munu



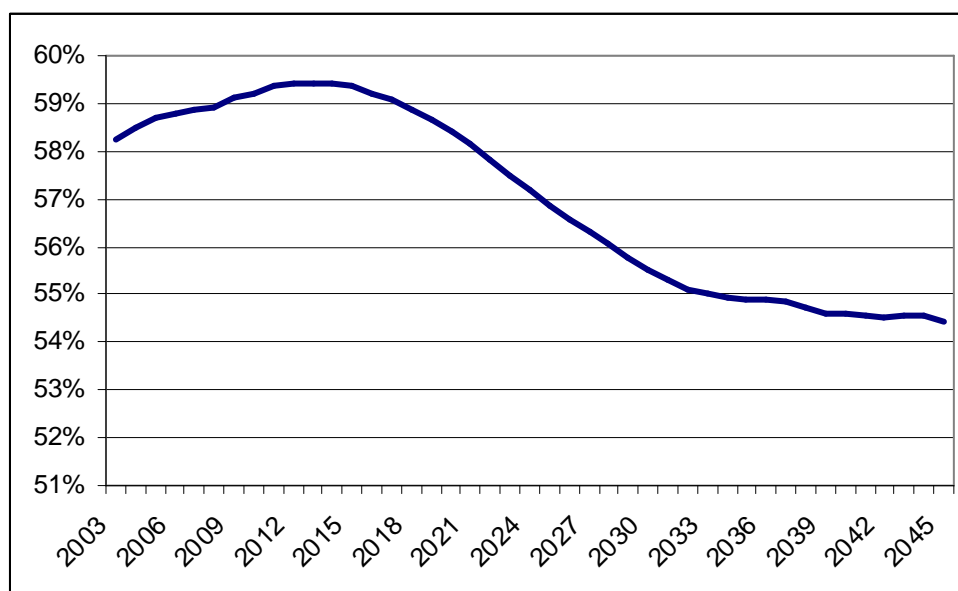
lenda í mestum erfiðleikum vegna fólksfjöldaþróunar. Raunar hækkar hlutfallið á næstu árum og fer ekki niður fyrir núverandi hlutfall aftur fyrr en u.þ.b. 2020 gangi spáin eftir.

Tafla 1. Helstu aldurshópar 2003 – 2045 (spá).

	2003	%	2020	%	2045	%
<b>0-19</b>	86.631	30,0%	85.652	26,3%	85.818	24,3%
<b>20-64</b>	168.049	58,3%	190.174	58,4%	192.444	54,5%
<b>65+</b>	33.790	11,7%	49.864	15,3%	75.154	21,3%

Heimild: Hagstofa Íslands

Mynd 4. Hlutfall 20 til 64 ára af heildarmannfjölda 2003 – 2045 (spá).



Heimild: Hagstofa Íslands

## Lífeyriskerfi

Með nokkurri einföldun má segja að þrjár leiðir séu til að greiða fyrir neyslu þeirra sem hætt hafa störfum á vinnumarkaði. Hægt er að greiða fyrir hana með skattlagningu þeirra sem vinna, með því að þeir öldruðu gangi á eignir sínar eða með blöndu af þessu tvennu. Í raun er þetta val um annars vegar sjóðsmyndunarkerfi, þar sem fólk safnar í sjóð meðan það er á vinnumarkaði og gengur svo á hann eða gegnumstreymiskerfi, þar sem greiðslur frá þeim sem vinna renna beint til þeirra sem eru hættir að vinna. Að mörgu leyti er þetta þó einkum spurning um mismunandi færslur í þjóðarbókhaldinu því að eftir sem áður þurfa þeir sem eru á vinnumarkaði að

framleiða öll þau innlendu gæði, vörur og þjónustu, sem þjóðin neytir, hvaða leið svo sem farin er. Í sjóðsmyndunarkerfi er þeim sem eru á vinnumarkaði greitt fyrir þau gæði sem lífeyrisþegar neyta með arði af og sölu á eignum sem keyptar hafa verið fyrir lífeyrissparnað lífeyrisþeganna á meðan þeir voru á vinnumarkaði. Í gegnumstreymiskerfi er ýmist greitt fyrir þessi gæði með iðgjöldum þeirra sem eru á vinnumarkaði eða með sköttum sem innheimtir eru af þeim.

Erlendar eignir lífeyrissjóða hafa þó hér sérstöðu. Þær gera þjóðinni kleift að flytja inn meira af vörum og þjónustu en ella í framtíðinni. Það léttir undir með þeim sem verða á innlendum vinnumarkaði þegar þar að kemur.

Sjóðsmyndunarkerfi hefur m.a. þann kost að augljóst verður að þeir sem fá greitt úr því eru ekki að þiggja ölmusu. Þeir hafa unnið fyrir hverri krónu á sínum tíma. Greiðslur úr gegnumstreymiskerfi, þar með taldar lífeyrisgreiðslur almannatryggingakerfis, eru þó auðvitað heldur ekki ölmusa. Þeir sem fá þær hafa unnið fyrir þeim meðan þeir voru á vinnumarkaði. Þá framleiddu þeir þau gögn og gæði sem m.a. afkomendur þeirra og lífeyrisþegar þess tíma neyttu.

Helsti kostur sjóðsmyndunarkerfis er þó að sé rétt að málum staðið jafnar það álögur og útgreiðslur á milli kynslóða. Fámennar kynslóðir þurfa þannig ekki að verja stærri hluta tekna sinni til að halda kerfinu gangandi en fjölmennari kynslóðir. Sömuleiðis geta einstaklingar sem tilheyra fjölmönnum kynslóðum notið jafngóðra lífeyrisréttinda og þeir sem eru í fámennari árgöngum.

Annar kostur sjóðsmyndunarkerfis er að iðgjaldagreiðslur hvers og eins verða að uppistöðu til eign hans áfram, ólíkt sköttum sem lagðir eru á til að fjármagna gegnumstreymiskerfi. Fyrri kerfið hvetur því síður til undanskota og er almennt ólíklegra til að kalla fram svokallaða umframbyrði skatta (*deadweight loss of taxation*).<sup>2</sup>

Helsti vandinn við sjóðsmyndunarkerfi er hins vegar sá að það krefst þess að hægt sé að byggja upp verulega sjóði, með kröfum á eignir og

---

<sup>2</sup> Hvatinn til undanskota, þ.e. að greiða minna en tilskilið er í lífeyrissjóð, fer þó væntanlega fyrst og fremst eftir því hve beint sambengi er á milli iðgjaldagreiðslna hvers og eins og þess hve mikils hans getur vænst í lífeyri þegar upp er staðið. Sé ekkert sambengi þarna á milli þá er við því að búast að greiðendur líti á iðgjöldin sem skatt og hafi sama hvata til þess að reyna að komast hjá iðgjaldagreiðslum og þeir hafa til að reyna að komast hjá skattgreiðslum.

fram tíðartekjur, ýmist innanlands eða utan. Það gerir nokkuð miklar kröfur til fjármálakerfis viðkomandi lands.

Þessi galli er þó öðrum þæði einnig kostur, fjársöfnun í sjóðsmyndunarkerfi og þær kröfur sem hún gerir getur auðveldað uppbyggingu fjármálakerfis og auðveldað aðgang þeirra sem þurfa að fjármagni. Þannig má telja næsta víst að ör uppbygging íslenskra lífeyrissjóða frá níunda áratug síðustu aldar hafi verið grundvöllur mikils af þeirri uppbyggingu efnahagslífsins sem varð á þeim tíma. Auðveldari aðgangur fyrirtækja að fjármagni, bæði lánsfé og áhættufé, var nauðsynlegur til að hægt væri að stokka upp eignarhald á stærstu fyrirtækjum landsmanna og stórauka fjárfestingar, bæði innanlands og í útlöndum. Hér skiptu lífeyrissjóðir höfuðmáli, sérstaklega í fyrstu, áður en bankakerfið stækkaði jafnmikið og raun ber vitni og aðgangur að erlendu fé varð greiðari.

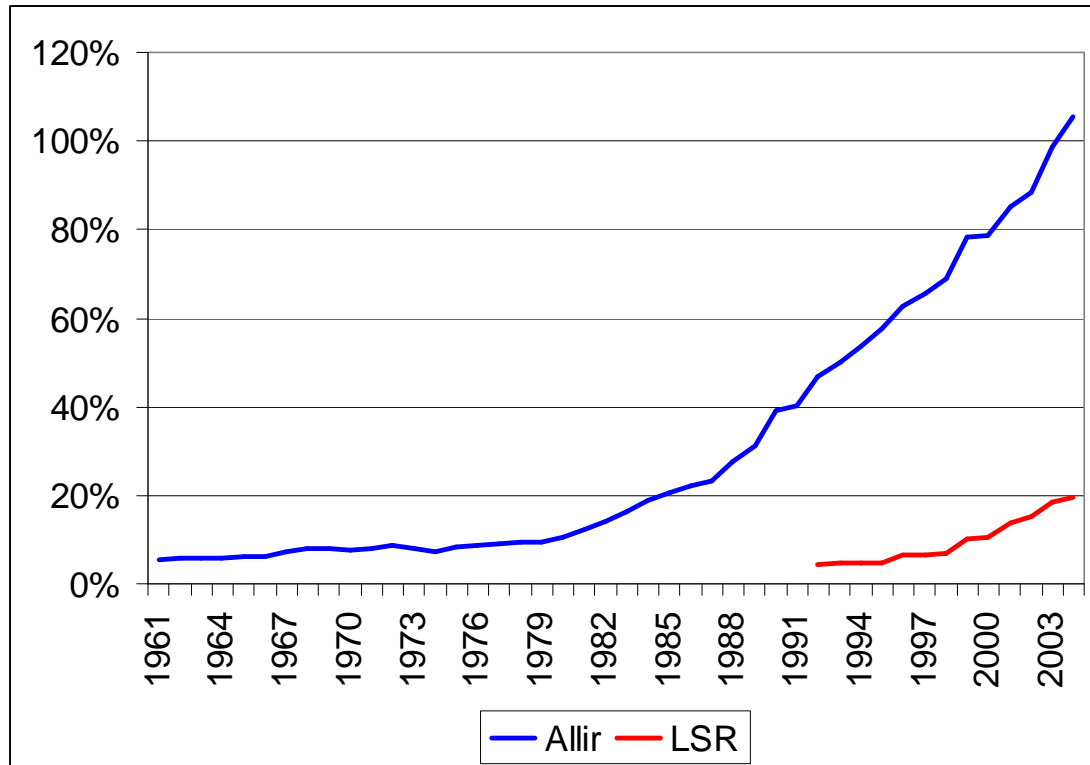
Í löndum sem búa við frumstæða umgjörð um efnahagslífið, þ.á m. illa skilgreindan eða varinn eignarétt, getur verið illmögulegt að koma á sjóðsmyndunarkerfi. Sé skattkerfið jafnframt óburðugt er jafnvel ekki hægt að koma á gegnumstreymiskerfi. Við slíkar aðstæður er vart við því að búast að lífeyriskerfi sé til staðar. Hlutverk þess er oftast í staðinn leyst með verkaskiptingu og stuðningi innan fjölskyldna.

Slík skipan mála getur í mörgum tilfellum gengið þokkalega sem lausn á vandanum við að framfleyta öldruðum. Eftir situr þó að ekki er hægt að nýta sjóðsmyndun lífeyriskerfisins til að standa undir fjárfestingum landsmanna. Þann vanda þarf því að leysa með öðrum ráðum, annað hvort frjálsum sparnaði landsmanna eða innfluttum sparnaði, þ.e. erlendum lánum eða áhættufé.

Annar vandi við sjóðsmyndunarkerfi felst í því að þegar slíku kerfi er komið á þá þarf í upphafi að halda tveimur kerfum gangandi í einu. Annars vegar þarf að leggja til hliðar til að byggja upp sjóði og hins vegar greiða lífeyri til eldri kynslóða sem voru á vinnumarkaði áður en greiðslur í sjóðakerfið hófust. Þetta er vandi sem Íslendingar þurftu að takast á við á sínum tíma en fer hratt minnkandi eftir því sem lengri tími líður frá því að sjóðsmyndunarkerfinu var komið á. Þó er talsverður vandi enn óleystur vegna B deildar LSR. Meðan unnið er úr honum þurfa viðkomandi launagreiðendur, fyrst og fremst ríkið, að standa undir tvöföldum iðgjöldum. Bæði þarf að leggja

í sjóð vegna réttinda sem starfsmenn eru að vinna sér inn nú og inna af hendi greiðslur vegna réttinda sem þeir sem tilheyrðu B deild áunnu sér fyrir á árum.

Mynd 5. Eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.<sup>3</sup>



Heimild: Seðlabanki Íslands og ársskýrslur LSR.

Rétt er að hafa í huga að tiltölulega stutt er síðan lífeyriskerfi landsmanna var komið á og að það var ekki mjög burðugt í fyrstu. Þetta þýðir að þeir sem nú eru á eftirlaunaaldri hafa alla jafna ekki áunnið sér jafnmikil réttindi og þeir gera sem voru síðar á vinnumarkaði. Fyrir vikið lendir kostnaður við framfærslu elstu þegnanna nú með meiri þunga á almannatryggingakerfi og sveitarfélögum en við er að búast þegar fram líða stundir og aldraðir hafa almennt áunnið sér góð lífeyrisréttindi. Þá er líka rétt að hafa í huga að eftir því sem aldraðir hafa áunnið sér betri lífeyrisréttindi, þeim mun meiru munu þeir skila til hins opinbera með skattgreiðslum. Mynd 5 sýnir hve mjög eignir íslenskra lífeyrissjóða hafa vaxið á undanförunum árum. Þær samsvöruðu innan við einum tíunda hluta landsframleiðslu allt fram til upphafs níunda áratugar síðustu aldar en eru nú orðnar talsvert meiri en landsframleiðslan. Þegar myndin er skoðuð er líka rétt að hafa í huga að

<sup>3</sup> Tölur um LSR eru hér án alþingismannadeildar og ráðherradeildar sem ekki eru lengur hluti LSR en eignir þeirra voru mjög litlar.

landsframleiðsla hefur aukist mjög mikið. Vöxtur eigna lífeyrissjóða hefur verið því verið enn meiri en myndin sýnir. Þannig tvöfaldaðist t.d. verg landsframleiðsla á föstu verðlagi frá 1980 til 2005.

Eignir LSR hafa vaxið mun hraðar en annarra lífeyrissjóða að jafnaði. Þannig t.d. nær tvöfaldaðist hlutfall LSR af heildareignum lífeyrissjóða frá árslokum 1998 til ársloka 2004, fór úr 9,8% í 18,7%. Næstu ár þar á undan var hlutdeild LSR yfirleitt um 10%. Skýringarnar á vexti hlutdeildar LSR eru einkum inngreiðslur í B deild og aukið hlutfallslegt vægi A deildar eins og nánar verður vikið að síðar.

Í íslenska lífeyriskerfinu er innbyggð seinkun á skattgreiðslum. Skýringin er að iðgjöld eru frádráttarbær frá tekjuskattsstofni en lífeyrisgreiðslur bætast við stofninn. Hið opinbera fær þó sitt á endanum og það með ágætum vöxtum, þ.e. nokkurn veginn þeirri ávöxtun sem lífeyrissjóðir ná. Fyrir vikið verður afkoma hins opinbera nokkuð verri en ella á meðan iðgjöld í lífeyrissjóði eru hærri en greiðslur úr sjóðunum.<sup>4</sup>

## **Góðu búi skilað**

Verðmætin sem fyrri kynslóðir Íslendinga skila til næstu kynslóða eru gífurleg. Aldrei hefur verðmætaaukningin orðið meiri en á tuttugustu öldinni. Sé litið á árin frá lokum síðari heimsstyrjaldarinnar þá kemur í ljós að verðmæti þeirra helstu veraldlegu gæðu sem þjóðin á, húsa, vegakerfis, virkjana og annarra mannvirkja hefur nær ellefufaldast. Á sama tíma hefur fjöldi Íslendinga ríflega tvöfaldast svo að verðmæti á mann hafa því sem næst fimmfaldast.<sup>5</sup> Allt hefur þetta verið byggt upp með vinnu þeirra Íslendinga sem voru á vinnumarkaði á þessum tíma, þar á meðal þeirra sem nú eru farnir að reskjast. Allt erfist þetta einnig með einum eða öðrum hætti frá kynslóð til kynslóðar.

Það hefur líka verið byggt upp nútímalegt þjóðfélag með stjórnkerfi, reglum og reynslu, hagkerfi með öflugum fyrirtækjum, hagnýtum viðskiptavenjum og umfram allt vel menntað fólk til að reka allt saman. Þetta

<sup>4</sup> Hér er til einföldunar horft fram hjá nokkrum þáttum, m.a. því að skattleysismörk nýtast alla jafna betur en ella þegar þessi háttur er hafður á. Það dregur úr tekjum hins opinbera. Þá má benda á að sparnaður í lífeyriskerfinu ryður væntanlega burt öðrum sparnaði að einhverju marki og það dregur úr tekjum ríkisins vegna fjármagnstekjuskatts.

<sup>5</sup> M.v. þjóðarauðsmat fjármuna 1945 og 2004. Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar höfundar. Markaðsverð fyrirtækja (eða hlutabréfa) er ekki inni í þessum tölum, einungis þeir fjármunir sem fyrirtækin eiga.

Þjóðfélag framleiðir um tíu sinnum meira á hverju ári en gert var 1945 eða um 4,4 sinnum meira á mann.<sup>6</sup> Þær kynslóðir sem smám saman hafa dregið sig í hlé, hvatt vinnumarkaðinn á þessum tíma, hafa því ekki skilið eftir sviðna jörð heldur miklar eignir og þjóðfélag sem ekki þarf að þrengja neinar sultarólar til að tryggja elstu þegnum sínum áhyggjulaust ævikvöld.

