



Áhættudreifing eða einangrun?

Ásgeir Jónsson

Hagfræðideild Háskóla Íslands



HÁSKÓLI ÍSLANDS
HAGFRÆÐIDEILD



Sjóðasöfnun í þjóðhagslegu samhengi





Barnabólan

- Fæðingum fækkaði vegna kreppu og stríðs en tóku verulegan kipp eftir 1946.
- Hin fjölmenna eftirstríðskynslóð er kölluð „baby boomers“ eða „barnabólan“ og nær yfir það fólk sem fæddist á árabílinu 1946-1964.
 - Elstu meðlimir bólukynslóðarinnar nú 68 ára en þeir yngstu 50 ára.
- Bólubörnin eignuðust sjálf færri börn en foreldrar þeirra. Þannig varð varanleg lækkun á fæðingartíðni eftir 1960 og smærri árgangar hafa komið í kjölfarið.
- Eftirlaun eftirstríðskynslóðarinnar vofa nú yfir – sem er mikil efnahagsvá fyrir mörg vestræn lönd.
- Íslenska þjóðin er ung í samanburði við aðrar vestrænar þjóðir, enda er helmingur landsmanna yngri en 34 ára. Fæðingartíðnin er einnig hærri en annars staðar í Vestur-Evrópu.
- En Elli kerling mun einnig fella Íslendinga.





Fæðingartíðnin er há í erlendum samanburði

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



Heimild: Hagstofa Íslands.

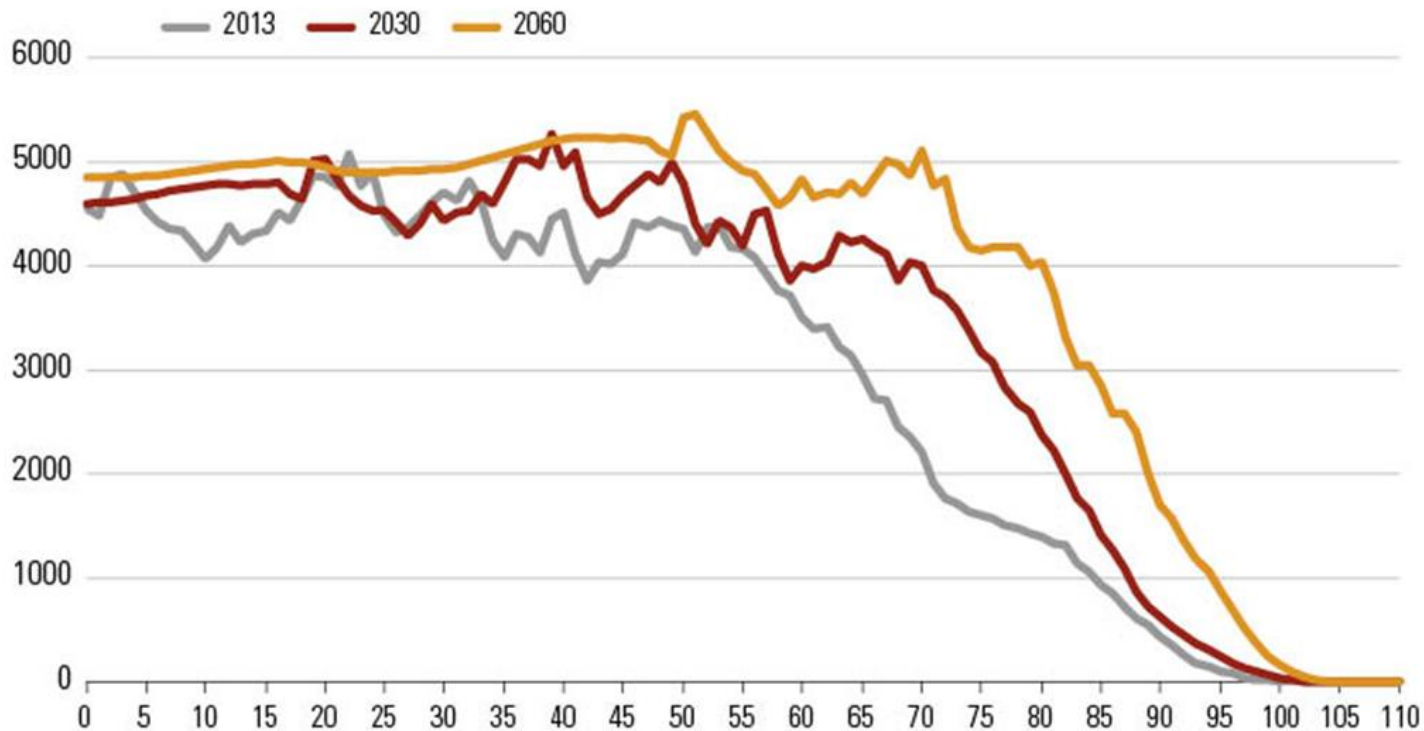


HÁSKÓLI ÍSLANDS
HAGFRÆÐIDEILD



Eldri borgurum mun fjölga mjög hratt á næstu árum

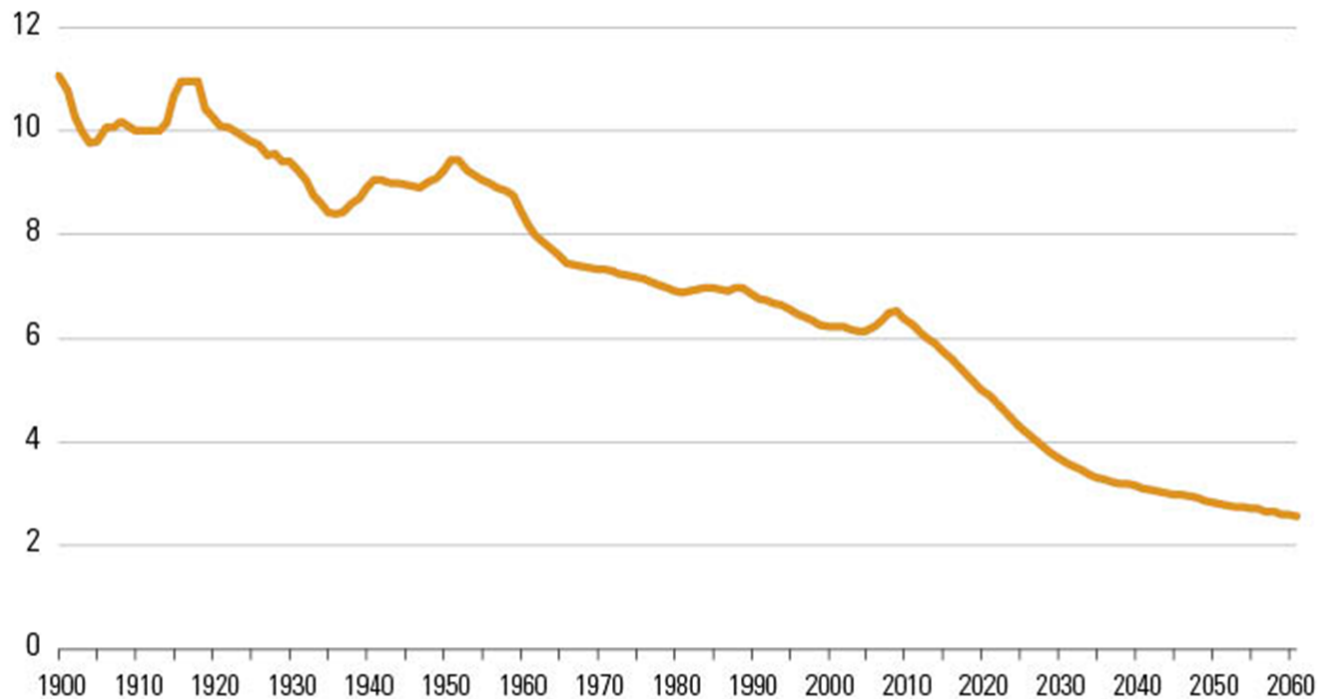
Mynd 1.3 Fjöldi Íslendinga eftir aldri árið 2013, og síðan árið 2030 og 2060 samkvæmt mannfjöldaspá (miðspá) Hagstofunnar.