Þótt ekki verði hér reynt að spá fyrir um hagvöxt næstu áratuga virðist óhætt að fullyrða að enn síður verður vandamál fyrir kynslóðir framtíðarinnar að tryggja þeim sem nú eru á vinnumarkaði ágæt lífskjör á elliárunum. Lykillinn að því er hin öfluga sjóðsmyndun sem hefur orðið og mun fyrirsjáanlega verða vegna lífeyriskerfis landsmanna.

---

<sup>6</sup> M.v. verga landsframleiðslu 1945 og 2004. Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar höfundar.

## ***Annar kafli: Áhrif á eignamarkaði***

### **Viðskiptakjör kynslóða**

Í þeim löndum sem eldast mest þurfa elstu kynslóðirnar að selja miklar eignir til að framfleyta sér á efri árum. Þær fámennu kynslóðir sem landið erfa þurfa ekki að eignast jafnmikið til eigin framfærslu á efri árum. Mikið framboð þegar þar að kemur en lítil eftirspurn gæti keyrt niður verð á eignum í þessum löndum, a.m.k. að því marki sem eftirspurn útlendinga bætir ekki upp lítinn áhuga heimamanna.

Sala á eignum til útlendinga þarf raunar að koma til eigi dæmið að ganga upp. Hún hefur annars vegar þau áhrif að gera eldri kynslóðum heimamanna kleift að selja eignir sem yngri kynslóðir þurfa ekki. Hins vegar nýtast eignirnar til að greiða fyrir þær vörur og þá þjónustu sem kaupa þarf af útlendingum en fámennar kynslóðir heimamanna á vinnumarkaði hafa ekki undan að framleiða.

Fleira flækir dæmið, t.d. fólksflutningar á milli landa og sífellt vaxandi heilbrigðisútgjöld, sem sérstaklega falla til vegna eldri borgara, en það verður ekki rakið hér.

Rannsóknir á fjármálamörkuðum, hvort heldur er á vegum fræðimanna, fjárfesta eða starfsmanna fjármálafyrirtækja beinast í flestum tilfellum einkum að því að reyna að finna leiðir til að spá fyrir um verðþróun eigna til skamms tíma. Jafnvel er algengt að líta bara til næstu mínútna. Þegar rætt er um langtíma þróun er sjaldan horft til nema nokkurra ára. Frá þessu eru þó nokkrar undantekningar og ýmsir fræðimenn hafa leyft sér að líta á fjármálamarkaði til mun lengri tíma.

Hagfræðiprófessorarnir John Geanakoplos, Michael Magill og Martine Quinzii, hafa nýlega birt grein<sup>7</sup> þar sem þeir leiða rök að því að hægt sé spá fyrir um langtímaþróun hlutabréfaverðs og vaxta með því að skoða sveiflur í fólksfjölda og sérstaklega stærð kynslóða. Sem mælikvarða á hlutabréfaverð nota þeir V/H hlutfall, þ.e. verðmæti hlutabréfa í hlutfalli við árlegan hagnað fyrirtækjanna sem hafa gefið þau út. Aðrir hafa áður skoðað samband lýðfræði

---

<sup>7</sup> Geanakoplos, J., M. Magill og M. Quinzii, *Demography and the Long-Run Predictability of the Stock Market*. Brookings Papers on Economic Activity, bls. 241-325, 1. tbl. (2004).

og eignaverðs, má t.d. nefna grein Bakshi og Chen frá árinu 1994.<sup>8</sup> Þá fjallar Jeremy J. Siegel nokkuð um þessi tengsl í nýlegri metsölubók, *The Future for Investors*.<sup>9</sup>

Hugmyndin er einföld. Litið er á æviferil einstaklinga og þá alkunnu staðreynd að fyrstu fullorðinsárin leggja fæstir mikið fyrir. Þvert á móti er þá nokkur þörf fyrir lánsfé, t.d. vegna húsnæðiskaupa eða til að framfleyta sér á námsárunum og greiða skólagjöld. Miðaldra fólk stendur hins vegar undir langmestum sparnaði, það hefur hæstar tekjur, er búið að koma undir sig fótunum, t.d. kaupa húsnæði, og leggur til hliðar til að búa sig undir að fara á eftirlaun. Eftirlaunaþegar eiga mest, lifa á fjármagnstekjum og ganga á eignir sínar.

Af þessu má síðan draga þá ályktun að framboð á og spurn eftir verðbréfum fari m.a. eftir því hve fjölmennur hver aldurshópur er. Sé ungt fólk t.d. margt er við því að búast að framboð af skuldabréfum sé mikið, þ.e. mikil spurn eftir lánsfé, og vextir því hærri en ella. Séu margir miðaldra er við því að búast að framboð á sparifé sé mikið og vextir lágir en verð hlutabréfa tiltölulega hátt. Séu eftirlaunaþegar margir er við því að búast að framboð þeirra af hlutabréfum og skuldabréfum sé mikið og verðið eftir því.<sup>10</sup> Mestu virðist skipta hve margir eru ungir (20 til 40 ára) og þurfa lán annars vegar og miðaldra (40 til 60 ára) og vilja leggja fé til hliðar hins vegar.

Hér eru í raun til skoðunar þau viðskiptakjör sem fást þegar eignir og skuldir eru færðar á milli kynslóða. Niðurstaðan er einföld, þeir sem tilheyra fjölmennri kynslóð fá verri kjör en þeir sem tilheyra fámennri kynslóð. Fjöldmenn kynslóð veldur mikilli spurn eftir því sem hún vill kaupa og miklu framboði af því sem hún vill selja. Hvort tveggja rýrir kjör hennar í viðskiptum við fámennari kynslóðir. Það sem meira er, lítið sem ekkert er hægt að gera í þessu, þótt kenningarnar reynist réttar og verðsveiflurnar séu fyrirsjáanlegar. Þeir sem eru hluti af fjölmennri kynslóð verða einfaldlega að sætta sig við slök viðskiptakjör í skiptum sínum við kynslóðirnar á undan og eftir.

---

<sup>8</sup> Bakshi, G.S. og Z. Chen, *Baby Boom, Population Aging and Capital Markets*. The Journal of Business, bls. 165-202, 2. töl. 67. árg. (1994).

<sup>9</sup> Siegel, J.J. *The Future for Investors – Why the Tried and the True Triumph Over the Bold and the New*. Sjá sérstaklega fjórða hluta, The Aging Crisis and the Coming Shift in Global Economic Power. Crown Business, New York (2005).

<sup>10</sup> Þ.e. þeir selja mikið af verðbréfum sem þeir hafa eignast á yngri árum. Þeir gefa hins vegar alla jafna ekki út ný verðbréf.



Geanakoplos og félagar skoða þó ekki möguleikann á því að þeir sem sjá fram á slök viðskiptakjör færi viðskipti sín (lántökur og verðbréfa kaup) til annarra landa.<sup>11</sup> Það gera Siegel og fleiri hins vegar og komast að þeirri niðurstöðu að í grundvallaratriðum þurfi eldri þjóðir að fjárfesta í atvinnurekstri þeirra yngri. Með því geti eldri þjóðirnar staðið undir fyrirsjáanlegum viðskiptahalla þegar efnahagslíf þeirra hefur dregist saman en mikil þörf er fyrir vörur og þjónustu fyrir eldri borgara. Lönd þar sem stefnir í mikla hlutfallslega fækkun fólks á vinnumarkaði þurfa þannig að búa í haginn fyrir þann tíma með hreinni eignasöfnun í útlöndum. Erlendu eignirnar er síðan hægt að selja til að standa undir innflutningi á vörum og þjónustu frá löndum þar sem hlutfallslega fleira fólk er á vinnumarkaði. Gangi þetta eftir ættu lönd sem eru að eldast að vera með afgang á viðskiptajöfnuði en lönd sem eru orðin öldruð að vera með halla.<sup>12</sup>

## Norðmenn

Í þessu samhengi er áhugavert að skoða hvernig Norðmenn hafa hagað fjárfestingum vegna olíusjóðsins svokallaða, en í hann er veitt umtalsverðum hluta af afrakstri olíu- og gasvinnslu í norskrum efnahagslögsögu.<sup>13</sup> Norðmenn tóku þá ákvörðun að ávaxta sjóðinn eingöngu utan Noregs. Rökstuðningurinn fyrir því var margþættur en kjarninn var annars vegar að Norðmenn vildu að mikill en tímabundinn hagnaður í þessum geira myndi raska öðru atvinnulífi landsmanna sem minnst. Hins vegar vildu þeir að norska þjóðarbúið gæti dreift ávinningnum af olíulindunum yfir lengri tíma en tæki að nýta þessar náttúruauðlindir til fulls. Því marki á að ná með því að fjárfesta í erlendum eignum og færa síðan eingöngu ávöxtunina heim til Noregs.

Hefðu Norðmenn fjárfest vegna olíusjóðsins innanlands má telja líklegt að það hefði haft mikil áhrif á eignaverð í Noregi, gengi norsku krónunnar og norskt efnahagslíf almennt. Hér skiptir þó vitaskuld máli að hve miklu leyti fjárfestingar olíusjóðsins hefðu rutt burt fjárfestingum annarra í Noregi. Það er

<sup>11</sup> Líkan þeirra byggir á lokuðu hagkerfi.

<sup>12</sup> Sjá *Trade surpluses and life-cycle saving behaviour* eftir Tryggva Þór Herbertsson og Gylfa Zoëga. *Economic Letters*, 65. tbl. bls. 227-237 (1999).

<sup>13</sup> Sjá t.d. Isachsen, Arne J. (ritstj.), *Hva gjör oljepengene med oss?* Cappelen akademisk (2002).

í grundvallaratriðum spurning um það að hve miklu leyti norski fjármálamarkaðurinn er sjálfstæður og einangraður markaður frekar en hluti af stærri markaði.

Eignir íslensku lífeyrissjóðanna eru stundum bornar saman við norska olíusjóðinn.<sup>14</sup> Það er áhugaverður samanburður. Þótt þessar tvær tegundir sjóða séu að mörgu leyti ólíkar þá er þeim báðum ætlað svipað hlutverk, þ.e. að leggja fé til hliðar í nútíð til að standa undir útgjöldum í framtíð þegar fyrirséð þykir að tekjur verði minni, annars vegar vegna þess að olíuvinnslu verður lokið og hins vegar vegna breyttrar aldursdreifingar.<sup>15</sup>

Einungis um fjórðungur eigna íslensku lífeyrissjóðanna er erlendur. Það veitir takmarkað svigrúm til að standa undir kaupum á erlendum vörum og þjónustu fyrir lífeyrisþega framtíðarinnar og mun minna en norski olíusjóðurinn veitir. Þeir þrír fjórðu sem eftir standa eru kröfur á innlenda aðila. Það fé nýtist því ágætlega til að standa undir kaupum lífeyrisþega framtíðarinnar á vörum og þjónustu af vinnandi kynslóðum framtíðarinnar innanlands. Það nýtist hins vegar þjóðarbúinu í heild ekki til að flytja inn vörur og þjónustu frá útlöndum.

Hér skiptir líka máli að þrátt fyrir að íslensku lífeyrissjóðirnir og raunar einnig ýmsir aðrir innlendir aðilar eigi verulega erlendar eignir þá er hrein eignastaða íslenska þjóðarbúsins sem heildar gagnvart útlöndum mjög neikvæð. Nánar er fjallað um þessa eignastöðu síðar. Staðan er allt önnur í Noregi, erlendar skuldir Norðmanna eru nær engar en þeir eiga umtalsverðar erlendar eignir.

Ekki er auðvelt að reikna út hvert væri æskilegt hlutfall erlendra eigna hjá lífeyrissjóðum landsmanna. Þar togast á ýmsir þættir. M.a. skiptir máli að talsverð þörf er fyrir framboð á lánum í krónum og til skamms tíma a.m.k. voru það fyrst og fremst lífeyrissjóðir sem stóðu á bak við þau, einkum með

---

<sup>14</sup> Þetta var t.d. gert í fréttum greiningardeildar Glitnis Íslandsbanka þann 29. nóvember 2005. Þar kom fram að eignir íslensku lífeyrissjóðanna væru um 3,8 milljónir króna á hvern íbúa landsins en norski olíusjóðurinn væri nokkuð lægri miðað við höfðatölu eða um 2,6 milljónir króna.

<sup>15</sup> Það er reyndar nokkur einföldun að segja að tekjur verði minni í framtíðinni. Hér er verið að vísa til þess að tiltekinn tekjustofn verður þá ekki til staðar, þ.e. annars vegar fjölmennir árgangar á vinnumarkaði og hins vegar olía. Hins vegar má gera ráð fyrir hagvexti vegna framleiðniaukningar og aukins fjármagns sem ætti undir eðlilegum kringumstæðum að skila meiri tekjum í framtíð en nútíð, jafnvel þótt fyrrnefndra tekjustofna njóti ekki. Hagvöxturinn verður hins vegar minni en ella fyrir vikið.

kaupum á skuldabréfum í krónum. Aukin sókn erlendra aðila í skuldabréf í krónum kann þó að draga úr mikilvægi lífeyrissjóða hvað þetta varðar. Einnig skiptir máli að hrein eignastaða landsins í heild gagnvart útlöndum er sem fyrr segir mjög slæm. Það má nota til að rökstyðja að æskilegt sé að lífeyrissjóðir fjárfesti í enn ríkari mæli en nú er í útlöndum í von um að það verði til að bæta stöðuna.

Varhugavert hlýtur þó að teljast að gera of miklar kröfur til lífeyrissjóða um að þeir taki mið af sjónarmiðum sem þessum við fjárfestingar sínar. Fjárfestingarstefna sjóðanna er ekki og á ekki að vera eitt af hagstjórnartækjum stjórnvalda. Sjóðirnir hljóta fyrst og fremst að eiga að taka ákvarðanir um fjárfestingar út frá sjónarhóli tilvonandi lífeyrisþega. Leiðin til þess er að leita uppi þá fjárfestingarkosti sem þeir telja að skili bestri ávöxtun að teknu tilliti til áhættu. Hlutfall erlendra og innlendra eigna ætti því fyrst og fremst að fara eftir því hvaða kjör bjóðast á hverjum markaði.

Við mat á áhættu við erlendar fjárfestingar er rétt að hafa í huga að þótt mjög erfitt geti verið að spá fyrir um skammtímabreytingar á gengi erlendra gjaldmiðla er talsvert auðveldara að spá til mjög langs tíma. Vegna þess að raungengi hefur tilhneigingu til að leita jafnvægis þegar til lengdar lætur þarf ekki mikil gengisáhætta að vera fólgin í því fyrir langtímafjárfesta eins og lífeyrissjóði að eiga talsvert af erlendum eignum. Stór erlendur hluti getur hins vegar valdið talsverðum sveiflum í mældri ávöxtun sjóðanna til skamms tíma vegna gengisbreytinga. Hér skiptir líka máli að lífeyrisþegar, líkt og aðrir landsmenn, kaupa talsvert af innfluttum varningi og þjónustu. Kaupmáttur þeirra fer því bæði eftir verði á innlendum gæðum og innfluttum. Þetta dregur einnig úr þörfinni fyrir að verjast gengissveiflum.

## **Bandaríkin og Japan**

Geanakoplos og félagar hafa skoðað hvernig kenningar um viðskiptakjör kynslóða falla að bandarískum gögnum. Virðast niðurstöðurnar lofa nokkuð góðu. Sérstaklega gengur vel að skýra langtímasveiflur í hlutabréfaverði þótt verr gangi að skýra sveiflur í vöxtum. Enn liggur ekki fyrir hve vel líkanið spáir fyrir um þróun eignaverðs í framtíðinni en þeir spá

nokkurri lækkun á V/H gildum fyrir bandarísk hlutabréf fram til um það bil 2020.<sup>16</sup>

Aldurskipting Bandaríkjamanna er ekki mjög ólík þeirri sem kalla má eðlilega, þ.e. skipting á milli ungra, miðaldra og aldraðra er svipuð þeirri sem vænta má í jafnvægi og landsmönnum er enn að fjölga (bæði vegna fleiri fæðinga en dauðsfalla og vegna innflytjenda). Engu að síður hefur dregið mjög úr fæðingum á hverja konu í Bandaríkjunum eins og annars staðar á Vesturlöndum. Einna örúst var fjölgunin vestra á árunum 1945 til 1965. Tala þarlendir um barnasprengruna þau ár, *baby boom*. Þeir fjölmennu árgangar sem þá fæddust eru nú á þeim aldri þar sem búast má við að tekjur séu hæstar og mest sé lagt fyrir. Árgangarnir á undan, sem nú eru farnir að ganga á sparnað og selja skuldabréf og hlutabréf, voru fámennari. Það sama má segja um árgangana á eftir, sem munu kaupa eignirnar af „barnasprengrukynslóðinni“ þegar hún notar þær sér til framfærslu á elliárunum.

Þessir fjölmennu árgangar, sem nú eru frá u.þ.b. fertugu að sextugu, og leggja nú mikið til hliðar ættu að halda hlutabréfaverði háu og vöxtum tiltölulega lágum.<sup>17</sup> Þeir valda mikilli spurn eftir bæði skuldabréfum og hlutabréfum. Þegar þeir fara hins vegar í síauknum mæli út af vinnumarkaðinum og taka að lifa á eignum ætti hlutabréfaverð að lækka og vextir að hækka.