Mjög hraðar breytingar á aldursbyrði í vændum.

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



Heimild: Hagstofan.





Sjóðasöfnun eða gegnumstreymi?

- **Fjármögnuð lífeyriskerfi eða sjóðasöfnun.** Hluti launa er fjárfest í eignasafni er skilar fjármagnstekjum sem duga, ásamt höfuðstólnum, til elliframfærslu.
- **Ófjármögnuð lífeyriskerfi eða gegnumstreymiskerfi.** Hluti launa er millifærður til núverandi lífeyrisþega í gegnum ríkissjóð gegn réttindaloforði. Framtíðar launasköttum er ætlað að standa straum af elliframfærslu.
- Vandinn við gegnumstreymiskerfi er sá að sveiflur í fæðingartíðni valda millifærslum á milli kynslóða – háir skattar leggjast á smáar kynslóðir á vinnumarkaði til þess að fjármagna eftirlaun stórra kynslóða.
 - Það er veruleikinn í dag á vesturlöndum.
- Eru sjóðasöfnun kynslóðahlutlaus?

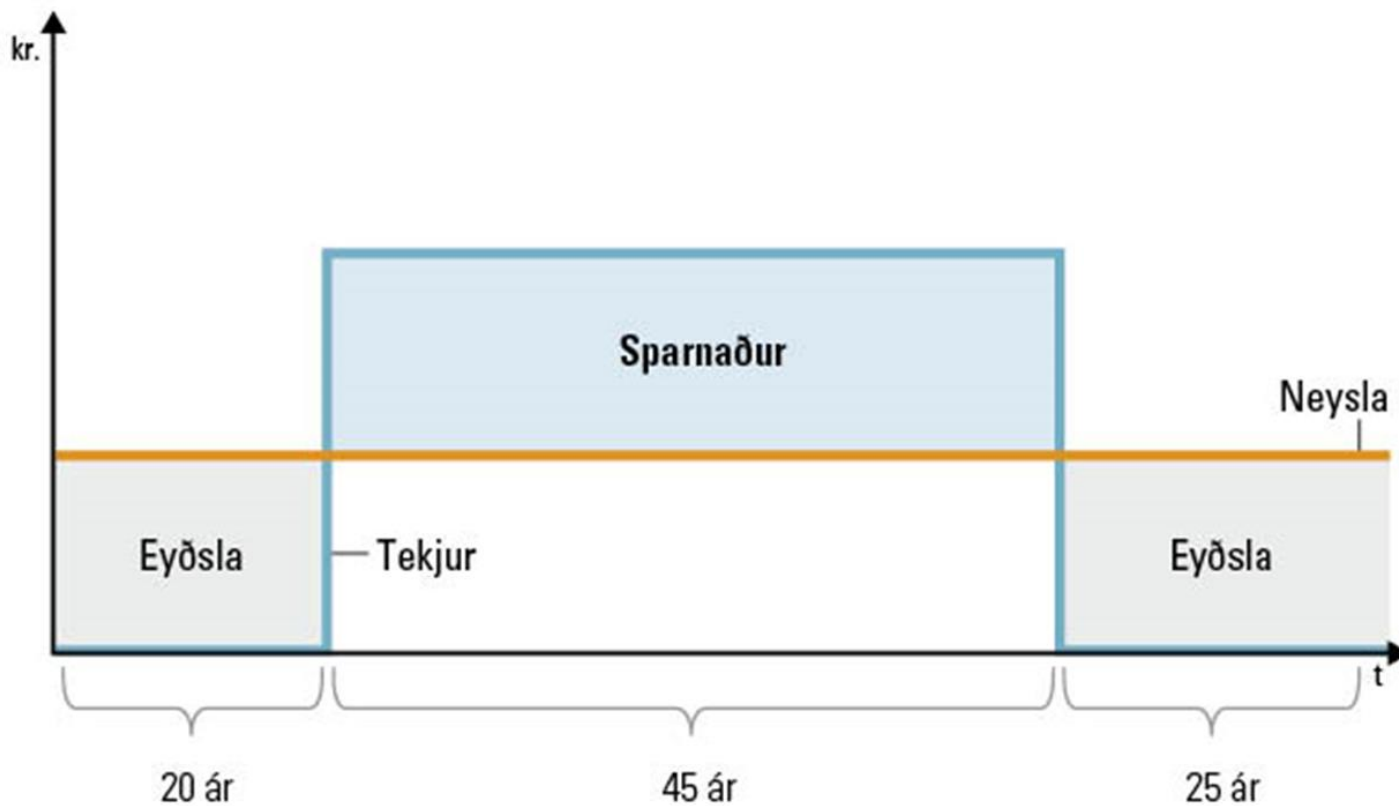




Eyðsla og sparnaður yfir æviskeiðið

Skammtíma vaxtamunur við útlönd 2002-2014

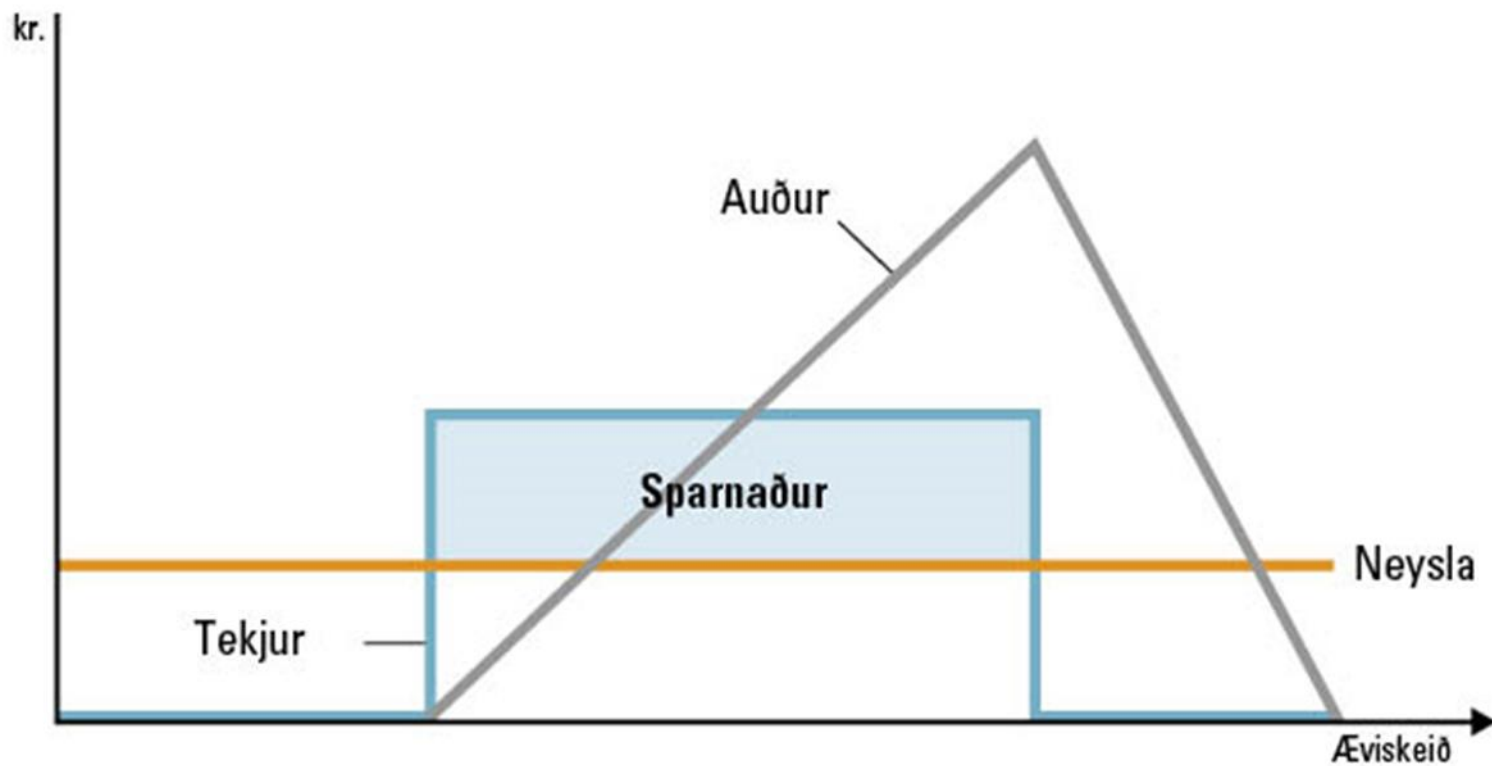
Mynd 2.1 Eyðsla og sparnaður yfir meðalævi





Þróun eignastöðu

Mynd 2.2 Tekjur, neysla og eignastaða meðalmanneskju





Kynslóðamisvægi á fjármagnsmarkaði

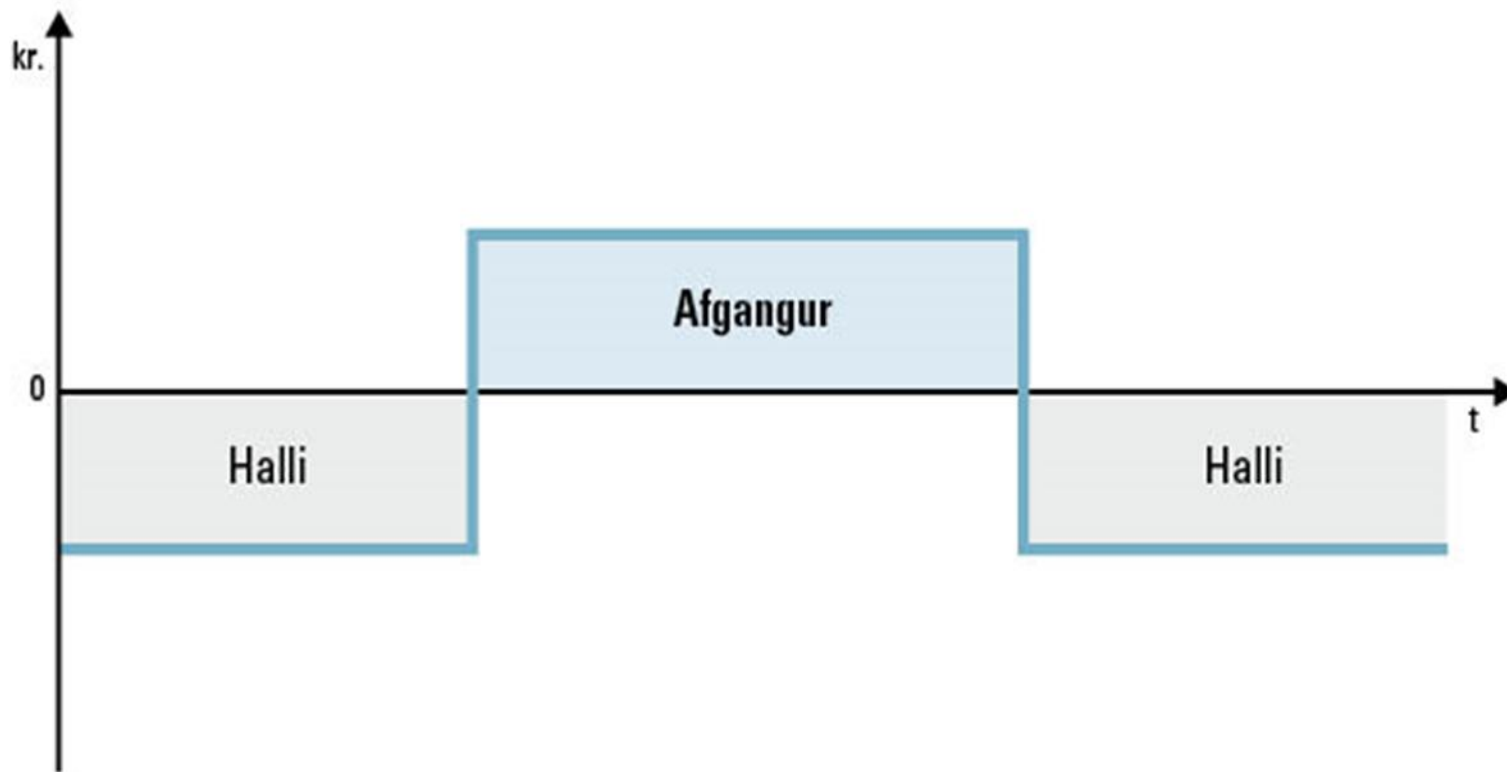
- Stórar kynslóðir á vinnumarkaði skapa ofgnótt sparnaðar er lækkar langtímavexti og hvetur áfram fjárfestingu og hækkun eignaverðs.
- Síðan slær í bakseglin þegar sparnaðurinn er dreginn til baka til þess að greiða lífeyri – vextir hækka, fjárfesting minnkar og fjármagnsstofn gengur niður.
- Þrengt að næstu kynslóðum með lægri kaupmætti og hærri raunvöxtum.
- Innibyrging lífeyrissparnaðar ívilnar óhagkvæmum fjárfestingum og letur hagvöxt til lengri tíma.
- ***Erlendar fjárfestingar og alþjóðleg eignadreifing eru lykilskilyrðin fyrir því að sjóðasöfnunarkerfi geti skilað hlutverki sínu með fullnægjandi hætti og tryggt að eftirlaunataka stórra kynslóða valdi ekki neikvæðum efnahagslegum áhrifum.***





Framlag til viðskiptajafnaðar yfir ævina

Mynd 2.5 Hreyfing viðskiptajafnaðar yfir lífshlaup meðalmanneskju





Lífeyrissparnaður sem gjaldeyrisskuldbinding

- Lífeyrissparnaður frestar neyslu, minnkar innflutning og skapar sjálfkrafa viðskiptaafgang sem snýst í halla þegar fólk fer á eftirlaun.
- Ófjárfestur viðskiptaafgangur vegna lífeyrissparnaðar mun hækka gengi krónunnar og hvetja áfram einkaneyslu þar til afgangurinn er horfinn.
- Þegar grunnjöfnuðurinn snýst í kjölfar öldrunar er þörf fyrir skarpa gengisleiðréttingu til þess að fjármagna innflutta neyslu lífeyrisþega.
- Sjóðasöfnun innifelur gjaldeyrisskuldbindingu til framtíðar – ef henni er ekki mætt með uppsöfnun gjaldeyriseigna skapast ójafnvægi.
- **Lífeyrissparnaður í erlendri mynt er forsenda stöðugleika á smærri myntsvæðum þar sem hlutdeild innflutnings er mikil af neyslu.**
- **Lífeyrissparnaður á að hafa sömu myntsamsetningu og einkaneysla, er fyrir Ísland er um 40-50%. Það er lágmarkshlutfall erlendra eigna í safni íslenskra lífeyrissjóða.**