Geanakoplos og félagar hafa smíðað líkan sem hermir eftir bandarískum fjármálamarkaði miðað við þær fólksfjöldasveiflur sem urðu þarlendis á 20. öld og eru fyrirsjáanlegar fyrstu áratugi þessarar aldar. Þeim reiknast til að hægt sé að skýra talsvert af langtímasveiflum í hlutabréfaverði og vöxtum í Bandaríkjunum með líkaninu. Til dæmis skýrir það að hluta mikla hækkun á hlutabréfaverði undir lok 20. aldarinnar, þegar spurn

---

<sup>16</sup> Svipuð spá fæst ef gert er ráð fyrir leitni að meðaltali (*reversion to the mean*) sem hefur reynst einna gagnlegasta aðferðin til að spá fyrir um verðþróun hlutabréfa til langs tíma, t.d. áratugs. Sjá Campbell, J.Y. og Luis M. Viceira *Strategic Asset Allocation – Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Clarendon Lectures in Economics. Oxford University Press (2002). Sjá einnig kafla 1 í bók Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press (2000) og heimildir sem eru tilgreindar þar.

<sup>17</sup> Bandaríkin hafa verið með mjög mikinn halla á utanríkisviðskiptum sínum árum saman og þurft að taka erlend lán til að standa undir honum. Þeir flytja því inn erlendan sparnað, líkt og Íslendingar. Ólíkt Íslendingum geta Bandaríkjamenn hins vegar að mestu tekið erlend lán í eigin mynt, þ.e. dollurum. Það hve lágir vextir eru í dollurum má að talsverðu leyti rekja til þess hve fúsir aðilar utan Bandaríkjanna eru til að lána Bandaríkjamönnum dollara.

barnasprengrjúkynslóðarinnar eftir verðbréfum ætti að hafa náð hámarki. Ef sömu kraftar verða að verki næstu ár telja þeir að verð á hlutabréfum vestra ætti að fara lækkandi næstu tvö áratugi en taka þá að hækka á ný. Það er þó vitaskuld vonlítið að ætla að spá af einhverri nákvæmni um viðsnúning á hlutabréfamörkuðum hálfan annan áratug fram í tímann svo að ekki er ástæða til að taka þessi ártöl mjög hátíðlega.

Sem fyrr segir hefur líkan Geanakoplos og félaga einkum verið notað til að skoða bandarískan fjármálamarkað en tilraunir til að líta á japönsk gögn lofa einnig nokkuð góðu.<sup>18</sup> Þar eystra er fólksfjöldaþróun allt önnur en í Bandaríkjunum. Japanska þjóðin eldist hratt og ellilífeyrisþegum fjölga sífellt hlutfallslega. Það mikla framboð eigna sem leiðir af því að mjög stór hluti þjóðarinnar vill lifa á eignum sínum og sú litla eftirspurn sem leiðir af því að tiltölulega fámennir árgangar eru að spara til elliáranna ætti að þrýsta niður hlutabréfaverði og vöxtum. Það er líka raunin, vextir í Japan eru afar lágir og hlutabréfaverð fór hríðlækkandi eftir 1990. Nikkei hlutabréfavisitalan japanska varð um 40.000 stig þegar hæst var um 1990 en var í árslok 2005, rétt ríflega 16.000 eftir að hafa raunar farið niður fyrir 8.000 stig árið 2003. Það þýðir að þeir sem keyptu japönsk hlutabréf þegar verð þeirra var sem hæst hafa nú tapað nær fimm áttundu af því sem þeir hættu, sé ekki horft til verðbólgu og arðgreiðslna, sem breyta heildarmyndinni lítið.

Þessar raunir japanskra fjárfesta gefa út af fyrir sig tilefni til að velja því fyrir sér hvort það sé rétt sem oft er haldið fram, að hlutabréf séu í eðli sínu langtímafjárfesting og nokkuð örugg sem slík. Það er líklega þeim sem keyptu japönsk hlutabréf um 1990 lítil huggun harmi gegn að ef þeir bíða í nokkra áratugi í viðbót eru góðar líkur á því verðlækkunin gangi til baka.

Sú fullyrðing að hlutabréf skili alltaf betri ávöxtun að jafnaði en skuldabréf þegar til nógu langs tíma er lítið virðist þó rétt, a.m.k. sögulega.<sup>19</sup> Sú áhættuþóknun sem krafist er af hlutabréfum umfram skuldabréf ætti að

---

<sup>18</sup> Í grein Geanakoplos og félaga eru einnig skoðaðar tölur fyrir Bretland, Þýskaland og Frakkland. Áhrifin af misstórum kynslóðum á eignaverð koma ekki jafnskýrt fram þar og í Bandaríkjunum en þó sérstaklega Japan.

<sup>19</sup> Mehra, R. og E.C. Prescott skrifuðu fræga grein, *The Equity Premium: A Puzzle* um þessa niðurstöðu sem birtist í *Journal of Monetary Economics*, bls. 145-161 15. tbl. (1985). Þeir hafa síðan skoðað þessa áhættuþóknun hlutabréfa nokkrum sinnum síðar, m.a. í aðgengilegum kafla *The Equity Premium in Retrospect* í bókinni *Handbook of the Economics of Finance* í ritstjórn Constantinides, G.M., M. Harris og R. Stulz. Elsevier (2003).

tryggja að þetta gengur eftir fyrr eða síðar – en síðar í fyrr eða síðar getur komið of seint. Hið rétta er að hlutabréf eru áhættufjárfesting, hvort sem horft er til langs tíma eða skamms. Þau eru áhættusamari til langs tíma en skamms, ef út í það er farið.<sup>20</sup>

## Ísland

Freistandi er að velta því fyrir sér hvort hægt sé að heimfæra hugmyndir Geanakoplos og félaga á íslenska fjármálamarkaðinn. Næsta víst er að erfitt yrði að beita aðferðum þeirra félaga til að skoða íslensk gögn langt aftur í tímann. Hér hefur ekki verið virkur markaður með hlutabréf fyrr en allra síðustu ár og er hann þó enn frekar grunnur nema með örfáar eignir. Skuldabréfa- eða lánamarkaðurinn var lengst af hnepptur í viðjar ríkisskipaðra gjafvaxta og tilheyrandi biðraða eftir lánsfé. Það er helst að hægt væri að skoða undanfarinn áratug eða svo en það er of stuttur tími til að vel sé í ljósi þess að aðferðir Geanakoplos og félaga byggja á því að skoða sveiflur til mjög langs tíma.

Hér verður ekki reynt að spá um íslenska markaðinn fram í tímann með slíkum aðferðum. Þó er rétt að hafa í huga að fyrirsjáanlegt virðist að innstreymi sparnaðar verður meira en útstreymi úr lífeyrisjóðakerfi landsmanna í talsverðan tíma. Það byggir einkum á fyrirsjáanlegum breytingum á aldurskiptingu þjóðarinnar. Árgangar Íslendinga undir 50 ára aldri eru mjög svipaðir að stærð, með að jafnaði ríflega 4.200 einstaklinga hver. Árgangarnir sem nú eru á sjötugsaldri og fara næst á eftirlaun eru um það bil helmingi minni.

Ýmsar spár eru til um vöxt lífeyrissjóða á næstu áratugum. Þær byggja flestar á svipuðum forsendum. Lýðfræðilegar stærðir eru þekktar með nokkurri vissu, a.m.k. aðrar en fæðingar og fólksflutningar á milli landa. Nokkuð meiri

---

<sup>20</sup> Sjá kafla 4, *Is the Stock Market Safer for Long-Term Investors?*, í bók Campbell, J.Y. og Luis M. Viceira (2002). Rannsóknir sem þeir fjalla um (sem styðjast við bandarísk gögn) benda þó til þess að óvissa um meðalávöxtun (raun eða nafn) hlutabréfa minnki með tíma. Hins vegar vex óvissa um *upphæðina* sem verður til ráðstöfunar með tíma. Skýringin er að frávík frá væntri meðalávöxtun skipta sífellt meira máli, því lengri tíma sem horft er til. Óvissa um meðalraunávöxtun skuldabréfa virðist hins vegar vaxa með tíma, a.m.k. sé horft á bandarísk gögn. Óvissan um raunávöxtunina kemur einkum til vegna sveiflna í verðbólgu. Því er alls óvíst, raunar ólíklegt, að það sama kæmi í ljós ef íslensk gögn væru skoðuð vegna þess hve algeng verðtrygging skuldabréfa er hérlendis.

Óvissa er um það hvort verulegar breytingar eru líklegar á aldursdreifingu fólks þegar það hefur töku lífeyris. Veruleg óvissa er hins vegar um ávöxtun þeirra eigna sem lífeyrissjóðir festa einkum kaup á.

Guðmundur Guðmundsson og Kristína Baldursdóttir miða við nokkuð algengar forsendur um þessa þætti í nýlegri grein í *Peningamálum*.<sup>21</sup> Þau spá því að heildareignir lífeyrissjóða verði orðnar 1.876 milljarðar árið 2015 og 2.897 milljarðar tíu árum síðar.

Þetta eru vitaskuld nokkuð háar tölur í hlutfalli við verga landsframleiðslu eða annars vegar 2,1 föld og hins vegar 3,3 föld landsframleiðsla ársins 2004. Sé gert ráð fyrir hagvexti á tímabilinu, eins og eðlilegt er, verða þessi hlutföll þó ekki þetta há þegar þar að kemur. Sé t.d. gert ráð fyrir 2% hagvexti á hvern mann á aldrinum 20-64 ára<sup>22</sup> þá verður verg landsframleiðsla ársins 2015 1.211 milljarðar á verðlagi ársins 2004 og árið 2025 verður landsframleiðslan 1.500 milljarðar á sama verðlagi. Miðað við þessar forsendur og spá Guðmundar og Kristíönu um vöxt lífeyrissjóða þá verða eignir sjóðanna allra orðnar 1,5 föld landsframleiðsla árið 2015 og 1,9 föld landsframleiðsla árið 2025.

Rétt er líka að hafa í huga að þótt forsendur Guðmundar og Kristíönu séu ekki mjög ólíkar ýmsum sem áður hafa verið notaðar í spám um vöxt lífeyrissjóðakerfisins þá eru þær nokkuð hófsamar. Þannig miða þau m.a. við að sjóðirnir nái 3,5% ávöxtun. Þetta er vel þekkt tala úr lífeyrisheiminum og iðulega notuð til að núvirða lífeyrisskuldbindingar. Það er hins vegar ekki ljóst að hún sé góð spá um framtíðarávöxtun sjóðanna. Jafnvel þótt ekki sé horft til afar góðrar ávöxtunar lífeyrissjóða undanfarin misseri þá er rétt að benda á að hlutabréf hafa skilað mun betri raunávöxtun en þetta þegar til langs tíma er litið hvort heldur er innanlands eða erlendis. Sem dæmi má nefna að meðalraunávöxtun bandarískra hlutabréfa var nær 9% á ári frá 1870 til 1999. Ekki eru til tölur um raunávöxtun íslenskra hlutabréfa jafnlangt aftur í tímann en sé horft til árána 1993 til 2005 að báðum meðtöldum var raunávöxtun þeirra rúm 20% á ári að meðaltali. Það virðist þó varhugavert að gera ráð fyrir

<sup>21</sup> Guðmundur Guðmundsson og Kristína Baldursdóttir, *Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir*. Peningamál, bls. 87-102, 4. tbl. desember (2005).

<sup>22</sup> Þ.e. gert er ráð fyrir að landsframleiðsla á hvern vinnandi mann vaxi um 2% á ári og að fjöldi vinnandi manna vaxi í hlutfalli við fjölda landsmanna á aldrinum 20 til 64 ára. Guðmundur og Kristína leggja ekki fram hagvaxtarspá en miða yfirleitt við 1% framleiðniaukningu og sömu raunlaunaaukningu á ári.

að ávöxtun innlendra hlutabréfa muni þegar til lengdar lætur vera þetta miklu meiri en að jafnaði í öðrum löndum.

Íslensk skuldabréf hafa einnig lengst af skilað hærri vöxtum en 3,5% en langtímaleitnin er þar heldur niður á við. Ef vextir skuldabréfa lækka ekki þeim mun hraðar<sup>23</sup> og hlutabréf skila eitthvað nálægt þeirri meðalávöxtun sem þau hafa gert til langs tíma í nágrannalöndunum ættu lífeyrissjóðirnir að ná að jafnaði betri meðalraunávöxtun en 3,5%. Fyrir vikið er líklegt að í spánum um stærð lífeyrissjóðanna 2015 og 2025 felist talsvert vanmat.

Guðmundur og Kristína skoða sérstaklega með hvaða hætti lífeyrissjóðir geta ávaxtað allt það fé sem þeim verður væntanlega falið á næsta áratug. Þau sjá helst tækifæri til fjárfestingar í stórvirkjunum innanlands. Þá skoða þau einnig hlutverk lífeyrissjóða í fjármögnun fasteignalánakerfis landsmanna. Fjárfestingarmöguleikar innanlands eru þó að þeirra mati það takmarkaðir að sjóðirnir hljóti að stórauka fjárfestingu erlendis.

Íslenskir lífeyrissjóðir áttu í lok júní 2005 eignir upp á 1.069 milljarða króna. Þar af var rétt tæpur fjórðungur (24,1%) erlendar eignir. Á sama tíma voru eignir LSR 199,5 milljarðar eða 18,7% heildarinnar.<sup>24</sup> Sundurliðun á eignum allra lífeyrissjóða má sjá í töflu 2.

*Tafla 2. Eignir íslenskra lífeyrissjóða í lok júní 2005*

<b>Innlendar eignir</b>		
Markaðsskuldabréfaeign lífeyrissjóða	391.819	36,6%
Önnur skuldabréfaeign lífeyrissjóða	145.473	13,6%
Hlutabréfaeign lífeyrissjóða	153.257	14,3%
Hlutabréfasjóðaeign lífeyrissjóða	8.006	0,7%
Eign lífeyrissjóða í hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða	86.438	8,1%
Sjóður, bankainnstæður og aðrar eignir	26.928	2,5%
<b>Innlendar eignir, alls</b>	<b>811.921</b>	<b>75,9%</b>
<b>Erlendar eignir</b>		
Markaðsskuldabréfaeign lífeyrissjóða	9.820	0,9%
Hlutabréfaeign lífeyrissjóða	42.783	4,0%
Hlutabréfasjóðaeign lífeyrissjóða	157.020	14,7%
Eign lífeyrissjóða í hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða	47.619	4,5%
<b>Erlendar eignir, alls</b>	<b>257.241</b>	<b>24,1%</b>
<b>Heildareignir</b>	<b>1.069.162</b>	

*Milljónir króna. Heimild: Seðlabanki Íslands.*

<sup>23</sup> Ef Íslendingar taka upp evru þá breytast forsendurnar töluvert í ljósi þess að gera virðist mega ráð fyrir talsvert lægri raunvöxtum til langs tíma í evrum en krónum.

<sup>24</sup> Hér er ekki tekið tillit til krafna LSR á hendur launagreiðendum vegna B deildar en þeim er haldið utan efnahagsreiknings. Þær kröfur námu í lok árs 2004 142,8 milljörðum króna.



Innlendu eignirnar voru, sem sjá má, fyrst og fremst ýmiss konar skuldabréf (537 milljarðar, 50,0% af heildareignum), hlutabréf og hlutabréfasjóðir komu þar næst (161 milljarður, 15,1%), og síðan hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða (86 milljarðar, 8,1%). Fjárfestingar verðbréfasjóða geta vitaskuld verið mjög mismunandi. Ef gert er ráð fyrir að þeir innlendu verðbréfasjóðir sem lífeyrissjóðir fjárfestu í hafi varið fé sínu á sama hátt og innlendir verðbréfasjóðir almennt<sup>25</sup> en að erlendir verðbréfasjóðir hafi keypt hlutabréf þá fæst að skipting eignar lífeyrissjóða á einstaka eignaflokka hefur verið því sem næst sú sem tafla 3 gefur til kynna.

Tafla 3. Eignir íslenskra lífeyrissjóða í lok júní 2005

<b>Innlendar eignir</b>		
Skuldabréf	605.509	56,6%
Hlutabréf	169.546	15,9%
Sjóður, bankainnstæður og aðrar eignir	32.859	3,1%
<b>Innlendar eignir, alls</b>	<b>807.914</b>	<b>75,6%</b>
<b>Erlendar eignir</b>		
Skuldabréf	9.873	0,9%
Hlutabréf	251.375	23,5%
<b>Erlendar eignir, alls</b>	<b>261.248</b>	<b>24,4%</b>

**Heildareignir** **1.069.162**  
 Milljónir króna. Heimild: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

Tafla 4. Eignir LSR í lok árs 2005

<b>Innlendar eignir</b>		
Skuldabréf	128.587	56,6%
Hlutabréf	31.089	13,7%
Sjóður, bankainnstæður og aðrar eignir	5.030	2,2%
<b>Innlendar eignir, alls</b>	<b>164.706</b>	<b>72,5%</b>
<b>Erlendar eignir</b>		
Skuldabréf	3.538	1,6%
Hlutabréf	59.089	26,0%
<b>Erlendar eignir, alls</b>	<b>62.626</b>	<b>27,5%</b>

**Heildareignir** **227.332**  
 Milljónir króna. Bráðabirgðatölur. Heimild: LSR

Fjárfestingar LSR eru nánast alveg eins og annarra íslenskra lífeyrissjóða að jafnaði ef miðað er við skiptingu í innlend og erlend hlutabréf

<sup>25</sup> Útreikningarnir eru byggðir á upplýsingum Seðlabankans um efnahagsreikning innlendra verðbréfa- og fjárfestingarsjóða í lok júní 2005.

og skuldabréf. Tafla 4 sýnir skiptingu eigna LSR í lok árs 2005 miðað við sömu flokkun.

Hlutdeild LSR í eignum íslenskra lífeyrissjóða á fyrirsjáanlega eftir að vaxa töluvert á næstu árum, eins og raunar undanfarin ár. Hér skiptir mestu að sjóðurinn byggir nú ekki nema að hluta á sjóðsöfnun því að B deildin á verulegar kröfur á launagreiðendur. Ef þessum kröfum sjóðsins er bætt við eignir hans hefðu þær mælst 28,6% af heildareignum íslenskra lífeyrissjóða en ekki 18,2% í lok árs 2004. Hlutdeild hans í iðgjöldum lífeyrissjóða var enn hærri en þetta eða 33,6% árið 2004. Þetta háa hlutfall skýrist fyrst og fremst af fernu, fjölda starfsmanna sem greiða í sjóðinn, þ.e. fjölda ríkisstarfsmanna, launum þeirra, því að mótframlag launagreiðanda er hærra í A deild LSR en tíðkast á almennum vinnumarkaði og því að launagreiðendur eru enn að greiða inn á skuld vegna B deildar lífeyrissjóðsins.<sup>26</sup> Auk þess skiptir máli hve algengt er að launþegar kjósi að leggja viðbótarlífeyrissparnað inn hjá sjóðnum.

Hér verður ekki reynt að spá fyrir um þróun þessara þátta. Þó virðist óhætt að draga þá ályktun að það stefnir í að hlutdeild LSR af heildareignum íslenskra lífeyrissjóða verði mun hærri en nú. Verði hlutdeild LSR í heildareignum íslenskra lífeyrissjóða í framtíðinni um 28,6%, eins og það var í lok árs 2004 að teknu tilliti til B deildar, og gangi spá Guðmundar og Kristíönu sem stuðst var við að framan og framreikningur á vergi landsframléiðslu þá ættu eignir LSR að verða um 43% af vergri landsframléiðslu árið 2015 og rúm 54% árið 2025.<sup>27</sup>

Sé miðað við þennan vöxt og gert ráð fyrir að áætluð eignasamsetning í fjárfestingarstefnu LSR<sup>28</sup> náist og skiptingin verði sú sem þar er stefnt að árin 2015 og 2025 þá gætu eignir sjóðsins orðið líkt og fram kemur í töflu 5, sem hlutfall af vergri landsframléiðslu.

---

<sup>26</sup> Vegna síðasta atriðsins eru iðgjöld til LSR ekki alveg samanburðarhæf við iðgjöld til annarra lífeyrissjóða. Þegar að því kemur að öll framlög launagreiðenda vegna B deildar hafa verið greidd ætti hlutdeild LSR í heildariðgjöldum lífeyrissjóða að verða lægri en nú, að öðru jöfnu. Rétt er líka að hafa í huga að mótframlag launagreiðenda í öðrum lífeyrissjóðum hefur hækkað frá árinu 2004 en ekki mótframlag launagreiðenda vegna LSR.

<sup>27</sup> Ávöxtun LSR á árinu 2005 varð mun meiri en gert er ráð fyrir hér og raunar einnig hagvöxtur. Væri spánni breytt til að taka tillit til þess myndu þessi hlutföll hækka nokkuð.

<sup>28</sup> Fjárfestingarstefnan var samþykkt árið 2003 og þar er m.a. sett fram áætluð eignasamsetning í árslok 2012.

Tafla 5. Eignir LSR 2015 og 2025 (framreikningur)

	Hlutfall af heild	Hlutfall af VLF 2015	Hlutfall af VLF 2025
Ríkistryggð bréf	20%	8,6%	10,8%
Skuldabréf			
lánastofnana	7%	3,0%	3,8%
Skuldabréf			
sveitarfélaga	5%	2,1%	2,7%
Skuldabréf fyrirtækja	4%	1,7%	2,2%
Veðskuldabréf	14%	6,0%	7,6%
Erlend skuldabréf	5%	2,1%	2,7%
Innlend hlutabréf	10%	4,3%	5,4%
Erlend hlutabréf	35%	15,0%	19,0%

Heimild: Fjárfestingarstefna LSR og útreikningar höfundar.

Íslenska hagkerfið er vitaskuld afar smátt í alþjóðlegum samanburði og jafnvel þótt lífeyrissjóðirnir nái að vaxa upp í ríflega tvöfalda þjóðarframleiðslu eins árs þá kallar það ekki á slíkar fjárfestingar erlendis að ástæða sé til að ætla að það hafi áhrif á erlent eignaverð í erlendri mynt, a.m.k. ekki almennt.<sup>29</sup> Áhrifin á gengi krónunnar og þar með verð erlendra eigna í krónum geta hins vegar orðið umtalsverð, eins og nánar verður skoðað síðar.

Fjárfestingar lífeyrissjóðanna innanlands eru hins vegar það miklar í hlutfalli við stærð markaðarins að þar er við því að búast að áhrifin á verð séu töluverð. Tafla 6 gefur vísbendingu um vægi lífeyrissjóða í eignarhaldi á annars vegar markaðsskuldabréfum og hins vegar hlutabréfum á Íslandi.

Tafla 6. Hlutdeild íslenskra lífeyrissjóða í árslok 2004

Eign lífeyrissjóða, hlutdeild af heild	Allir	LSR
Markaðsskuldabréf	22,2%	4,6%
Þar af hlutdeild í:		
Bréf Íbúðalánasjóðs	41,0%	5,0%
Bréf ríkissjóðs	26,6%	6,3%
Bréf innlánsstofnana	7,3%	1,0%
Skráð hlutabréf	11,8%	2,6%

Heimild: Seðlabanki Íslands, LSR og útreikningar höfundar.

Þótt hlutdeild lífeyrissjóða í hlutabréfaeign séu nokkuð há í töflunni þá felst í þeim talsvert vanmat á vægi lífeyrissjóða. Sérstaklega er rétt að hafa í huga að við mat á markaðsvirði allra skráðra hlutabréfa er ekki tekið tillit til

<sup>29</sup> Það getur vitaskuld haft áhrif á verð einstakra erlendra eigna ef íslenskir lífeyrissjóðir festa kaup á þeim í það miklum mæli að eignarhlutdeild sjóðanna verður veruleg. Það hefur þó vart mælanleg áhrif á erlent eignaverð almennt.

tvítalningar sem verður við það að eitt skráð félag á í öðru. Væri það gert myndi mat á hlutdeild lífeyrissjóða í hlutabréfaeign hækka eitthvað.<sup>30</sup>

Hlutdeild lífeyrissjóða er einnig mjög mismunandi eftir flokkum skuldabréfa. Þannig var hlutdeild þeirra í skuldabréfum Íbúðalánasjóðs nær tvöfalt hærrí en hlutdeild þeirra í öllum markaðsskuldabréfum að meðaltali. Auk þess fjármagna þeir talsvert af íbúðakaupum landsmanna með beinum lánum til sjóðfélaga. Hins vegar áttu þeir mjög lítinn hluta skuldabréfa sem gefin eru út af innlendum fjármálastofnunum. Það er stærsti einstaki flokkur markaðsskuldabréfa. Hann var 56% heildarinnar í árslok 2004 og hefur vaxið mjög síðan þá. Mest af þeim bréfum er í erlendri mynt.<sup>31</sup>

Rétt er að benda á í þessu samhengi að aukning skuldabréfa sem gefin eru út af innlendum fjármálastofnunum árið 2005 var svipuð upphæð og allar eignir lífeyrissjóða í upphafi ársins. Þessi skuldabréfaútgáfa, ásamt hlutabréfaútgáfu bankanna og miklum hagnaði þeirra sem einungis að litlum hluta hefur verið greiddur út er helsta skýringin á því að efnahagsreikningar íslenskra banka hafa vaxið afar ört undanfarin misseri. Bankarnir hafa vaxið mun hraðar en lífeyrissjóðir, þótt sjóðirnir hafi náð góðri ávöxtun og iðgjöld séu mun hærrí en lífeyrisgreiðslur. Lífeyrissjóðir sem heild eru því orðnir hlutfallslega talsvert minni, samanborið við innlendu bankanna, en áður.<sup>32</sup>

Það skiptir þó enn sem fyrr lykilmáli að lífeyrissjóðir eru langstærsta uppspretta innlends sparnaðar eða sparnaðar í krónum. Á þessu hefur þó orðið talsverð breyting undanfarna mánuði vegna aukins áhuga erlendra aðila á kaupum á skuldabréfum í krónum. Fyrir vikið má vænta þess að áhrif ákvarðana lífeyrissjóða um kaup eða sölu á slíkum skuldabréfum á vaxtakjör bréfanna hafi eitthvað minnkað.

---

<sup>30</sup> Þetta er best skýrt með dæmi. Gerum ráð fyrir að tvö fyrirtæki séu á markaði, A og B. Hvort um sig er með markaðsvirði 100 milljarðar. A á 50% af B. Lífeyrissjóður á 10% af hvoru fyrirtæki eða 20 milljarða alls. Þá mælist hlutdeild lífeyrissjóðsins í heildarmarkaðsvirði skráðra fyrirtækja einnig 10%. Þar eð helmingurinn af markaðsvirði B er tvítalinn þá er hlutdeild lífeyrissjóðsins í reynd þó talsvert hærrí eða  $20/150 = 13,33\%$ .

<sup>31</sup> Vegna þess að bankar verða að hafa gjaldeyrisjöfnuð sinn því sem næst í jafnvægi, þ.e. erlendar eignir og skuldir í hverri mynt verða að standast nokkurn veginn á, geta þeir ekki lánað þetta fé nema að mjög litlu leyti út í krónum. Þessi mikla fjármögnun bankanna hefur því miklu minni áhrif á framboð á lánum í krónum en ella.

<sup>32</sup> Talsvert hefur verið um sameiningu lífeyrissjóða undanfarin ár svo að ýmsir einstakir lífeyrissjóðir hafa stækkað mun meira en sjóðirnir allir sem heild.

Skipta má aukningu markaðsverðmætis innlendra verðbréfa eftir uppruna í þrjá flokka:

- 1) Hækkun gengis bréfa.
- 2) Hreinn innlendir sparnaður sem varið er til verðbréfakaupa.
- 3) Hreinn innfluttur sparnaður sem varið er til verðbréfakaupa.

Í öllum tilvikum þarf að skoða hreinar stærðir, þ.e. nýja útgáfu eða skráningu að frádregnum afskráðum eða uppgreiddum bréfum. Viðskipti með áður útgefin bréf geta þýtt tilfærslu á milli flokka skv. þessari skiptingu en hafa ekki áhrif á heildarmarkaðsverðmæti, nema í gegnum hugsanleg áhrif á gengi bréfanna.

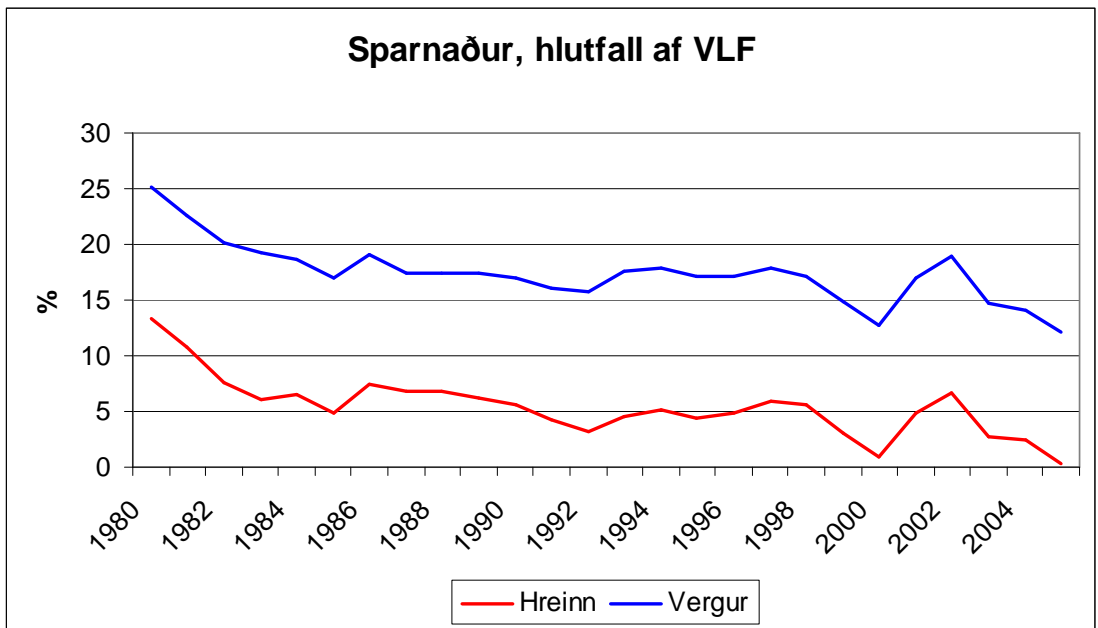
Markaðsverðmæti verðbréfa hefur vaxið mjög ört undanfarin ár eins og sjá má í töflu 7.

Tafla 7. Íslensk markaðsskuldabréf og hlutabréf.

	Lok 1998	Lok júlí 2005	Heildar- aukning	Raun- aukning	Raunaukning á ári
Markaðsskuldabréf	353	2.336	562%	401%	33,5%
Hlutabréf	233	1.442	518%	368%	31,8%

*Milljarðar króna. Heimild: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.*

Mynd 6. Hreinn og vergur sparnaður íslenska þjóðarbúsins.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Innlendur sparnaður hefur hins vegar verið miklu minni en sem þessu nemur. Raunar er innlendur sparnaður á Íslandi sáralítill, bæði í sögulegu samhengi og alþjóðlegum samanburði. Hreinn sparnaður landsmanna var þannig einungis um 0,2% af landsframleiðslu árið 2005 og vergur sparnaður 12,2% eins og mynd 6 sýnir.<sup>33</sup> Árið áður voru sömu hlutföll 2,5% og 14,1% og drógust því enn saman á milli ára.

Þrátt fyrir að hreinn sparnaður landsmanna hafi verið þetta lítil þá jukust eignir lífeyrissjóða um 165 milljarða eða 18,7% af vergri landsframleiðslu árið 2004.<sup>34</sup> Tölurnar fyrir þjóðhagslegan sparnað annars vegar og eignir lífeyrissjóða hins vegar eru ekki fyllilega sambærilegar.<sup>35</sup> Það fer þó ekki á milli mála, hvernig sem reiknað er, að lífeyrissjóðir eru langmikilvægasta uppspretta innlends sparifjár. Aðrir geirar hagkerfisins, þ.e. heimili (án lífeyrissparnaðar), fyrirtæki og hið opinbera eyða samanlagt mun meiru en þeir afla.<sup>36</sup>

Eignaaukning lífeyrissjóða kemur eðli máls skv. til af tvennu, annars vegar iðgjaldagreiðslum og hins vegar ávöxtun eigna. Frá dragast síðan lífeyrisgreiðslur og annar kostnaður. Tafla 8 sýnir skiptinguna árið 2004.

*Tafla 8. Eignaaukning lífeyrissjóða árið 2004.*

	LSR	Allir
Iðgjöld	24.292	72.355
Lífeyrir	11.174	31.193
Mismunur	13.118	41.162
Hreinar fjárfestingartekjur	20.973	125.415
Rekstrarkostnaður og óreglulegir liðir	212	1.356
<b>Hækkun á hreinni eign</b>	<b>33.879</b>	<b>165.221</b>
Hlutfall af VLF	3,8%	18,7%

Milljónir króna.

Heimild: Fjármálaeftirlitið og útreikningar höfundar.

<sup>33</sup> Munurinn á vergum og hreinum sparnaði landsmanna liggur í reiknuðum afskriftum af fjármunaeign landsmanna.

<sup>34</sup> Heimild: Fjármálaeftirlitið, ársreikningar lífeyrissjóða 2004.

<sup>35</sup> M.a. er ekki farið eins með verðhækkun á eignum við mat á sparnaði annars vegar og mat á eignum lífeyrissjóða hins vegar.

<sup>36</sup> Með eyðslu er hér átt við bæði neyslu, samneyslu og fjárfestingar.

Fyrir utan eigin sparnað hafa Íslendingar hins vegar haft greiðan aðgang að erlendum sparnaði, einkum í formi lána, eins og tafla 9 sýnir.

Tafla 9. Erlendar eignir og skuldir.<sup>37</sup>

	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>jún.05</u>
Erlendar eignir, alls	244,1	314,4	415,9	409,3	708,2	1.133,9	1.553,2
Erlendar skuldir, alls	546,4	765,4	1.012,3	989,2	1.259,0	1.814,8	2.458,9
Hrein staða við útlönd	-302,3	-451,0	-596,4	-579,9	-550,8	-680,9	-905,7

Milljarðar króna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Jafnframt hefur orðið veruleg hækkun á eignaverði, einkum hlutabréfaverði, líkt og tafla 10 sýnir.

Tafla 10. Þróun ICEX-15 (Úrvalsvísitala)

	Lok 1998	Lok 2005	Heildar- hækkun	Raun- hækkun	Raunhækkun á ári
Úrvalsvísitala	1097,6	5534,4	404%	272%	20,7%

Heimild: Kauphöll Íslands og útreikningar höfundar.

Í ljósi aldursdreifingar Íslendinga og þeirrar sjóðsöfnunar sem lífeyriskerfi landsmanna byggir á mun þurfa að ávaxta umtalsvert fé vegna þessa kerfis næstu áratugi. Við þessar kringumstæður ætti verð á hlutabréfum að haldast nokkuð hátt en vextir ættu líka að vera lágir, væntanlega mun lægri en nú er raunin. Það veltur þó á því hve mikið af lífeyrissparnaðinum er notað til að kaupa innlend verðbréf. Sennilega mun það eitt og sér ráða mestu um það hve mikil spurn verður eftir innlendum verðbréfum næstu áratugi og þar með hafa mest áhrif á verð þeirra, a.m.k. ef áhugi útlendinga á þessum bréfum breytist ekki mikið<sup>38</sup> og engin meiri háttar aukning verður á sparnaði landsmanna, þar með talið opinberra aðila, til hliðar við lífeyrissjóðakerfið.