Um greiðslujöfnuðinn





Afstemmingardálgur efnahagslífsins

- Greiðslujöfnuður er afstemmingardálgur fyrir fjármálakerfið. Staða hans hefur áhrif á lausafjárstöðu hagkerfisins – flæðið kemur fram á gjaldeyrismarkaði og/eða bankakerfi.
- Aðgangur að erlendum sparnaði opnar möguleika fyrir þjóðir að aðskilja ákvarðanir um neyslu, fjárfestingu og opinber útgjöld.
- Sú atburðarrás er algeng að erlendar lántökur hefjist upphaflega vegna fjárfestingar í útflutningsgreinum er leiðir til „sjálfbærs viðskiptahalla“.
- Þegar fjármagnið fer að streyma inn verða ruðningsáhrif á innlendan sparnað með lækkun vaxta og aukningu innlendrar eftirspurnar.
- ***Fjármagnshöft stjórnmalavæða greiðslujöfnuð þar sem fjármagnsfærslur lúta pólitískt ákvörðuðu undanþágufarli eða eru á vegum ríkisins.***





Greiðslujöfnuður sem öxull

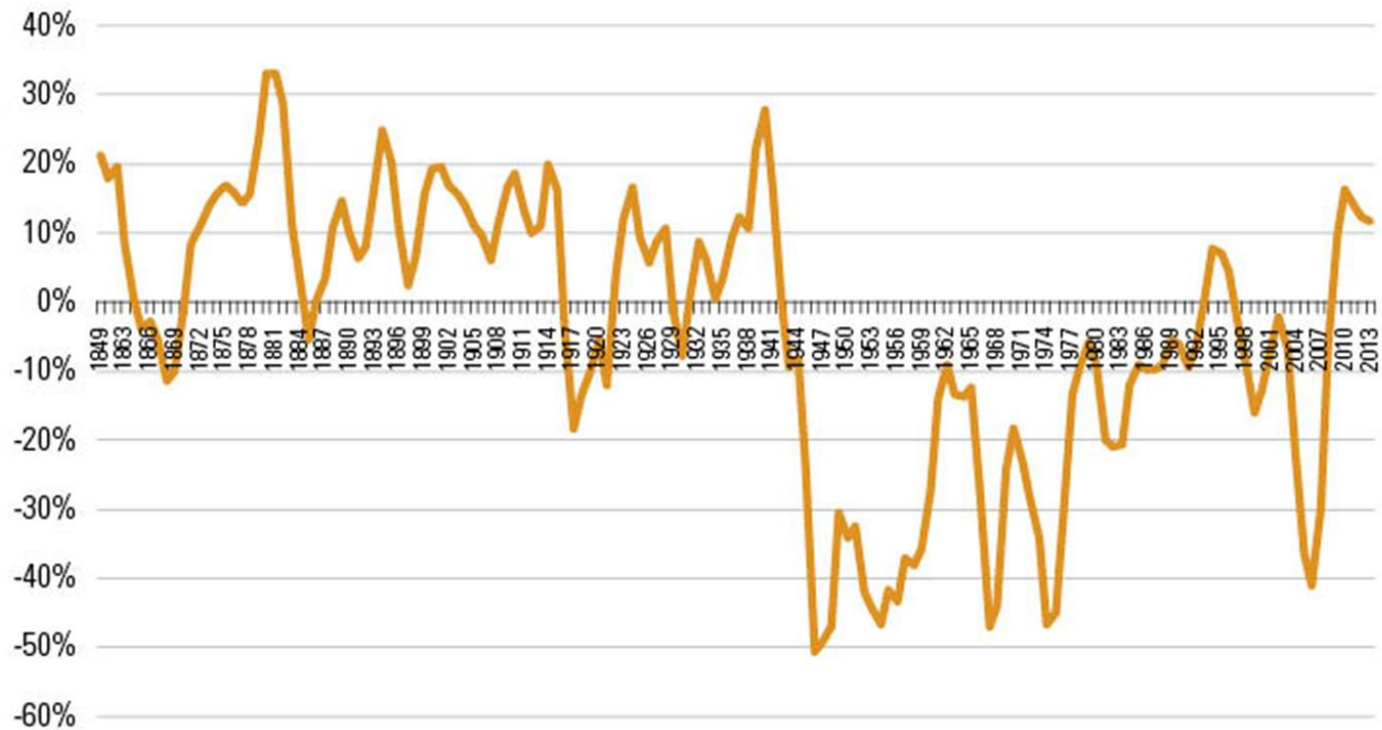
- Íslendingar voru óviðbúnir því að reka eigin myntsvæði við fullveldi. Strax árið 1920 var landið komið í alvarlega gjaldeyris- og bankakreppu.
- Kreppan mikla hófst með bankahruni í ársbyrjun 1930 þegar Íslandsbanki hinn elsti varð fyrir áhlaupi og var neitað um ríkisábyrgð.
- Skjótlega upp úr því hófst fjármagnsflótti af landinu er lyktaði með setningu fjármagnshafta árið 1931 sem áttu eftir að vara í 62 ár.
- **Allt frá því að Ísland varð að sjálfstæðu myntsvæði eftir fullveldi árið 1918 hefur landið glímt við ójafnvægi í greiðslujöfnuði og á gjaldeyrismarkaði.**
- **Hagþróun landsins á eftirstríðsárunum einkenndist af miklum fjármagnsinnflutningi til þess að örva fjárfestingu...**
- **...sem kom fram í áratuga viðskiptahalla, frá 1943 allt fram á árið 2009.**





Viðskiptahalli kom í kjölfar haftasetningar 1930

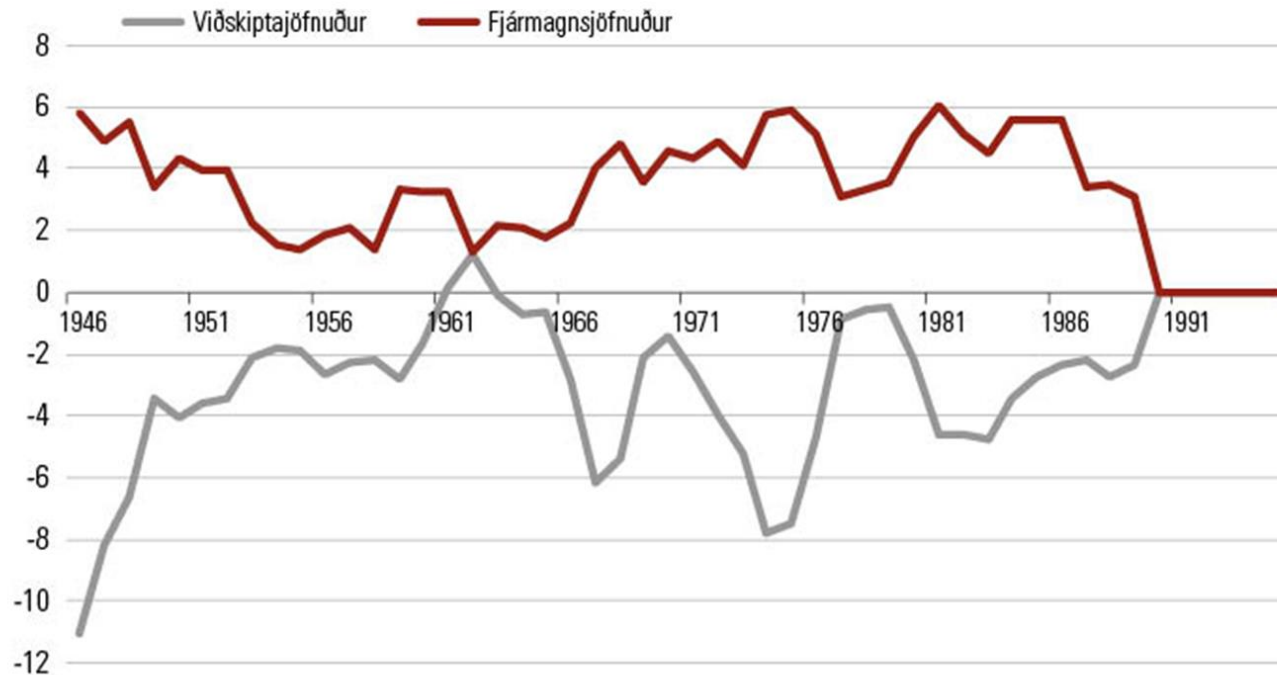
Mynd 6.2 Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi frá 1849 til 2013 (þriggja ára hlaupandi meðaltal)





Viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður eru ávallt spegilmyndir hvors annars

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



Heimild: Hagstofa Íslands.