Það mikla og öra innstreymi erlends fjár sem sést hefur undanfarin ár hefur þó án efa ráðið meiru um verðmyndun á íslenskum markaði en það fé

<sup>37</sup> Skuldir eru hér skilgreindar mjög vítt, m.a. með áhættufé (hlutafé).

<sup>38</sup> Áhugi erlendra aðila á íslenskum skuldabréfum, eða a.m.k. skuldabréfum í íslenskum krónum, hefur sem fyrr segir aukist mjög mikið undanfarna mánuði. Sjá grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar, *Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum*, Peningamál, 4. hefti bls. 55-84 (2005). Áhugi erlendra aðila á íslenskum hlutabréfum hefur einnig farið ört vaxandi þótt eignarhlutdeild þeirra sé enn lítil. Í lok júní 2005 áttu erlendir aðilar þó skráð íslensk hlutabréf að andvirði 112 milljarða króna og talan hækkaði ört er leið á árið. Í lok árs 2000 var sambærileg tala einungis 2,3 milljarðar króna. Heimild: Seðlabankinn. Hér verður ekki reynt að leggja mat á það hve margir þeirra aðila sem teljast erlendir eru í reynd íslenskir eða félög eða sjóðir í eigu Íslendinga en eitthvert ofmat kann að vera vegna þess.

sem hefur streymt inn á markaðinn vegna lífeyrissparnaðar, enda upphæðirnar mun hærri í fyrra tilfellinu. Áhugi erlendra aðila á íslenska markaðinum og vilji þeirra til að lána fé til Íslendinga getur því augljóslega valdið mun meiri verðsveiflum, a.m.k. til skamms tíma, en tiltölulega stöðugar fjárfestingar lífeyrissjóða. Vegna þess hve örar breytingar hafa orðið á íslenskum fjármálamarkaði, m.a. að þessu leyti, undanfarin ár er þó varhugavert að draga almennar ályktanir af reynslu þessa tímabils eða nota það sem grunn að langtímaspá. Til þess þarf lengra viðmiðunartímabil þar sem m.a. þarf að vera hægt að sjá áhrif þess á íslenska markaðinn ef flæði erlends fjár til landsins snýst við.

### **Innlend eða erlend fjárfesting**

Rétt er að benda á að tölurnar að framan um skiptingu eignar íslenskra lífeyrissjóða í innlendar og erlendar eignir taka ekki tillit til gengisvarna sjóðanna. Þannig er algengt að hluti erlendu fjárfestingarinnar sé varinn gegn gengisbreytingum. Þetta er m.a. gert í ljósi þess vaxtamunar sem er á milli Íslands og nágrannalandanna en með gengisvörnum er hægt að njóta þessa vaxtamunar þótt fjárfest sé í erlendum eignum.

Nokkrir þættir togast á þegar metið er hvort æskilegt er að fjárfestir ávaxti fé sitt frekar innanlands en utan. Þessir þættir eru nokkuð aðrir fyrir lífeyrissjóði en fyrir aðra fjárfesta, bæði vegna stærðar lífeyrissjóðanna og eðlis þeirra.

Hér er fyrst til að nefna að stærðar sinnar vegna geta lífeyrissjóðir haft veruleg áhrif á ýmiss konar eignaverð, bæði hlutabréfaverð, vexti og þar með ávöxtun og markaðsverð skuldabréfa og gengi gjaldmiðla. Áhrifin af ákvörðunum stærstu lífeyrissjóðanna, þar á meðal LSR, eru vitaskuld mestar. Áhrifin eru enn meiri ef lífeyrissjóðir fylgja almennt svipaðri fjárfestingarstefnu, eins og þeir raunar hafa gert.

Ekki er hlaupið að því að meta hve mikil áhrif ákvarðanir lífeyrissjóða hafa á innlent eignaverð. Hve áhrifin eru mikil fer m.a. eftir skilvirkni markaða almennt. Sem dæmi má taka að ef lífeyrissjóðir veðja á ákveðnum tímamarki mjög á innlend hlutabréf þá ætti það að öðru jöfnu að þrýsta verði þeirra upp á við á þeim tíma. Ef aðrir fjárfestar breyta hins vegar ekki mati sínu á verðmæti



bréfanna þá ættu þeir að selja bréf eða hætta við að kaupa um leið og einhver tilhneiging er til hækkunar vegna kaupa lífeyrissjóðanna. Forsenda þess að þetta gangi eftir er að markaðir séu skilvirkir og markaðsverð hlutabréfa endurspegli væntingar markaðsaðila um framtíðarhagnað og/eða arðgreiðslur. Væntingarnar eru þá jafnframt byggðar á öllum opinberum upplýsingum sem máli skipta fyrir verð bréfanna.

Séu markaðir þetta skilvirkir þá ættu kaup eins aðila ekki að hafa áhrif á markaðsverð því að viðbrögð annarra markaðsaðila eyða áhrifunum af kaupum þessa aðila. Líkt og Geanakoplos og félagar benda á þá gildir þetta þó ekki séu umsvif tiltekins kaupanda svo mikil að kaup eða sala hans hefur áhrif á *heldarspurn* eftir eða framboð á fjármagni á tilteknum tíma.

Þannig gæti mikið framboð af sparifé á meðan lífeyrissjóðir stækka þrýst upp eignaverði og lækkað vexti á þeim tíma. Þegar hreint útstreymi verður úr lífeyrissjóðum vegna hlutfallslegrar fjölgunar lífeyrisþega og fækkunar þeirra sem greiða í sjóðina gætu áhrifin orðið öfug, eignaverð lækkað og vextir hækkað.<sup>39</sup>

Viðskipti við útlönd geta einnig flækt myndina verulega. Þannig gætu miklar fjárfestingar lífeyrissjóða innanlands orðið til þess að aðrir fjárfesta síður innanlands og frekar erlendis. Með sama hætti gætu fjárfestingar annarra aðila dregið úr lækkun verðs innlendra eigna vegna mikillar sölu lífeyrissjóða þegar þeir þurfa að losa eignir til að greiða lífeyri umfram iðgjöld. Það er í grundvallaratriðum spurning um það að hve miklu leyti íslenski fjármálamarkaðurinn er sjálfstæður og einangraður markaður frekar en hluti af stærri markaði. Einnig er rétt að hafa í huga að á íslenska fjármálamarkaðinum, eins og raunar öðrum sambærilegum mörkuðum, er rétt að gera ráð fyrir að hegðan eins fjárfestis geti sent skilaboð til annarra fjárfesta og það geti síðan breytt hegðan þeirra síðarnefndu.<sup>40</sup> Þannig gætu

---

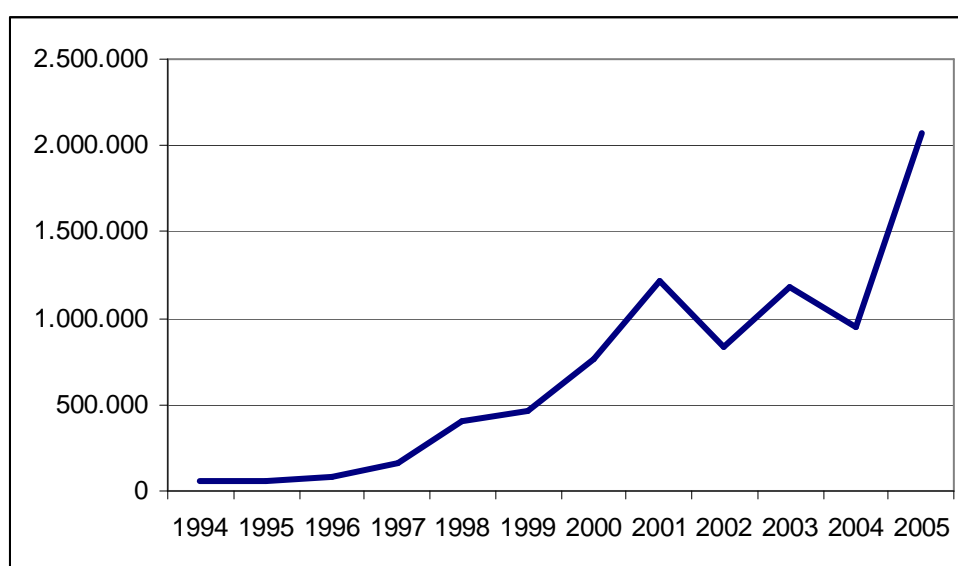
<sup>39</sup> Hér er þó rétt að hafa í huga að vextir á Íslandi eru almennt mjög háir, hvort heldur litið er til nafnvaxta eða raunvaxta og til skamms eða langs tíma. Sterk rök má færa fyrir því að ólíklegt sé að þessi mikli vaxtamunur muni haldast, heldur muni hann a.m.k. minnka þegar fram líða stundir. Þá er einnig rétt að hafa í huga að ef Íslendingar taka upp evru þá mun vaxtastig í landinu gjörbreytast. Þetta skiptir máli þegar spáð er um vaxtakjör og önnur kjör í viðskiptum kynslóða framtíðarinnar.

<sup>40</sup> Hjarðhegðun er velþekkt fyrirbrigði á fjármálamörkuðum og eitt þeirra sem mest hefur verið rannsakað af þeim sem leggja stund á svokölluð atferlisfjármál (*behavioral finance*) en þar er m.a. stuðst við sálfræðilegar skýringar við greiningu á fjármálamörkuðum. Sjá t.d. bók Hersh

t.d. mikil kaup eða sala lífeyrissjóða á innlendum eignum sent skilaboð til markaðarins um trú eða vantrú á þessum eignum. Það gæti síðan orðið til þess að aðrir ákveða að hegða sér á sama hátt, sem eykur áhrif ákvarðana lífeyrissjóðanna.

Áhrif fjárfestinga á gengi gjaldmiðils viðkomandi lands flækja myndina enn. Í grundvallaratriðum þá ýtir sem kunnugt er vaxtahækkun undir hækkun á gengi og vaxtalækkun veldur lækkun á gengi. Fleira skiptir þó máli, þar á meðal væntingar um vexti og gengi í framtíðinni.

Mynd 7. Heildarvelta á millibankamarkaði með gjaldeyri.



Milljónir króna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þótt lífeyrissjóðir landsmanna hafi vaxið mjög mikið á undanförunum árum hafa flestar aðrar stærðir á íslenskum fjármálamarkaði gert það líka og sumar raunar enn meira. Hlutfallslegt vægi lífeyrissjóðanna hefur því jafnvel dregist saman á sumum sviðum.

Sé gjaldeyrismarkaðurinn skoðaður sérstaklega sést að velta á millibankamarkaði með gjaldeyri nær fertugfaldaðist frá 1994 til 2005. Erlendar eignir lífeyrissjóða voru sáralitlar í upphafi þessa tímabils og hafa því vaxið meira hlutfallslega en velta með gjaldeyri á innanlandsmarkaði. Vöxtur millibankamarkaðarins hefur þó leitt til þess að minni ástæða er til að hafa

---

Shefrin, *Beyond Greed and Fear – Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Harvard Business School Press (2000).

áhyggjur af því að gjaldeyrisviðskipti sem rekja má til lífeyrissjóðanna hafi umtalsverð áhrif á gengi krónunnar nú en þegar viðskipti með gjaldmiðilinn voru gefin frjáls í áföngum í upphafi tíunda áratugar síðustu aldar. Mynd 7 sýnir veltu á millibankamarkaði með gjaldeyri á Íslandi.

Þetta breytir því þó ekki að því eru takmörk sett hve miklar breytingar stærstu lífeyrissjóðirnir og þá sérstaklega LSR geta gert á gjaldeyrisstöðu sinni á skömmum tíma án þess að það hafi áhrif á gengi krónunnar. Hér skiptir m.a. máli að þótt bankarnir séu með mun stærri efnahagsreikning en LSR þá eru því takmörk sett hve mikla stöðu þeir mega taka í erlendri mynt. Ef margir lífeyrissjóðir hyggjast breyta gjaldeyrisstöðu sinni á svipuðum tíma verður vandinn enn meiri.

Sé mikið lagt til hliðar, hvort sem það er í lífeyriskerfi eða með öðrum hætti, þá ætti innlend spurn eftir vörum og þjónustu að verða minni en ella. Það ætti alla jafna að lækka gengi. Mikið framboð af sparifé innanlands ætti jafnframt að ýta niður vöxtum og það valda lækkun gengis.

Sé innlendi sparnaðurinn hins vegar nýttur að miklu leyti til fjárfestinga í útlöndum þá verða áhrifin á innlenda vexti minni en ella. Þrýstingur á gengi til lækkunar vegna vaxta verður því jafnframt minni. Hins vegar verður meiri spurn eftir erlendum gjaldeyri, til að geta fest kaup á erlendum eignum. Það veldur aftur þrýstingi til lækkunar á gengi innlenda gjaldmiðilsins. Áhrifin verða svo öfug síðar meir þegar kemur að því að selja erlendar eignir og færa afraksturinn til landsins.

Öll þessi áhrif má meta í haglíkani með tölfræðilegum aðferðum en það er verulegt mál og verður ekki reynt hér.<sup>41</sup> Talsvert erfitt er að meta áhrif fjárfestinga á gengi þótt óhætt virðist að fullyrða að umtalsverð aukning á erlendum fjárfestingum ætti frekar að veikja gengi heimagjaldmiðilsins. Það dregur að nokkru marki úr hvatanum til að fjárfesta erlendis því að það lækkar vænta ávöxtun, mælt í heimagjaldmiðlinum, af erlendum fjárfestingum. Eigi sjóðir talsverðar eignir fyrir verða þó áhrifin til skamms tíma þveröfug. Þá leiðir

---

<sup>41</sup> Í fyrrnefndri grein Geanakoplos o.fl. sem talsvert hefur verið stuðst við er sem fyrr segir miðað við lokað hagkerfi. Fyrir vikið skoða þeir ekki gengisbreytingar. Þessi forsenda er réttlætt með stærð bandaríska hagkerfisins og því hve lítið hlutfall af bandarískum hlutabréfum er og hefur verið í eigu aðila utan Bandaríkjanna. Þeir benda hins vegar á að forsendan um lokað hagkerfi sé líklega síður raunhæf fyrir mörg smærri ríki, þrátt fyrir að þar sé einnig yfirleitt reglan að innlendir aðilar eigi megnið af þeim hlutabréfum sem skráð eru á markaði viðkomandi lands.

veiking heimagjaldmiðilsins til þess að gengishagnaður myndast í bókum sjóðanna. Sá hagnaður er hins vegar sýnd veiði en ekki gefin ef ekki er hægt að innleysa hann án þess að gengi heimagjaldmiðilsins hækki aftur.

### **Stórir fjárfestar á litlum markaði**

Eitt af því sem gerir stöðu lífeyrissjóða almennt og LSR sérstaklega sérstaka er að þetta eru mjög stórir fjárfestar á litlum og oft grunnum markaði. Að sumu leyti dregur þó sérstaða lífeyrissjóða úr þeim vandræðum sem þessi staða gæti skapað. Þannig eru lífeyrissjóðir í eðli sínu langtímafjárfestar og þörf þeirra fyrir fé til útgreiðslu lífeyris er hægt að sjá með löngum fyrirvara. Þetta gerir m.a. sjóðunum kleift að festa fé sitt án vandræða í eignum sem eru bundnar til langs tíma og hafa lítið eða jafnvel ekkert greiðsluhæfi (*liquidity*) til skamms tíma, eins og t.d. lánnum til sjóðsfélaga.

Sömuleiðis gerir þetta lífeyrissjóðum auðveldara en mörgum öðrum að fjárfesta í hlutabréfum fyrirtækja sem lítil viðskipti eru með. Heimildir þeirra til að fjárfesta í hlutabréfum óskráðra fyrirtækjum eða öðrum óskráðum verðbréfum eru þó mjög takmarkaðar með lögum.<sup>42</sup> Ástæða þess er fyrst og fremst væntanlega varfærni, þ.e. að koma í veg fyrir að sjóðirnir kaupi mikið af eignum sem erfitt er að meta til fjár og selja.

Ýmsar aðrar hömlur eru settar á fjárfestingar lífeyrissjóða. T.d. mega þeir ekki fjárfesta í fasteignum nema til eigin nota. Rétt er að staldra við þetta. Skv. mati Hagstofunnar var verðmæti allra fjármuna á Íslandi 2.591 milljarður króna í lok árs 2004. Þar af var verðmæti íbúðarhúsnæðis 1.322 milljarðar eða rétt rúmur helmingur. Ýmsir aðrir fjármunir landsmanna eru þess eðlis að erfitt er að sjá að lífeyrissjóðir myndu fjárfesta í þeim, jafnvel þótt það væri heimilt með lögum. Þannig voru ýmsir fjármunir sem tengjast opinberum rekstri metnir á 547 milljarða eða 21% heildarfjármuna í lok árs 2004. Þar á meðal má nefna gatna- og holræsakerfi og alls konar opinberar byggingar. Fjármunaeign sem tengist atvinnurekstri var síðan metin á 831 milljarð.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Í 36. gr. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er tilgreint í hvaða eignum sjóðirnir mega fjárfesta og hve mikið í hverri tegund eigna.

<sup>43</sup> Þetta er ekki heildarmarkaðsvirði alls atvinnurekstrar landsmanna, það er mun hærrí upphæð. Hér er eingöngu horft til afskrifaðs stofnverðs fjármuna. Tölurnar fyrir atvinnurekstur, rekstur hins opinbera og íbúðarhúsnæði skarast aðeins, t.d. vegna þess að hið opinbera stendur í atvinnurekstri og á íbúðarhúsnæði og vegna þess að hluti íbúðarhúsnæðis tengist

Lífeyrissjóðirnir mega ekki fjárfesta beint í þessum fjármunum. Þeir geta hins vegar fjármagnað kaup á þeim með ýmsum hætti og gera það. Þannig fjármagna þeir stóran hluta íbúðarhúsnæðis landsmanna, ýmist beint með sjóðfélagalánnum eða óbeint með kaupum á verðbréfum Íbúðalánasjóðs.<sup>44</sup> Þá fjármagna þeir ýmsar fjárfestingar á vegum hins opinbera með kaupum á skuldabréfum ríkis eða sveitarfélaga. Loks fjármagna þeir að einhverju leyti fjármunamyndun í atvinnurekstri með kaupum á verðbréfum fyrirtækja eða fjármálastofnana sem lána til annarra fyrirtækja.

Lífeyrissjóðirnir eiga því ekki beina kröfu til þessara fjármuna eða þess arðs eða nytja sem byggður er á þeim. Þeir eiga hins vegar kröfu á eigendur eignanna, ýmist um arð, sem hluthafar, eða um greiðslu vaxta og afborgana, sem lánardrottmar. Hluti þessara krafna er tryggður með veði í tilteknum fjármunum, t.d. sjóðfélagalánin sem eru með veði í fasteignum. Stærstur hluti eigna lífeyrissjóða er hins vegar ekki tryggður með veði í fjármunum.

Innlendar eignir lífeyrissjóða eru því fyrst og fremst hlutdeild í framtíðarhagnaði fyrirtækja (hlutabréf og fyrirtækjaskuldabréf), hlutdeild í skatttekjum hins opinbera (skuldabréf hins opinbera) og hlutdeild í framtíðartekjum einstaklinga (sjóðfélagalán). Erlendar eignir eru fyrst og fremst hlutdeild í framtíðarhagnaði fyrirtækja.

Til að mæta fjárfestingarþörf lífeyrissjóða þurfa sumir fyrrnefndra eignaflokka að stækka töluvert frá því sem nú er, annars hlýtur hlutdeild þeirra í fjárfestingum sjóðanna að dragast saman.

Það er áhugavert að velta erlendu eignunum fyrir sér. Næsta víst er að vísu að íslenskir lífeyrissjóðir lenda ekki í neinum vandræðum þar vegna of lítills framboðs á eignum í hlutfalli við stærð sjóðanna. Hins vegar er ekki ljóst að það sama eigi við um lífeyrissjóði í heiminum sem heild. Ef almennt væri stuðst við sjóðsöfnunarkerfi fyrir lífeyrissjóði um heim allan þyrftu sjóðirnir að geta keypt afar mikið af eignum.

---

atvinnurekstri. Samtala þessara þriggja stærða er því aðeins hærri en mat á öllum fjármunum landsmanna.

<sup>44</sup> Mjög líklegt má einnig telja að lífeyrissjóðirnir muni fjármagna húsnæðislán banka að verulegu leyti, t.d. með því að kaupa verðbréf sem bankarnir gefa út. Hér verður þó ekki farið út í að spá fyrir um skipulag framtíðarfjármögnunar íslenska húsnæðiskerfisins að öðru leyti en því að benda á að enginn annar innlendir aðili en lífeyrissjóðir hefur það bolmagn sem þarf til að standa undir henni, nema byggt sé með einum eða öðrum hætti á erlendum lánnum.

Vegna þess hve víða er stuðst við gegnumstreymiskerfi eða jafnvel lítil sem engin formleg lífeyriskerfi er fjárfestingarpörfin þó minni en ella. Í ljósi yfirburða sjóðsöfnunarkerfa og margra þátta sem ýta undir uppbyggingu lífeyriskerfa almennt virðist þó óhætt að reikna með að eignakaup lífeyrissjóða fari almennt vaxandi í heiminum. Ef að líkum lætur ætti það m.a. að valda tilhneigingu til vaxtalækkunar og hækkunar eignaverðs.<sup>45</sup> Það kallar raunar á enn hærri framlög til lífeyrissjóða og meiri eignakaup þeirra. Hér verður þó ekki gerð tilraun til að meta áhrif þessa fyrir íslenska lífeyrissjóði í tölum.

### **Stórir fjárfestar á stærri mörkuðum**

Stærstu lífeyrissjóðir Íslands eru mjög stórir í hlutfalli við stærð hagkerfisins. LSR var í lok árs 2005 með eignir upp á um 227 milljarða króna.<sup>46</sup> Það eru tæp 23% af vergri landsframleiðslu ársins eins og hún er áætluð af Seðlabanka. Eins og fram kom áður virðist óhætt að spá því að þetta hlutfall muni hækka verulega á næstu áratugum. Næststærsti lífeyrissjóðurinn, Lífeyrissjóður verslunarmanna, átti í lok ársins 2005 eignir upp á 191 milljarð króna eða rúm 19% af vergri landsframleiðslu ársins.

Til samanburðar má nefna að eignir CalPERS, lífeyrissjóðs opinberra starfsmanna í Kalíorníufylki í Bandaríkjunum, sem er stærsti þarlandi lífeyrissjóðurinn, fóru fyrir skömmu rétt yfir 200 milljarða Bandaríkjadala.<sup>47</sup> Þótt eignir CalPERS séu því ríflega sextíu sinnum meiri en eignir LSR þá eru hlutfallsleg umsvif bandaríska sjóðsins miklu minni. Eignir CalPERS nú samsvara um 1,6% af vergri landsframleiðslu Bandaríkjanna.<sup>48</sup> Lífeyrissjóðurinn stefnir að því að hafa 40% af eignum sínum bundnar í bandarískum hlutabréfum eða rétt um 80 milljarða dollara nú. Verðmæti skráðra hlutabréfa í Bandaríkjunum öllum er hins vegar um 39.000 milljarðar

---

<sup>45</sup> Þetta má m.a. sjá með svipaðri greiningu og hjá Geanakoplos o.fl. Aukin þörf einnar kynslóðar fyrir fjárfestingar rýrir viðskiptakjör hennar gagnvart öðrum kynslóðum, bæði við kaup á eignum af eldri kynslóðum og sölu til yngri kynslóða.

<sup>46</sup> Hér eru ekki meðtaldar kröfur á launagreiðendur vegna B-deildar en þær voru áætlaðar um 143 milljarðar í árslok 2004.

<sup>47</sup> Sjá fréttatilkynningu frá 12. desember 2005 á heimasíðu CalPERS, <http://www.calpers.ca.gov>.

<sup>48</sup> Verg landsframleiðsla Bandaríkjanna var um 12.600 milljarðar dollara árið 2005 skv. áætlun Þjóðhagstofnunar Bandaríkjanna, *Bureau of Economic Analysis*. Sjá <http://www.bea.gov>.

dollara<sup>49</sup> þannig að hlutdeild CalPERS er um 0,2% af heildinni. Til samanburðar var hlutdeild LSR í skráðum hlutabréfum á Íslandi 2,6% í lok árs 2004 eins og fram kom í töflu 5 eða um þrettánföld hlutdeild CalPERS á Bandaríkjamarkaði.

Hér er þó rétt að hafa í huga að í skráðum bandarískum hlutafélögum er eigendahópurinn alla jafna mjög dreifður og fátítt að stórir aðilar eigi þar verulegan hlut.<sup>50</sup> Við þær kringumstæður getur hluthafi sem er t.d. með 1% hlutafjár haft veruleg áhrif og telst stór hluthafi. Á Íslandi er dreifing eigendahópsins miklu minni og raunar nánast regla að stærstu hluthafarnir eiga meira en 10% hlutafjár, oft miklu meira, og fáir hluthafar geta myndað meiri hluta. Við þær kringumstæður getur hluthafi sem á t.d. 1% hlutafjár yfirleitt ekki haft mikil áhrif í krafti atkvæðavægis á hluthafafundum.<sup>51</sup>

Til eru eftir því sem næst verður komist tveir lífeyrissjóðir sem eru stærri en CalPERS. Þannig var ABP, lífeyrissjóður hollenskra starfsmanna ríkis og menntakerfis með eignir upp á 168,1 milljarð evra í lok árs 2004<sup>52</sup> sem samsvarar rétt tæpum 40% af vergri landsframleiðslu Hollands. ABP er þannig um tvöfalt stærri en LSR sem hlutfall af vergri landsframleiðslu heimalandsins.<sup>53</sup> ABP er þó ekki stærsti lífeyrissjóður heims, það er lífeyrissjóður japanska ríkisins með andvirði um 420 milljarða dollara í eignum í árslok 2003.<sup>54</sup>

ABP fjárfestir tiltölulega lítið í Hollandi og það dregur vitaskuld úr áhrifum sjóðsins á hollenskt efnahagslíf. Í lok árs 2004 átti sjóðurinn hlutafé og fasteignir sem voru metnar á 92,6 milljarða evra. Af því voru einungis 21,2 milljarðar eða 22,9% í löndunum sem nota evruna (þ.á m. Hollandi), en mun meira í löndum Norður-Ameríku, einkum Bandaríkjunum, eða 44,1%.

<sup>49</sup> Tölur frá 31. október 2005. Heimild NYSE. Þann dag átti CalPERS 77,7 milljarða dollara í bandarískum hlutabréfum.

<sup>50</sup> Ein af skýringum þessa er að bandarískar skattareglur gera það óhagstætt að eitt hlutafélag eigi í öðru. Þar er því sáralítið um kross- eða pýramídaeignarhald. Þróunin í Bandaríkjunum hefur hins vegar verið sú að stofnanafjárfestar, einkum lífeyrissjóðir og verðbréfasjóðir, eiga sífellt stærri hlut í skráðum fyrirtækjum en sá hlutur sem einstaklingar eiga milliliðalaust hefur farið minnkandi. Skýr merki eru um sömu þróun hérlendis. Vægi stofnanafjárfesta, þ.á m. lífeyrissjóða, fer því vaxandi hlutfallslega.

<sup>51</sup> Fleiri skiptir máli. T.d. eru reglur um stjórnarkjör hagstæðari smáum hluthöfum (og minni hluta hluthafa) hérlendis en víðast hvar annars staðar.

<sup>52</sup> Heimild ABP. Sjá <http://www.abp.nl>. Eignirnar samsvöruðu um 230 milljörðum dollara á gengi þess tíma.

<sup>53</sup> Munurinn er talsvert minni ef kröfum LSR á launagreiðendur vegna B deildar er bætt við.

<sup>54</sup> Heimild: Watson Wyatt. Sjá <http://www.watsonwyatt.com>.

Afgangurinn skiptist nokkuð jafnt á milli annars vegar annarra Evrópulanda og hins vegar landa utan Evrópu og Norður-Ameríku.<sup>55</sup>

Rétt er að hafa í huga þegar stærð ABP er skoðuð að Holland er sem kunnugt er hluti af Evrópusambandinu og notar evruna sem gjaldmiðil. Sé litið á Evrópusambandið eða löndin sem nota evruna sem bakland ABP þá verður hlutfallsleg stærð ABP miklu minni. Þetta skiptir t.d. augljóslega máli ef hugað er að áhrifum fjárfestinga ABP á gjaldmiðil heimalandsins. Þótt sjóðurinn sé stór og hafi stækkað hafa fjárfestingar hans og fjármagnsflutningar á milli landa augljóslega mun minni tækifæri til að hafa áhrif á gengi eftir að Hollendingar tóku upp evruna en þegar þeir voru með eigin gyllini.

Í Hollandi eiga lífeyrissjóðir miklar eignir í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Árið 2001 var hlutfallið einungis hærra í Sviss af löndum Evrópusambandsins og EFTA. Hlutfallið á Íslandi var þá litlu lægra en í Hollandi og landið í þriðja sæti í þessum ríkjahópi.<sup>56</sup>

## Reynsla og aðgerðir Svía

Reynsla Svía af lífeyrissjóðum sem stórum fjárfestum á litlum markaði er nokkuð áhugaverð fyrir Íslendinga. Sænska lífeyriskerfið er talsvert frábrugðið hinu íslenska en einn af hornsteinum þess var til skamms tíma fjórir verðbréfasjóðir, *AP-fonderna*.<sup>57</sup> Þeim og arftökum þeirra er ætlað að draga úr þeim vanda sem breytingar á aldursdreifingu Svía valda fyrir hið opinbera almannatrygginga- og lífeyriskerfi.

Þrír upprunalegu AP-sjóðanna fjárfestu í skuldabréfum en sá fjórði í hlutabréfum. Árið 2000 var verðmæti sjóðanna orðið um 600 milljarðar sænskra króna eftir að um 200 milljarðar sænskra króna af eignum þeirra höfðu verið látnir renna í ríkissjóð Svía.<sup>58</sup> Verg landsframleiðsla Svíþjóðar árið

<sup>55</sup> Heimild: Ársskýrsla ABP fyrir árið 2004.

<sup>56</sup> Tölur frá European Federation for Retirement Provision, birtar í grein Más Guðmundssonar, *Íslenska lífeyriskerfið: Uppbygging og lærdómar*, Peningamál, 1. tbl. bls. 97-102 (2004).

<sup>57</sup> Sjá *AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensionssystemet*. Rit DS 1999:38, Regeringskansliet, Finansdepartementet, Stokkhólmi (1999). Sjóðirnir voru fleiri en þetta en fjórir þeirra voru langstærstir. Höfundur vill þakka Einari Guðbjartssyni, dósent, fyrir aðstoð við umfjöllun um AP sjóðina.

<sup>58</sup> Þetta var réttlætt með því að sjóðirnir væru orðnir stærri en þörf væri á til að gegna hlutverki sínu. Rétt er að hafa í huga að þetta eru ekki hefðbundnir lífeyrissjóðir sem eru í eigu tilvonandi lífeyrisþega heldur nokkurs konar stuðpúðar eða sveiflujöfnunartæki fyrir lífeyrisgreiðslur sænska ríkisins.



2000 var 2.217 milljarðar sænskra króna þannig að verðmæti sjóðanna var rétt rúmur fjórðungur landsframléiðslu.

Fjórði upprunalegi AP sjóðurinn fjárfesti í hlutabréfum. Það var talsvert umdeilt, sérstaklega í upphafi. Hann stækkaði mjög ört og átti árið 1999 sænsk hlutabréf fyrir rétt um 100 milljarða sænskra króna. Það var þá um 3,2% af markaðsvirði allra skráðra hlutabréfa í Svíþjóð. Tveir aðrir verðbrefasjóðir voru þá nokkurn veginn jafnstórir og fjórði AP sjóðurinn á sænskum hlutabréfamarkaði, Robur aktiefonder og SPP. Voru þessir þrjú sjóðir langstærstu fjárfestar á sænskum hlutabréfamarkaði.

Fjórði AP sjóðurinn fjárfesti einkum í nokkuð stórum fyrirtækjum og var algengt að hann væri meðal þriggja stærstu hluthafa í sænskum stórfyrirtækjum, með á bilinu 4 til 10% af markaðsvirði hlutafjár, þó aldrei meira en 10%. Sjóðurinn átti þannig umtalsverðan hluta bréfa í Astra, Ericsson, ABB (áður ASEA) og Volvo. Í Svíþjóð er mjög algengt að til séu fleiri en einn flokkur hlutabréfa, með mismikið atkvæðavægi. Tölurnar hér að ofan eru miðaðar við verðmæti en ekki atkvæðavægi. Hlutdeild fjórða AP sjóðsins í atkvæðum var yfirleitt lægra en hlutdeild hans í markaðsvirði, þó var því stundum öfugt farið. Algengt var að sjóðurinn fæli fulltrúum starfsmanna að fara með atkvæðisrétt bréfa sjóðsins á hluthafafundum en það var viðkvæmt og umdeilt mál.

Þessi mikla eignarhlutdeild fjórða AP sjóðsins í einstökum fyrirtækjum var nokkuð gagnrýnd, m.a. vegna þess að með þessu væri verið að koma einkafyrirtækjum að stórum hluta í ríkiseigu og færa atkvæðisrétt til starfsmanna. Það dró þó nokkuð úr gagnrýninni að stjórn fjórða AP sjóðsins og ákvarðanir um fjárfestingar þóttu mjög faglegar og sjóðurinn starfaði alveg sjálfstætt, án íhlutunar t.d. fjármálaráðuneytis.

Fjórði AP sjóðurinn skilaði langbestri ávöxtun allra AP sjóðanna að meðaltali þau ár sem hann var starfræktur. Þegar sjóðirnir voru stokkaðir upp var því haldið áfram að fjárfesta í hlutabréfum og vægi þeirra aukið. Kaupunum var nú hins vegar dreift á fjóra sjóði í stað eins. Allir nýju sjóðirnir voru jafnstórir í upphafi og ætlað að fjárfesta í blöndu af skuldabréfum, hlutabréfum og öðrum eignum.

Til að koma í veg fyrir að einn sjóður gæti orðið mjög stór hluthafi í einstökum fyrirtækjum var sett regla um að enginn sjóðanna mætti eiga meira

en 2% af markaðsvirði hlutafjár í skráðu hlutafélagi. Í umræðunni um breytingarnar var rætt um að sjóðirnir gætu keypt sænsk hlutabréf fyrir allt að 70% þess fjár sem þeir höfðu til umráða. Hefði það gengið eftir hefði samanlögð hlutdeild sjóðanna í sænskum hlutabréfum orðið um 15% af markaðsvirði allra sænskra hlutabréfa, meira en ferfalt það hlutfall sem fjórði AP sjóðurinn gamli átti þegar yfir lauk.<sup>59</sup> Til þess kom þó ekki eins og sjá má í töflu 11 sem sýnir eignir sjóðanna fjögurra um mitt ár 2005. Þótt sjóðirnir hafi aukið nokkuð hlutabréfakaup þá er nú tæpur fimmtungur þess fjár sem þeir hafa til ráðstöfunar ávaxtaður í sænskum hlutabréfum.