Viðstöðulaus þensla frá stríði til hruns?

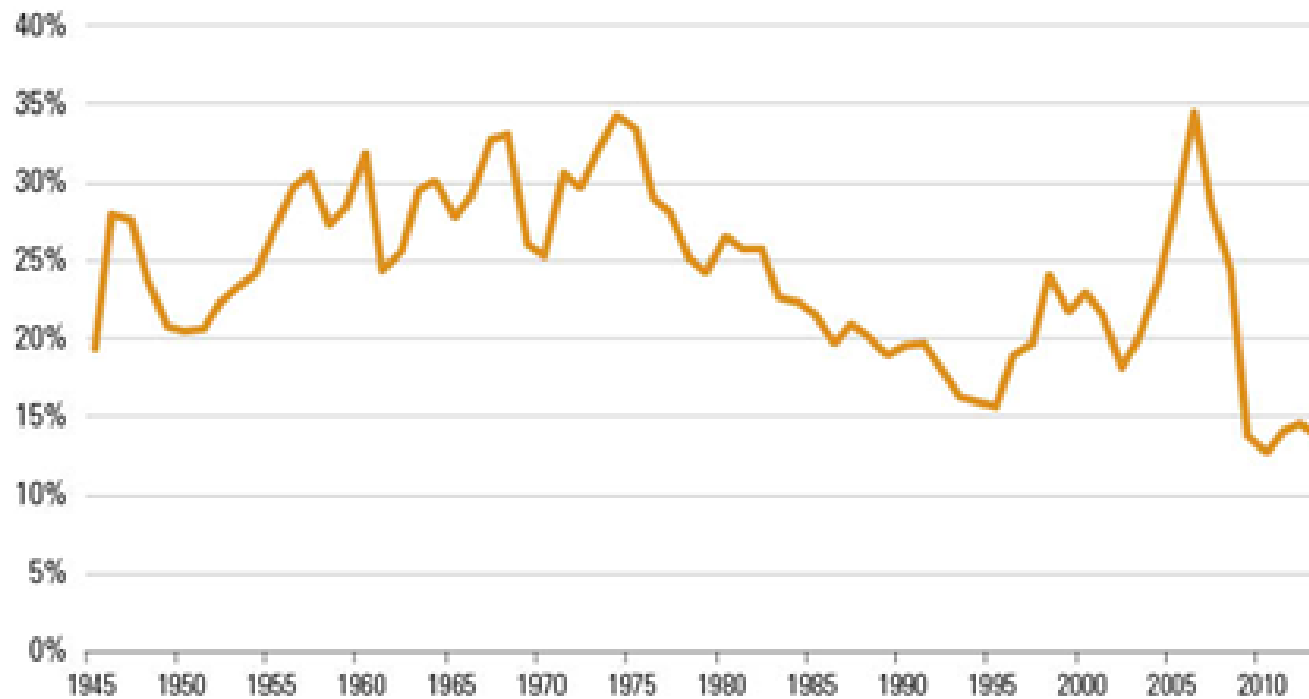
- Íslenska hagkerfið var í nær viðstöðulausu þensluástandi áratugum saman sem var reglulega rofið með neyðaraðgerðum af ýmsum toga.
- Brennidepill hinna tíðu „efnahagsaðgerða“ – hvort sem um var að ræða haftasetningu eða gengislækkun – var sá að rétta af halla á greiðslujöfnuði.
- Sú ástæða var oft tínd til að nauðsyn bæri til þess að bregðast við aflabresti eða erfiðleikum í sjávarútvegi.
- En hin raunverulega orsök var langvinn örvunarstefna í efnahagsmálum með áherslu á fjárfestingu er þöndu hagkerfið og sköpuðu viðskiptahalla.
- Með erlendum lántökum var hægt að fjárfesta í stórum stíl án þess að innlendir sparnaður væri til staðar og landsmenn létu sér lynda lægri einkaneyslu. ...
- ...En afleiðingin kom fram með mikilli erlendri skuldasöfnun.
-





Mikil fjárfesting, en vafi leikur á arðsemi

Mynd 6.4 Fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu 1945–2013



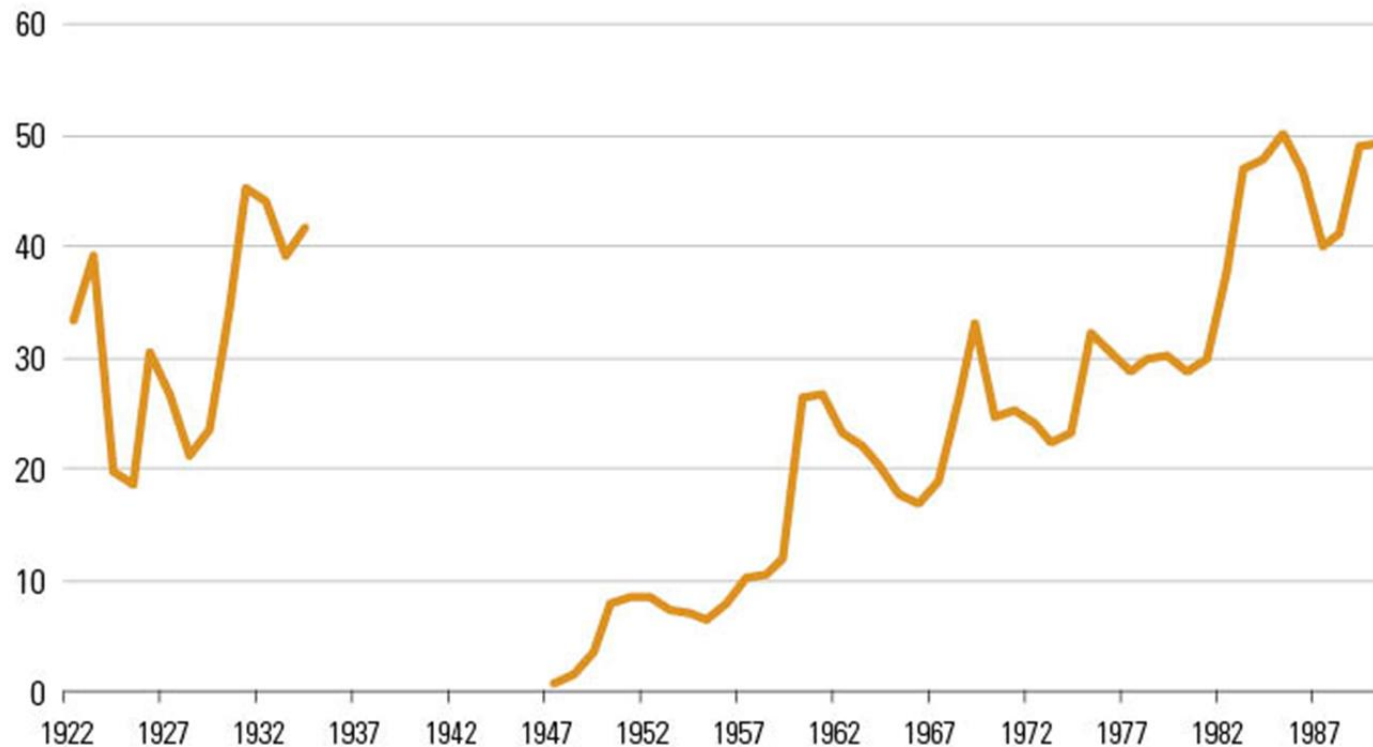
Heimild: Hagstofa Íslands.





Stanslaus skuldasöfnun frá stríðslokum

Mynd 6.6 Erlendar skuldir landsins sem hlutfall af landsframléiðslu 1922 til 1990



HÁSKO

HAGFRÆÐIDEILD

Heimild: Hagstofa Íslands.



Truflun fjármagnsjafnaðarins

- Viðskiptahalli gerir kröfu um stöðugt innflæði fjármagns til þess að halda greiðslujafnvægi.
- Viðskiptajöfnuður er þjóðhagsstærð sem er í þung í svifum en fjármagnsjöfnuður er aftur á móti kvikur og hverfull.
- Fjármagnsflótti pínir fram þjóðhagslega aðlögun til þess að minnka innflutning og skapa viðskiptaafgang.
- Með haftasetningu er hægt að koma í veg fyrir að fjármagnshreyfingar séu sífellt að trufla raunhagkerfið.
- ***Kostnaðurinn gríðarlegur til lengri tíma þar sem höft loka á þekkingarflakk frá alþjóðlegum fjárfestingum og kæfa framleiðni.***
- ***Það er mikið mein að landið fari á mis við erlenda fjárfestingu en enn verra er þó að íslensk fyrirtæki lokast inni á sínum litla heimamarkaði.***





Spurningar og svör





Spurningin um þægindin

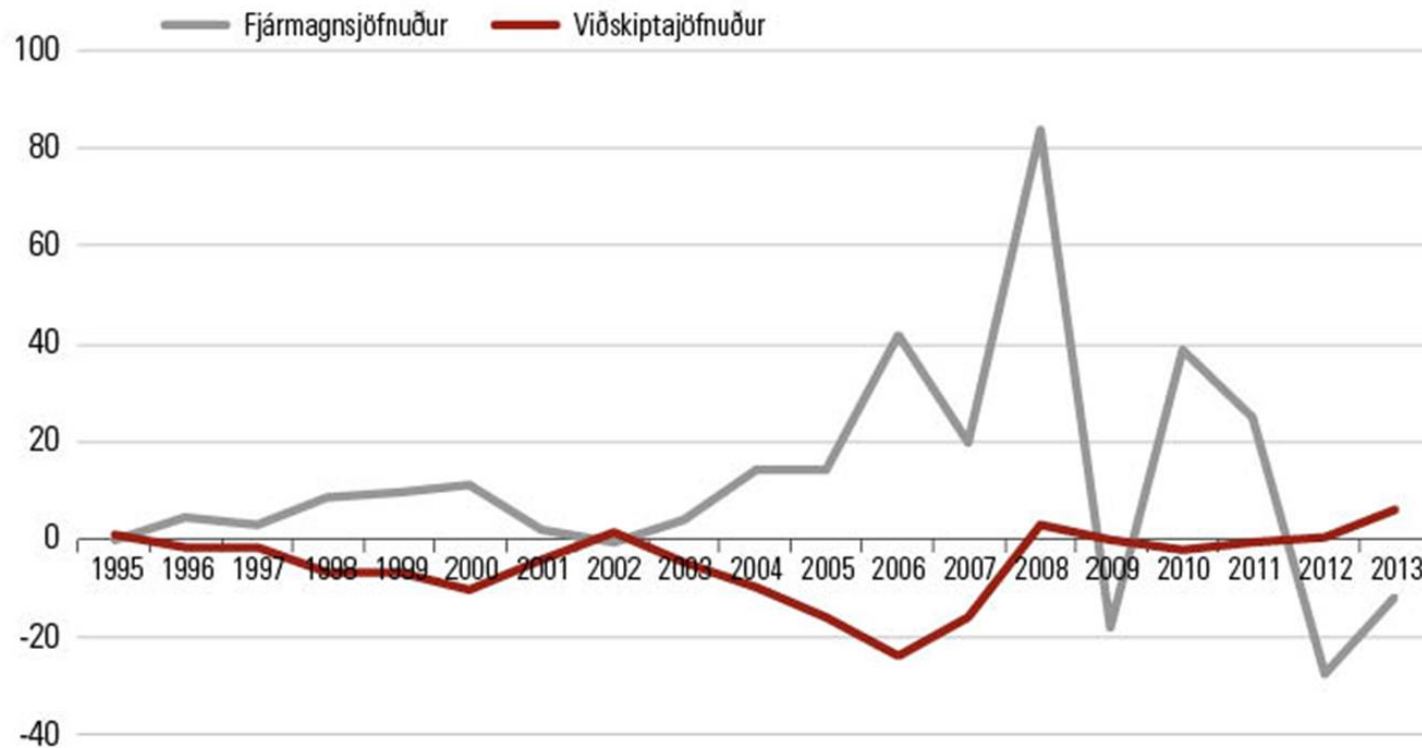
- Ef litið er á gengislækkun sem kreppumeðal, geta stjórnvöld ekki stjórnað skammtastærðinni á frjálsum alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum.
- Án hafta hefði þurft háa vexti og aðhald í ríkisfjármálum til þess að styðja við gengið á sama tíma og mjög snarpur samdráttur gekk yfir hagkerfið.
 - Líkt og Norðurlöndin 1991-1992, Mexíkó 1994 og Asíutígrarnir 1997-1998
- Ef Íslandi er alvara að ætla að tengjast aftur alþjóðahagkerfinu verða þessi þægindin að víkja tímabundið.
- Krónan verður ekki fest með trúverðugum hætti nema með því að ganga í myntbandalag eða taka upp myntráð – eða binda hana niður með höftum.
- ***Með lítinn frjálсан gjaldmiðil er erfitt að lofa stöðugum kaupmætti, lágrí verðbólgu og fyrirsjáanlegri greiðslubyrði húsnæðislána.***
- ***Kominn tími til þess að Íslendingar horfist í augu við raunveruleikann!***





Ísland snögghemlaði 2008

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



HÍ

Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.



Spurningin um færsluvandann

- Núverandi vandi í greiðslujöfnuði stafar af því sem Keynes lávarður kallaði „færsluvandamálið“ (transfer problem) – það er erfitt að flytja mikil verðmæti frá einu myntsvæði til annars á skömmum tíma.
- Mikið fjármagnsútflæði þvingar fram raungengislækkun niður fyrir þjóðhagsleg viðmið sem rýrir líf skjör fólks og skaðar hagkerfið.
- Erlendi hluti vandans – snjóhengjan og þrotabúin – liggur vel við lausnum þar sem aflandskrónur eru afmarkaðar og hægt að ná um með samningum.
- Mikið misvægi er til staðar í innlendum eignasöfnum og viðmið um áhættudreifingu hljóta að hvetja til erlendra fjárfestinga.
- En sömu viðmið ættu að vera hvati fyrir erlenda aðila að fjárfesta hér þar sem arðsemi íslenskra eigna er með litla fylgni við markaði ytra.
- ***Landsmenn verða að sækja erlenda fjárfestingu á næstu árum til þess að gera áhættudreifingu mögulega hjá íslenskum fjárfestum.***