*Tafla 11. Eignir nýju sænsku AP sjóðanna um mitt ár 2005.*

	AP 1	AP 2	AP 3	AP 4	Alls	Hlutfall af heild	Hlutfall af VLF
Sænsk hlutabréf	21	35	31	32	119	17,3%	4,6%
Erlend hlutabréf	82	69	69	72	293	42,6%	11,4%
Skuldabréf	69	62	72	62	265	38,6%	10,3%
Annað, nettó	0	7	4	-1	10	1,5%	0,4%
<b>Alls</b>	<b>172</b>	<b>173</b>	<b>176</b>	<b>166</b>	<b>686</b>	<b>100%</b>	<b>26,7%</b>

*Milljarðar sænskra króna.*

*Heimild: Hálfársuppgjör sjóðanna árið 2005 og útreikningar höfundar.*

Um mitt ár 2005 áttu sjóðirnir fjórir samanlagt um 4,4% alls markaðsvirðis skráðra sænskra hlutabréfa og hver einstakur sjóður á bilinu 0,8 til 1,3% af markaðsvirðinu. Hlutdeild hvers og eins sjóðs er því um helmingur eða minna af samsvarandi hlutdeild LSR á íslenskum markaði í árslok 2004. Samanlagt eiga sjóðirnir hins vegar talsvert hærra hlutfall en LSR og það átti fjórði gamli AP sjóðurinn einnig.

<sup>59</sup> Nýju sjóðirnir tóku við af þeim gömlu 1. maí 2000.

## **Priðji kafli: Önnur áhrif og álitamál**

### **Siðferði, syndabréf og fjárfestingar**

Ýmsir fræðimenn hafa skoðað sérstaklega ábyrgð fjárfesta á áhrifum fjárfestinga þeirra á samfélagið.<sup>60</sup> Á ensku er algengt að nota hugtakið *socially responsible investing*. Hér er verið að vísa til þess að ákvarðanir um fjárfestingar geta haft veruleg áhrif á aðra en eigendur sjóðanna. Því er álitamál hvort og þá hvernig taka á tillit til þess eða hvort fjárfestum er stætt á að hugsa eingöngu um eigin hagsmuni. Fleiri en fræðimenn hafa einnig sýnt þessu áhuga, m.a. ýmsir einstaklingar og hópar sem berjast fyrir eða gegn tilteknum fjárfestingum.

Einn angi af þessari umræðu hefur verið fólgin í gagnrýni á þá hefðbundnu forsendu fjármála og hagfræði að fyrirtæki séu og eigi að vera rekin til að hámarka hagnað eigenda með því að hámarka verðmæti hlutabréfa fyrirtækjanna. Oft er vitnað til bandaríska hagfræðingsins og Nóbelsverðlaunahafans Milton Friedman þegar rætt er um að fyrirtæki eigi að reka með þetta að leiðarljósi. Friedman var ötull og áberandi talsmaður þessa sjónarmiðs en hugmyndin er þó miklu eldri. Aðrir hafa haldið því fram að taka beri tillit til fleiri hagsmunaaðila<sup>61</sup> við rekstur fyrirtækja og orðið um það talsverð skrif sem stundum eru flokkuð saman sem *hagsmunaaðilakenningin* (*stakeholder theory*).<sup>62</sup> Snertiflötur þessarar umræðu við lífeyrissjóði er nokkuð augljós; eiga lífeyrissjóðir eingöngu að taka ákvarðanir með hagsmuni lífeyrisþega, núverandi og tilvonandi, að leiðarljósi, eða á að horfa til fleiri aðila?<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Skrif um þetta efni eru það viðamikil að hér verður ekki reynt að gera þeim skil. Þó skal bent á aðgengilega grein Haigh, M. og James Hazelton, *Financial Markets: A Tool for Social Responsibility?* Journal of Business Ethics, 52. tbl., bls. 59-71 (2004). Sjá einnig bók John R. Boatright, *Ethics in Finance*, Blackwell (1999) og grein höfundar *Siðferðileg álitamál í fjármálum*, *Vísbending*, 51. tbl., bls. 15-20 (2000). Sú grein var einnig birt aðeins breytt í fjórða hluta bókar höfundar, *Eignastýring*, viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands (2002).

<sup>61</sup> Einnig er oft notað orðið *haghafar*.

<sup>62</sup> Hér verður ekki gerð tilraun til að gefa yfirlit um skrif í þessa veru. Þó skal bent á nýlega grein Buchholz, R.A. og Sandra B. Rosenthal, *Stakeholder Theory and Public Policy: How Governments Matter*. Journal of Business Ethics, 51. tbl. bls. 145-153 (2004). Sjá einnig Freeman, R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston (1984).

<sup>63</sup> Einnig getur komið til skoðunar hvort æskilegt er að lífeyrissjóðir taki tillit til hagsmuna sjóðsfélaga áður en þeir verða lífeyrisþegar. Sem dæmi má taka hvort lífeyrissjóður ætti að fjárfesta í atvinnurekstri sem stendur höllum fæti, til að reyna að koma í veg fyrir að starfsmennirnir, sem greiða til sjóðsins, missi vinnuna. Almenn varúðarsjónarmið mæla gegn þessu. M.a. gæti slík stefna leitt til þess að sjóðfélagar ættu á hættu að missa vinnuna þrátt

Dæmigert álitaefni erlendis er hvort þeir, sem telja tóbak af hinu illa, efni, sem fer með fjölda manns í gröfina á hverju ári, ættu að kaupa hlutabréf í fyrirtækjum, sem framleiða vörur úr tóbaki. Af sama toga var runnið að á dögum aðskilnaðarstefnunnar í Suður-Afríku var kerfisbundið reynt að hindra fjárfestingar þar. Var þetta liður í alþjóðlegri baráttu gegn aðskilnaðarstefnunni. Þá féllu öll suður-afrísk hlutabréf í þennan syndaflokk að mati þeirra, sem börðust gegn fjárfestingum þar. Litið var svo á að fjárfestingar í Suður-Afríku styddu við aðskilnaðarstefnuna og að slík fjárfesting væri því í eðli sínu slæm, vegna þess að aðskilnaðarstefnan var slæm.<sup>64</sup> Á ensku er notað hugtakið *sin stock* en með því er átt við hlutabréf í fyrirtæki, sem fæst við starfsemi, sem er lögleg en, a.m.k. að sumra mati, siðlaus.

Ýmsir baráttumenn í umhverfismálum hafa reynt að hafa áhrif á þau með því að beita fjárfesta þrýstingi, fá þá t.d. til að festa ekki kaup á bréfum fyrirtækja sem þykja hafa slæmt orðspor á þessu sviði. Þótt þessi umræða hafi ekki farið jafnhátt hérlendis og í ýmsum nágrannalandanna hafa ýmsir angar hennar náð hingað. T.d. hefur hugsanleg fjárfesting lífeyrissjóða í orkufyrirtækjum eða orkufrekum iðnaði verið gagnrýnd með vísan til þess að mörgum líka illa umhverfisáhrif starfseminnar.

Hver og einn getur svarað því fyrir sig hvort starfsemi tiltekins hlutafélags eða annars útgefanda verðbréfs er ógeðfelld og því verður ekki reynt að gera það hér. Hins vegar er áhugavert að íhuga áhrif þess að hluti fjárfesta sniðgengur tiltekin hlutafélög. Hvað gerist t.d. ef stór hluti sjóðstjóra og einstaklinga, sem fjárfesta, neitar að kaupa bréf í tóbaksfyrirtæki? Þýðir það að framboð á tóbaki minnkar, dregur e.t.v. úr reykingum? Óháð því hvaða skoðun menn hafa á ágæti þess að draga úr reykingum er lítil ástæða til að halda að áhrifin verði þessi. Ef markaðir eru skilvirkir, þá mun slík sniðganga eingöngu þýða að aðrir sjá sér hag í að fjárfesta í þessum hlutafélögum.

---

fyrir viðleitni sjóðsins en sætu uppi með skert lífeyrisréttindi fyrir vikið. Það er svipuð staða og iðulega kemur upp í þeim löndum þar sem fyrirtæki greiða sjálf lífeyri til fyrrum starfsmanna sinna. Ef rekstur fyrirtækis í þessari stöðu gengur illa þá geta starfsmenn staðið uppi bæði atvinnulausir og án lífeyris.

<sup>64</sup> Athyglisvert er að sniðgangan eða viðskiptabannið virtist ekki hafa áhrif til lækkunar á verð hlutabréfa í þeim fyrirtækjum sem urðu fyrir barðinu á því vegna tengsla við Suður-Afríku. Hins vegar hækkaði verð bréfa slíkra fyrirtækja nokkuð þegar viðskiptabanninu var aflétt. Sjá Teoh, S. W., Iwo Welch og C. Paul Wazzan, *The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South-African Boycott*. Journal of Business, 72. árg. 1. tbl. bls. 25-89 (1999).

Hugsanlega verður einhver lítilsháttar lækkun á hlutabréfunum en hún hamlar vart verulega starfsemi þeirra og kemur þegar til lengdar lætur eingöngu þeim til góða, sem fjárfesta í fyrirtækjunum á lágu verði.

Í ljósi þessa er ekki skrytið að til séu verðbréfasjóðir, sem sérhæfa sig í því að fjárfesta í syndabréfum. Þeir sjóðir hafa hvorki skilað betri né verri ávöxtun en gengur og gerist að því er best verður séð. Þeir hafa hins vegar ekki höfðað til margra fjárfesta. Fleiri verðbréfasjóðir hafa hins vegar reynt að markaðssetja sig sem sjóði sem fjárfesta ekki í syndabréfum. Þeir sjóðir virðast ekki heldur hafa skilað betri eða verri ávöxtun en gengur og gerist.<sup>65</sup> Sumir sjóðir hafa jafnvel þá stefnu að leita uppi og fjárfesta í verkefnum sem hafa sérstaklega jákvæð áhrif á t.d. umhverfismál.<sup>66</sup> Haigh og Hazelton (2004) birta tölur frá 2001 til 2003 um hlutdeild slíkra sjóða (*socially responsible investors*) í nokkrum Evrópulöndum, Bandaríkjunum og Ástralíu. Hlutdeild þeirra af markaðinum fyrir hlutabréfasjóði virðist heldur fara vaxandi en er þó einungis á bilinu 0,3 til 0,4% af heildinni. Í ljósi þessarar lágu hlutdeildar má slá því föstu að tilvist slíkra sérhæfðra sjóða ein og sér hefur engin marktæk áhrif á aðgengi útgefenda syndabréfa að fjármagni.

Þess má geta að hollenski lífeyrissjóðurinn ABP, sem áður var rætt um, rekur sérstakan sjóð í tilraunaskyni þar sem ákvarðanir um fjárfestingar eru að nokkru leyti teknar með hliðsjón af félagslegum og umhverfisáhrifum þeirra. Í lok árs 2004 var þó einungis rétt rúmt eitt prómill af eignum ABP í þessum sjóði. Forsvarsmenn ABP segja að ekki sé komin nógu löng reynsla á þennan sjóð til að leggja mat á áhrif þessarar fjárfestingarstefnu á ávöxtun.

Norski olíusjóðurinn getur ekki heldur leitt siðferðilegar spurningar hjá sér. Af og til hafa orðið deilur í Noregi vegna fjárfestinga hans. Nýlega var hann til dæmis gagnrýndur harðlega fyrir að hafa keypt bréf í bandarísku fyrirtæki sem stundar olíuleit fyrir utan strendur Vestur-Sahara, sem er

---

<sup>65</sup> Haigh og Hazelton (2004) birta ýmsar tölur þessu til stuðnings. Þau benda einnig á að munurinn á fjárfestingarstefnu slíkra sjóða og almennra hlutabréfasjóða virðist furðulítil, a.m.k. í Ástralíu.

<sup>66</sup> Flestir sjóðanna reyna í markaðssetningu sinni að höfða til samvisku fjárfesta. Önnur sjónarmið eru þó einnig sett fram. Sumir hafa þannig haldið því á lofti að fjárfesting í fyrirtækjum sem byggja á góðri umhverfisstefnu muni skila betri ávöxtun en almennt gerist. Slík stefna fyrirtækja leiði þegar fram í sækir til betri rekstrar og þar með meiri ávöxtunar til handa hluthöfum.

hertekið af Marokkó.<sup>67</sup> Marokkóska hernámsliðið hefur verið sakað um að beita heimamenn talsverðu harðræði. Þáverandi fjármálaráðherra Noregs krafðist þess í kjölfarið að olíusjóðurinn losaði sig við allar fjárfestingar sem tengdust olíuleit á þessu svæði. Olíusjóðurinn hefur einnig fengið á sig gagnrýni vegna fjárfestinga í fyrirtækjum sem starfa við vopnaframleiðslu.

Eðlilegt má teljast að forsvarsmenn íslenskra sjóða hugi að málum sem þessum, líkt og starfsbræður þeirra í nágrennalöndunum. Það má vitaskuld gera með ýmsum hætti. Hvernig sem staðið er að því þarf þó að móta afstöðu til þess hvort og þá hvernig taka á tillit til áhrifa fjárfestinga sjóðsins á annað en hefðbundin viðmið við fjárfestingar, þ.e. vænta ávöxtun sjóðsins og áhættu. Æskilegt hlýtur að vera að það sé gert með skýrum og gagnsæjum reglum og tekið mið af reynslu svipaðra sjóða í nágrennalöndunum við mótun reglanna. Vitaskuld getur afstaða til einstakra fjárfestingarkosta verið umdeild, þannig að það sem einn sjóðfélagi telur góðan og eðlilegan fjárfestingarkost telur annar óverjandi. Til að friður ríki um starfsemi sjóðanna og þeim sé vel treyst þarf því að vanda vel til verks og helst komast hjá því að dragast inn í deilur um hitamál.<sup>68</sup>

## Önnur áhrif fjárfesta – viðleitni CalPERS

Stærðarinnar vegna geta lífeyrissjóðir og almennir verðbréfasjóðir vitaskuld haft ýmiss konar áhrif á samfélagið, jafnvel þótt þeir reyni ekki kerfisbundið að hafa áhrif á aðgengi fyrirtækja að fjármagni eftir því hvort starfsemi þeirra þykir æskileg eða óæskileg. Áður var vikið að lífeyrissjóði opinberra starfsmanna í Kaliforníufylki, CalPERS. Sá sjóður hefur verið í fararbroddi í nokkrum umbótamálum á bandarískum fjármálamarkaði. Sérstaklega hefur hann verið áberandi í viðleitni sinni til að bæta stjórnhætti hlutafélaga (*corporate governance*).

Í um tvo áratugi hefur sjóðurinn m.a. farið árlega yfir árangur þeirra bandarísku fyrirtækja sem hann á hlut í og lagt fram tillögur til úrbóta á hluthafafundum ef þurfa hefur þótt. Það er undantekningalítið reglan í

---

<sup>67</sup> Sjá grein Eggerts Þórs Aðalsteinssonar, *Safnað til mögru áranna*, Fréttablaðið 7. desember 2005.

<sup>68</sup> Hér er rétt að hafa í huga að skylduaðild er að lífeyrissjóðum og alla jafna geta launþegar ekki valið til hvaða lífeyrissjóðs þeir greiða. Séu þeir ósáttir við fjárfestingarstefnu eða aðra þætti í rekstri síns lífeyrissjóðs eiga þeir þess því sjaldnast kost að snúa sér annað. Þetta eykur enn mikilvægi þess að sjóðirnir hagi starfsemi sinni þannig að sátt sé um þá.

bandarískum hlutafélögum að tillögur sem koma frá einstökum hluthöfum en ekki stjórn eru felldar á hluthafafundum. Það sama hefur gilt um þessar tillögur CalPERS. Viðleitni sjóðsins hefur þó að því er virðist haft áhrif á hegðan fyrirtækja í ýmsum tilfellum þótt tillögur sjóðsins hafi ekki hlotið samþykki meiri hluta á hluthafafundum. Hér skiptir m.a. máli að það er alla jafna álitshnekkir fyrir forsvarsmenn félags að stórir og virtir hluthafar eins og CalPERS gagnrýni stefnu þeirra opinberlega.<sup>69</sup> Meðal núverandi áherslumála má nefna gagnsæi launa æðstu stjórnenda, bættu upplýsingagjöf um hættu á útgjöldum vegna slæmrar umhverfisstefnu og breytingar á kjöri stjórnarmanna.

Sem dæmi um árangur má nefna að í upphafi tíunda áratugarins fór CalPERS, í samstarfi við nokkra aðra sjóði, fram á að hlutafélög breyttu samþykktum sínum til að tryggja að valnefndir vegna stjórnarkjörs væru að meiri hluta skipaðar óháðum stjórnarmönnum. Þessi viðleitni varð til þess að fjöldi stórra félaga tók þessa reglu upp án þess að CalPERS þyrfti að bera tillögu þessa efnis undir atkvæði á hluthafafundi.<sup>70</sup>

CalPERS hefur þó líklega haft mest áhrif með því að gefa fyrirtækjum einkunn fyrir stjórnhætti og birta hana opinberlega. Þessar einkunnir hafa vakið talsverða athygli. Rannsóknir benda til þess að samhengi sé á milli einkunna CalPERS fyrir stjórnhætti og árangurs í rekstri og þeirrar ávöxtunar sem fjárfestar ná.<sup>71</sup>

Það þarf ekki flókna útreikninga til að sjá hvers vegna CalPERS telur hagkvæmt að setja fé í að reyna að bæta afkomu og rekstur bandarískra almenningshlutafélaga, þótt eignarhlutdeild sjóðsins sé að jafnaði ekki nema fimmtungur úr prósentu. Stærð sjóðsins gerir það að verkum að jafnvel örlítill árangur getur réttlætt talsverð útgjöld. Sem dæmi má taka að ef aðhald CalPERS veldur því að ávöxtun bandarískra hlutabréfa batnar almennt um

---

<sup>69</sup> CalPERS birtir t.d. reglulega lista yfir fyrirtæki sem sjóðurinn telur að séu ekki að standa sig, með rökstuðningi. Það þykir ekkert fagnaðarefni að lenda á þessum lista. Útreikningar Wilshire Associates fyrir CalPERS benda til þess að 113 fyrirtæki sem CalPERS gagnrýndi fyrir slæma stjórnhætti á árunum 1987 til 2003 og hvatti til úrbóta hafi almennt gripið til aðgerða sem bættu reksturinn. Sé skoðað fimm ára tímabil áður en CalPERS setti viðkomandi fyrirtæki á athugunarlista og síðan fimm ára tímabil þar á eftir hafi orðið mjög skýr viðsnúningur til hins betra í rekstri. Sjá nánar á heimasíðu CalPERS, <http://www.calpers.ca.gov>.

<sup>70</sup> Sjá umfjöllun í *Beyond Takeovers* eftir John Pound í bókinni *Harvard Business Review on Corporate Governance*, Cambridge (1992).

<sup>71</sup> Sjá *A New Approach for Determining the Effect of Strong Governance on Corporate Performance* eftir Paul W. MacAvoy í bókinni *The Recurrent Crisis in Corporate Governance*, MacAvoy, P.W. og Ira M. Millstein (ritstj.). Palgrave-Macmillan (2003).

0,01% (einn punkt) þá batnar afkoma lífeyrissjóðsins um átta milljónir dollara í ljósi þess að sjóðurinn á um 80 milljarða í bandarískum hlutabréfum. Svipaða reikninga má vitaskuld gera fyrir LSR. Þótt tölurnar séu lægri þá gilda sömu lögmál. Þannig átti LSR innlend hlutabréf að markaðsvirði 27,8 milljarðar í lok árs 2004. Ef aðhald eða aðrar aðgerðir LSR valda því að ávöxtun íslenskra hlutabréfa batnar almennt um 0,01% þá batnar afkoma lífeyrissjóðsins um tæpar þrjár milljónir króna og tæpar þrjátíu milljónir ef hækkunin er 0,1%.

Þótt CalPERS hafi verið mest áberandi innan Bandaríkjanna og fjárfesti mest þar þá hafa ákvarðanir sjóðsins einnig haft nokkur áhrif utan þeirra. Þannig hefur sjóðurinn tekið rökstudda ákvörðun um það í hvaða löndum hann fjárfestir og hverjum ekki og vísað þá m.a. til lagaumhverfis viðkomandi landa, gæða reikningshalds, fjármálaeftirlits og kauphalla, stjórnháttu fyrirtækja og fleiri þátta. Árið 2002 vakti þannig athygli að sjóðurinn ákvað að hætta að fjárfesta í hlutabréfum fyrirtækja frá Indónesíu, Malasíu, Taílandi og Filippseyjum, þótt markaðir þessara landa hefðu skilað ágætri ávöxtun árið áður. Skýringarnar sem CalPERS gaf var að einkunn þessara landa fyrir ýmsa framangreinda þætti væri svo slök að ekki væri réttlætanlegt að fjárfesta í þeim.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> Sjá umfjöllun í *Thin on Top – Why Corporate Governance Matters and How to Measure and Improve Board Performance* eftir Bob Garratt. Nicholas Brealey (2003).



## **Fjórði kafli: Niðurstöður og ályktanir**

Vægi íslenskra lífeyrissjóða á íslenskum fjármálamarkaði er þegar umtalsvert og fyrirsjáanlegt að það á eftir að vaxa talsvert. Vægi LSR er nú þegar sérstaklega mikið og á enn eftir að aukast, raunar talsvert meira en annarra lífeyrissjóða að jafnaði.<sup>73</sup>

Þetta er vitaskuld mjög jákvæð þróun. Sjóðsmyndun íslenskra lífeyrissjóða gengur vel og mun ef svo fer sem horfir duga vel til að tryggja komandi kynslóðum Íslendinga góðan lífeyri á efri árum. Svo mikil sjóðsmyndun getur þó ekki orðið án þess að það hafi veruleg áhrif á íslenskan fjármálamarkað og raunar allt íslenskt efnahagslíf.

Ef vel á að vera þá þarf þessi uppbygging að verða þannig að hún þjóni sem best hagsmunum tilvonandi lífeyrisþega. Hún þarf hins vegar um leið að mæta þörfum ýmissra annarra hagsmunaaðila, t.d. húsnæðis kaupenda og annarra lántakenda, þörf viðskiptalífsins fyrir eigið fé og þörf þjóðfélagsins fyrir eignir í útlöndum sem hægt er að selja til að greiða fyrir innfluttar vörur og þjónustu. Að verulegu leyti fara þessir hagsmunir saman. Bæði þeir sem þurfa fjármagn og þeir sem hafa það og vilja ávaxta hafa hag af því að viðskipti komist á og nægt framboð sé af fé, þótt aðilar hafi eðlilega ólíkar skoðanir á því hver viðskiptakjörin ættu helst að vera, t.d. vextir af lánum.

Íslensku lífeyrissjóðirnir geta sameiginlega haft veruleg áhrif á þau viðskiptakjör kynslóðanna sem gerð voru að umtalsefni í fyrri köflum. Tímasetning þeirra á kaupum og sölu innlendra eigna og það hve mjög þeir veðja á innlendar eignir almennt frekar en erlendar á hverjum tíma getur skipt verulegu máli. Sem dæmi má nefna að ef þeir myndu auka til muna kaup sín á innlendum hlutabréfum nú þá ætti verð þeirra að hækka verulega. Það myndi aftur leiða til þess að ávöxtun þeirra verður lakari en ella þegar fram í sækir. Fjárfestingin skilar því ekki þeirri hlutfallslegu ávöxtun sem fengist hefði ef minna hefði verið keypt. Hér skipta aðgerðir stærstu lífeyrissjóðanna vitaskuld mestu en rétt er að hafa í huga að íslensku lífeyrissjóðirnir hafa haft nokkuð svipaða fjárfestingarstefnu og að því leyti hagað sér að nokkru leyti sem einn fjárfestir.

---

<sup>73</sup> Hér skiptir mestu að smám saman greiða launagreiðendur upp skuld sína við LSR vegna B deildar sjóðsins, sbr. fyrri umræðu.

Það eru einnig sameiginlegar hagsmunir allra að markaðir séu skilvirkir, þ.á m. að verðmyndun sé eðlileg og dýpt markaða mikil. Stærðar sinnar vegna hefur hins vegar enginn meiri hag af því en LSR.

Stærðin setur nú þegar lífeyrissjóðum nokkrar skorður og þær eiga að öðru óbreyttu eftir að verða enn frekar áberandi á komandi árum, sérstaklega fyrir stærstu sjóðina og þar LSR frammar öðrum. Þannig geta þeir ekki með góðu móti hreyft stóra hluta eignasafna sinna í einu, þeir geta ekki breytt hlutfallslegu vægi innlendra og erlendra eigna mikið nema með talsverðum aðdraganda, m.a. vegna áhrifa á gengi. Lífeyrissjóðirnir eru því nánast þvingaðir til að vera nokkuð rólegir fjárfestar, þ.e. bæta smátt og smátt við eignum í dreift eignasafn og liggja á þeim. Þótt markaðsaðstæður geri þetta allt að því óhjákvæmilegt þá er það út af fyrir sig ekki slæmt niðurstaða fyrir sjóðina, þetta fyrirkomulag fellur vel að eðli og þörfum sjóðanna.

Jafnframt er þó óhjákvæmilegt að sjóðirnir taki afstöðu til einstakra eigna og eignaflokka. Það er ekki hægt að hugsa sér svo hlutlausa eignastýringu að þess þurfi ekki. Þess utan væri það slæmt fyrir markaðinn ef svo stórir fjárfestar mynduðu sér ekki skoðun á ágæti einstakra eigna eða eignaflokka og gengi krónunnar og væru tilbúnir að kaupa eða selja eftir atvikum ef þeir teldu ástæðu til. Það væri bæði slæmt fyrir verðmyndun og dýpt markaðarins. Hér gildir sem fyrr að stærðarinnar vegna skiptir afstaða LSR mestu.

Stærðarinnar vegna er líka ljóst að LSR hefur frammar öðrum burði og ástæðu til að leggja í þann kostnað sem fylgir því að mynda sér sjálfstæða skoðun á verði einstakra eigna eða eignaflokka. Í þessu samhengi má líka benda á að greining lífeyrissjóða á t.d. verðmæti eða ágæti rekstrar tiltekinna fyrirtækja hefur nokkra kosti yfir greiningu fjármálastofnana á sömu þáttum. Innan fjármálastofnananna er meiri hætta á hagsmunaárekstrum vegna þess að fyrirtækin sem verið er að greina geta verið núverandi eða tilvonandi viðskiptavinir fjármálafyrirtækjanna.<sup>74</sup>

Erlendu dæmin sem skoðuð voru varpa talsverðu ljósi á þau viðfangsefni sem forsvarsmenn LSR þurfa nú og munu enn frekar þurfa að

---

<sup>74</sup> Upp hafa komið undanfarin ár margvísleg hneykslismál sem rekja má til slíkra hagsmunaárekstra, m.a. í Bandaríkjunum. Sérstaklega hefur Elliot Spitzer, saksóknari í New York, verið áberandi í að fletta ofan af þeim.

fást við á komandi árum. Sumar af þeim erlendu leiðum sem skoðaðar voru eiga þó nokkuð augljóslega ekki við héraendis. Hér má t.d. nefna þá ákvörðun Norðmanna að fjárfesta eingöngu utan Noregs vegna olíusjóðsins. Það væri óeðlilegt<sup>75</sup> fyrir íslenskan lífeyrissjóð enda þurfa lífeyrisgreiðslur úr honum að standa að verulegu leyti undir kaupum á innlendum vörum og þjónustu þegar þar að kemur. Þess utan þá myndi það valda verulegum vandræðum fyrir innlenda lántakendur ef umtalsverður hluti fjár lífeyrissjóða stæði þeim ekki til boða sem lánsfé í krónum. Annað framboð af lánsfé í krónum hefur verið mjög lítið.

Leið Hollendinga er talsvert líkari þeirri sem LSR hefur valið. Sjóðurinn fjárfestir ekki nema að litlum hluta í hollensku hlutafé en er með nokkuð vel dreift alþjóðlegt eignasafn. Fjárfestingar hollenska sjóðsins í fasteignum standa þó ekki íslenskum lífeyrissjóðum til boða, nema þá óbeint með kaupum á hlutafé í skráðum fasteignafélögum og lánnum til fasteignakaupa.

Áhugavert er að Svíar ákváðu að skipta hlutabréfum fjórða gamla AP sjóðsins á milli fjögurra sjóða, með það að leiðarljósi að hlutdeild hvers og eins á sænskum hlutabréfamarkaði yrði fyrir vikið minni en ella. Stærð sænsku sjóðanna samanlagt er nokkuð sambærileg við stærð LSR og með fyrirsjáanlegum vexti LSR ætti sá sjóður að verða talsvert stærri hlutfallslega en þeir sænsku eru nú. Það hlýtur því að vakna sú spurning hvort skynsamlegt gæti verið að feta í fótspor Svía að einhverju leyti og skipta eignasafni LSR á einhverjum tímapunkti upp, t.d. í tvö söfn, sem væru með sjálfstæða stjórn og fjárfestingarstefnu og tækju sjálfstæðar ákvarðanir um fjárfestingar. Hér er þó ekki gerð tillaga um þetta.

Reynslan frá Kaliforníu er einnig mjög áhugaverð. Framtak CalPERS til bættrar stjórnunar almenningshlutafélaga er um margt til fyrirmyndar. Framtakið hefur flest einkenni almannagæðis (*public good*) en réttlætning þess fyrir CalPERS að leggja í kostnað vegna þess liggur beint við. Stærðarinnar vegna hefur sjóðurinn svo ríka hagsmuni af því að vel takist til við rekstur þeirra fyrirtækja sem hann fjárfestir í að það réttlætir að leggja í verulegan kostnað til að reyna að sjá til þess að vel gangi. Aðrir hluthafar njóta þess síðan sem CalPERS gerir vel án þess að þeir þurfi sjálfir að leggja í kostnað.

---

<sup>75</sup> Það væri einnig ólöglegt vegna þess að lög um lífeyrissjóði setja því takmörk hve stór hluti eigna þeirra má vera erlendur.

Það er freistandi að álykta að svipað framtak íslenskra lífeyrissjóða og þá sérstaklega LSR sem þess stærsta gæti verið réttlætanlegt frá sjónarhóli sjóðsfélaga. Jafnvel þótt ekki verði gengið jafnlangt og CalPERS þá er ljóst að réttlætanlegt er, raunar nánast óhjákvæmilegt, að íslensku lífeyrissjóðirnir leggi talsverða vinnu og fjármuni í að stuðla að almennt hagkvæmu fjármálaumhverfi á Íslandi, t.d. með frumkvæði að opinskárrni umræðu, áhrifum á löggjöf, aðhaldi að markaðsaðilum og þrýstingi á og stuðningi við eftirlitsaðila. Ábyrgð og hagsmunir LSR vega hér þyngst.

## **Heimildaskrá**

- AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensionssystemet.* Rit DS 1999:38, Regeringskansliet, Finansdepartementet, Stokkhólmi (1999).
- Bakshi, G.S. og Z. Chen, *Baby Boom, Population Aging and Capital Markets.* The Journal of Business, bls. 165-202, 2. tbl. 67. árg. (1994).
- Buchholz, R.A. og Sandra B. Rosenthal, *Stakeholder Theory and Public Policy: How Governments Matter.* Journal of Business Ethics, 51. tbl. bls. 145-153 (2004).
- Campbell, J.Y. og Luis M. Viceira *Strategic Asset Allocation – Portfolio Choice for Long-Term Investors.* Clarendon Lectures in Economics. Oxford University Press (2002).
- Eggert Þór Aðalsteinsson, *Safnað til mögru áranna,* Fréttablaðið 7. desember (2005).
- Fjárfestingarstefna LSR og LH. Samþykkt 26.11.2003. Birt á vef LSR (2003).
- Freeman, R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach.* Pitman, Boston (1984).
- Fréttir greiningardeildar Íslandsbanka þann 29. nóvember (2005).
- Geanakoplos, J., M. Magill og M. Quinzii, *Demography and the Long-Run Predictability of the Stock Market.* Brookings Papers on Economic Activity, bls. 241-325, 1. tbl. (2004).
- Garratt, B., *Thin on Top – Why Corporate Governance Matters and How to Measure and Improve Board Performance.* Nicholas Brealey (2003).
- Guðmundur Guðmundsson og Kristína Baldursdóttir, *Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir.* Peningamál, bls. 87-102, 4. tbl. desember (2005).
- Gylfi Magnússon, *Að veita eða þiggja - verkaskipting kynslóða.* Erindi flutt á ráðstefnu um sjálfsákvörðunarrétt aldraðra á vegum Siðfræðistofnunar Háskóla Íslands (handrit), 26. nóvember (1999).
- Gylfi Magnússon, *Eignastýring,* viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands (2002).

- Gylfi Magnússon, *Siðferðileg álitamál í fjármálum*, Vísbending, 51. tbl., bls. 15-20 (2000).
- Haigh, M. og James Hazelton, *Financial Markets: A Tool for Social Responsibility?* Journal of Business Ethics, 52. tbl., bls. 59-71 (2004).
- Herbertsson, T.P. og Gylfi Zoëga, *Trade surpluses and life-cycle saving behaviour*. Economic Letters, 65. tbl. bls. 227-237 (1999).
- Isachsen, Arne J. (ritstj.), *Hva gjør oljepengene med oss?* Cappelen akademisk (2002).
- John R. Boatright, *Ethics in Finance*, Blackwell (1999)
- Lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (1997).
- MacAvoy, P.W., *A New Approach for Determining the Effect of Strong Governance on Corporate Performance* í bókinni *The Recurrent Crisis in Corporate Governance*, MacAvoy, P.W. og Ira M. Millstein (ritstj.). Palgrave-Macmillan (2003).
- Már Guðmundsson, *Íslenska lífeyriskerfið: Uppbygging og lærdómar*, Peningamál, 1. tbl. bls. 97-102 (2004).
- Mehra, R. og E.C. Prescott, *The Equity Premium: A Puzzle*, Journal of Monetary Economics, bls. 145-161 15. tbl. (1985).
- Mehra, R. og E.C. Prescott, *The Equity Premium in Retrospect* í bókinni *Handbook of the Economics of Finance* í ritstjórn Constantinides, G.M., M. Harris og R. Stulz. Elsevier (2003).
- Pound, J. *Beyond Takeovers* eftir í bókinni *Harvard Business Review on Corporate Governance*, Cambridge (1992).
- Shefrin, Hersh, *Beyond Greed and Fear – Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Harvard Business School Press (2000).
- Siegel, J.J. *The Future for Investors – Why the Tried and the True Triumph Over the Bold and the New*. Crown Business, New York (2005).
- Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press (2000).
- Teoh, S. W., Iwo Welch og C. Paul Wazzan, *The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South-African Boycott*. Journal of Business, 72. árg. 1. tbl. bls. 25-89 (1999).

Þorvarður Tjörvi Ólafsson, *Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum*, Peningamál, 4. hefti bls. 55-84 (2005).

**Vefsíður:**

ABP: <http://www.abp.nl>

AP sjóðir: <http://www.ap1.se> til <http://www.ap4.se>

Bureau of Economic Analysis: <http://www.bea.gov>

CalPERS: <http://www.calpers.ca.gov>

Fjármálefirlitið: <http://www.fme.is>

Hagstofa Íslands: <http://www.hagstofa.is>

Kauphöll Íslands: <http://www.icex.is>

Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins: <http://www.lsr.is>

NYSE: <http://www.nyse.com>

Seðlabanki Íslands: <http://www.sedlabanki.is>

Watson Wyatt: <http://www.watsonwyatt.com>