Spurningin um raungengið

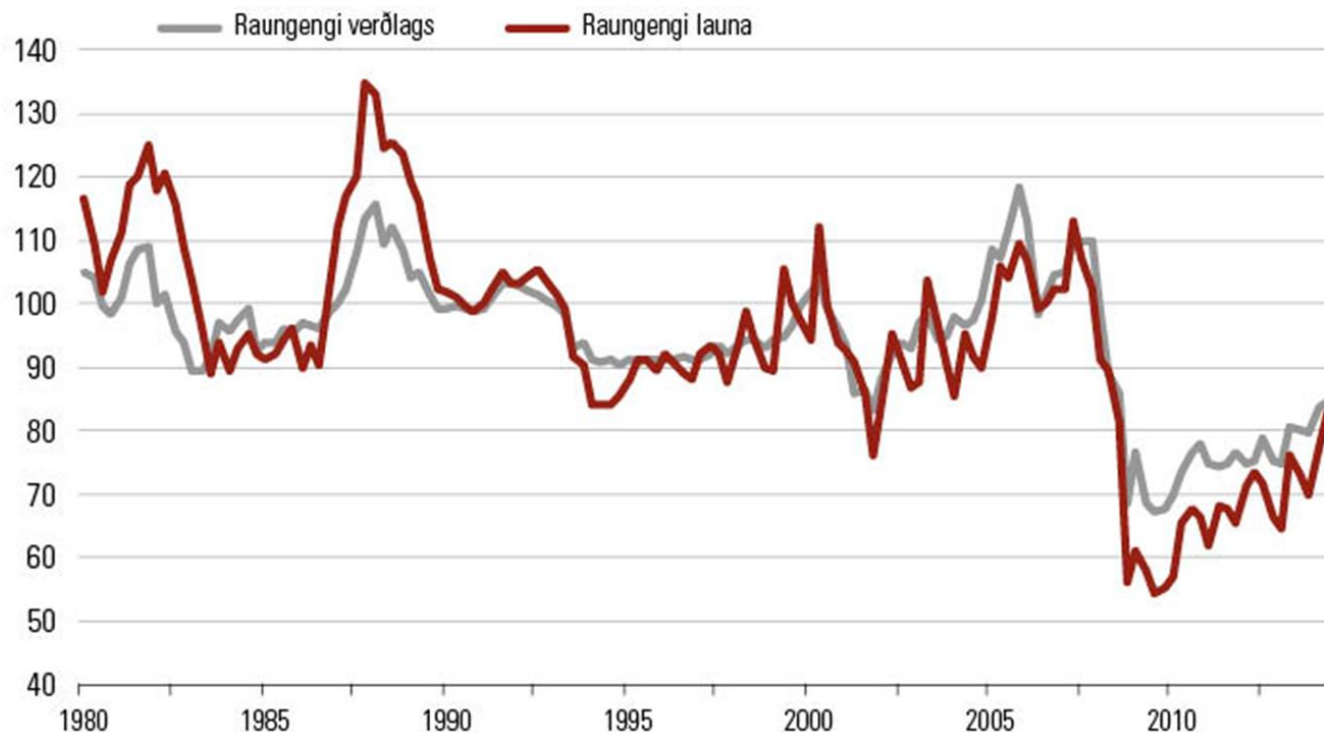
- Viðtekin skoðun héraendis að hátt raungengi skapi góð lífskjör.
- Þessi kaupmáttarkvarði er þó ávallt leiðréttur miðað við framleiðni.
- Þjóðir geta hæglega haft tiltölulega lágt raungengi og mikinn kaupmátt miðað við vinnustund ef framleiðnin er mikil.
- Sú íslenska hefð að þenja upp raungengið til þess að efla lífskjör er tilraun til að bæta upp fyrir lélega framleiðni með því að gera innfluttar vörur ódýrari fyrir íslensk heimili og reka viðskiptahalla.
- Slík stefna er skammgóður vermir og getur aðeins haldist uppi með erlendum lántökum og hefur slæm langtímaáhrif.
- **Lágt raungengi, viðskiptaafgangur og útflutningur lífeyrissparnaðar er forsenda fyrir útflutningsdrifnum hagvexti, efnahagslegum stöðugleika og myndun þjóðhagsleg sparnaðar.**





Samkeppnishæfnin óðum að hverfa?

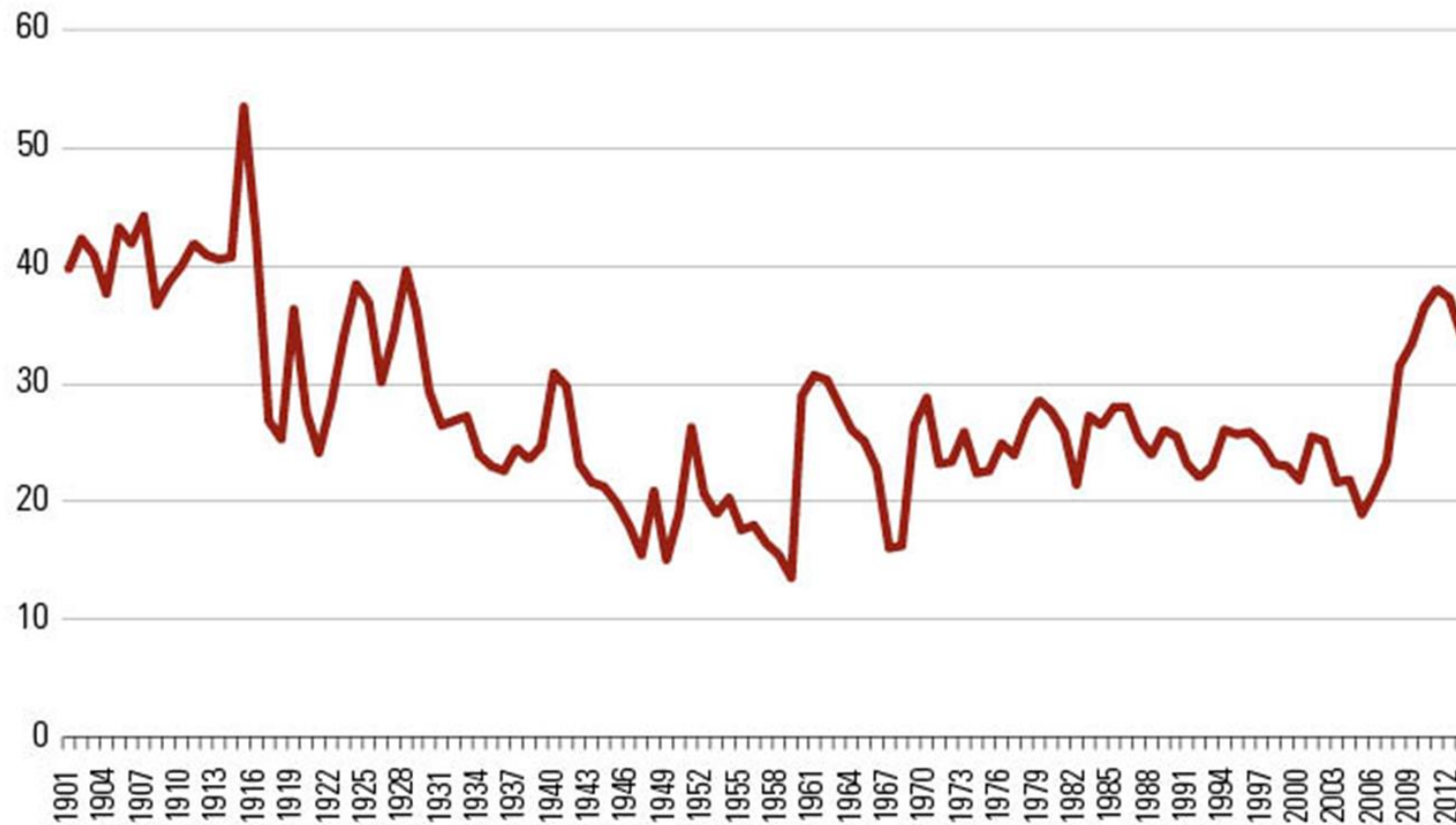
Mynd 6.8 Raungengi á mælikvarða verðlags og launa eftir ársfjórðungum frá 1981 fram á þriðja fjórðung ársins 2014





Veruleg ruðningsáhrif af háu raungengi

Mynd 6.5 Hlutfall útflutnings af landsframleiðslu 1901 til 2013





Spurningin um láns hæfið

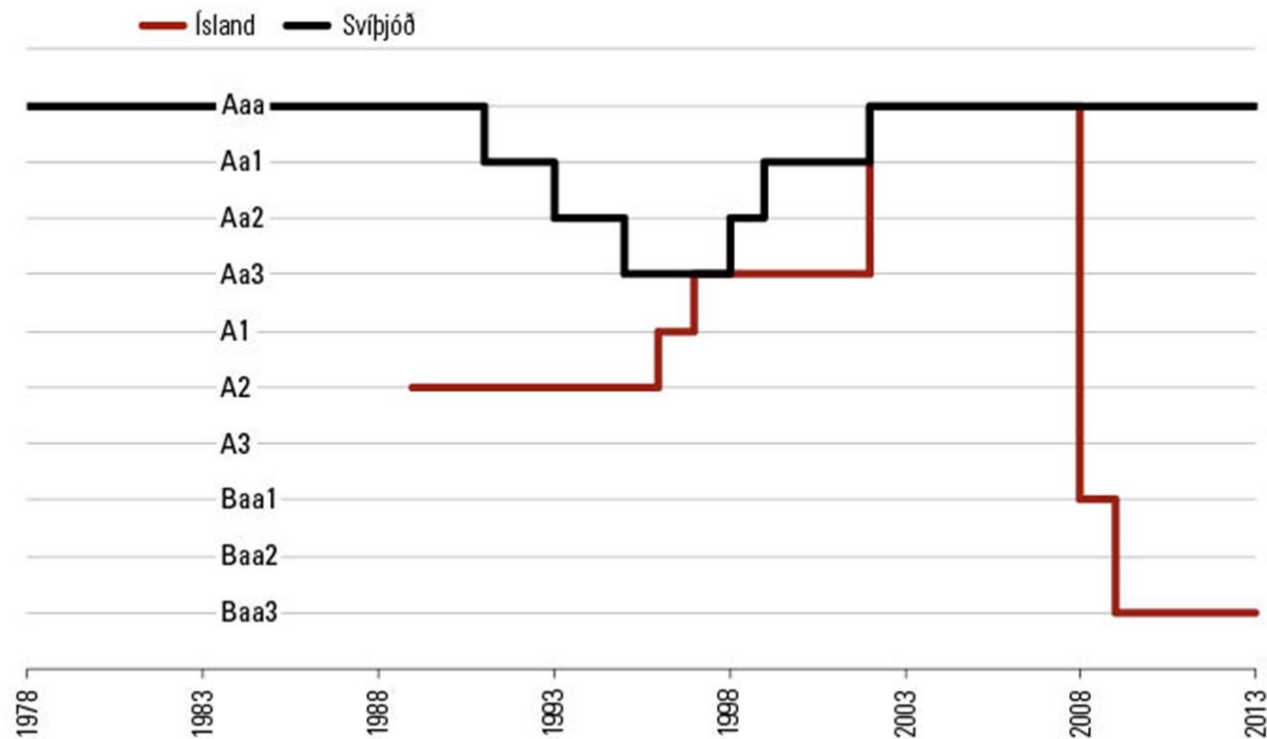
- Samkvæmt Moody's er ein helsta ástæða fyrir Aaa hinna Norðurlandanna „mjög hár stofnanastyrkleiki“ ...
- ...sem meðal annars felst í því að þessar þjóðir höfðu sýnt „breiða samstöðu“ við töku erfiðra ákvarðana í norrænu bankakrísunni.
- Ísland missti Aaa láns hæfið stuttu eftir hrun og hrapaði niður 9 láns hæfisflokka í Baa3, sem er einum flokki fyrir ofan „rusl“.
- Það ætti að vera forgangsmál að hækka láns hæfið, lækka vaxtakostnað og búa í haginn fyrir endurkomu á erlenda fjármalamarkaði.
- Það fer þó lítið fyrir því markmiði í þjóðmálaumræðunni...
- ...og hvar er hin breiða samstaða?
- ***Höftin voru afnumin 1993 að kröfu ESB en ekki vegna innlendrar frelsisþrá. Verða núverandi höft ef til vill ekki afnumin nema vegna utanaðkomandi þrýstings?***





Ísland snögghemlaði 2008

Mynd 7.2 Lánshæfi Íslands og Svíþjóðar hjá Moody's 1989–2009



Heimild: Moody's Investors Service





Spurningin um framtíðarsýn

- Framleiðni vinnuafls hefur lengi verið lægri hér en í nágrannalöndum og hefur staðið í stað frá setningu hafta.
- Afnáms hafta snýst um framtíðarsýn – hvort Ísland ætli að njóta ábata alþjóðavæðingar og framleiðniþróun fylgi því sem gerist ytra.
- Það er ómögulegt að skapa sambærileg lífsskjör á borð við það sem þekkist erlendis ef efnahagslífið er lokað með höftum.
- Ytri aðstæður nú eru að mörgu leyti heppilegar til afnáms hafta og hagkerfið hefur tekið aftur við sér – það er ekki eftir neinu að bíða.
- ***Kjósi landsmenn að bíða er mikilvægt að biðin verði ekki til þess að lífeyriskerfið koðni niður að baki hafta og uppsöfnun sparnaðarins verði ekki fóður fyrir þenslu og eignabólu.***





Niðurstöður og tillögur





Niðurstöður

- Sjóðasöfnunarkerfi og íslensk aldurskipting (demografia) kallar á lágt raungengi og viðskiptaafgang.
- Erlendar fjárfestingar eru nauðsynlegar til þess að fyrirbyggja:
 - Kynslóðamillifærslur í vegna demografískra áhrifa á fjármagnsmarkað.
 - Efnhagslegar truflanir vegna breytinga í fæðingartíðni og eftirlaunatöku.
 - Minni skilvirkni fjárfestinga vegna demografískra áhrifa á vaxtastig
 - Umbreytingu yfir í gegnumstreymiskerfi.
- Innbyrging lífeyrissparnaðar með fjármagnshöftum getur haft sömu pensluáhrif á innlenda eignamarkaði og mikið erlent fjármagnsinnflæði.
- Greiðslujöfnuðurinn hefur ávallt verið Akkilesarhæll íslenska myntsvæðisins.





Tillaga 2

- Unnið verði að því að auka hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna eftir því sem svigrúm gefst til á greiðslujöfnuði á næstu árum með það að markmiði að sem stærstur hluti af hreinu innflæði til sjóðanna verði fjárfestur erlendis.
- Þannig verði komið í veg fyrir að fyrirsjáanleg uppsöfnun lífeyrissparnaðar valdi ruðningsáhrifum á annan sparnað í landinu og skapi hættu á eignabólu.
- ***Hér er lagt til að þeim viðskiptaafgangi sem er umfram 5% af landsframleiðslu verði ráðstafað til þess að hækka hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna.***





Tillaga 3

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





Að lokum

- Ofangreindar þrjár tillögur snúa að tilhögun lífeyrissparnaðar hérlandis.
- Þeim er fyrst og fremst ætlað að tryggja öryggi framtíðarlífeyrisþega, sjálfbæran hagvöxt og stöðugleika, óháð því hvort, hvenær og undir hvaða forsendum höft verða afnumin hérlandis.
- Ef aftur á móti er litið er til íslenskra efnahagsmála almennt vilja höfundar áréttta skaðsemi fjármagnshafta fyrir atvinnulíf og líf skjör almennings til framtíðar.
- ***Það er því eindregin tillaga höfunda að afnám hafta verði hafið þegar í stað.***

