

## **Erlendar eignir lífeyrissjóða: Glatað fé eða gulls í gildi?**

Fundarstjóri, góðir fundargestir

Erlendar eignir lífeyrissjóða eru mikilvægar í mínum huga og áhugaverðar, hvort sem á þær er litið frá sjónarmiði sjóðfélagans eða frá þjóðhagslegu sjónarmiði. Mig langar til að líta á viðfangsefnið frá þremur áttum. Fyrst, hvert er hlutverk erlendra eigna lífeyrissjóða, ekki aðeins hér á Íslandi heldur almennt í löndum þar sem lífeyrissjóðir eru starfandi. Síðan mun ég fjalla um alþjóðlegan fjármálamarkað, einkum hlutabréfinn þar sem mest af núverandi erlendum eignum lífeyrissjóða er ávaxtað. Að lokum eru gjaldeyrismálin, þ.e. áhrif erlendra eigna lífeyrissjóða á innlendan gjaldeyrismarkað og áhrif gengis krónunnar á erlendar eignir.

### **I Hlutverk erlendra eigna lífeyrissjóða**

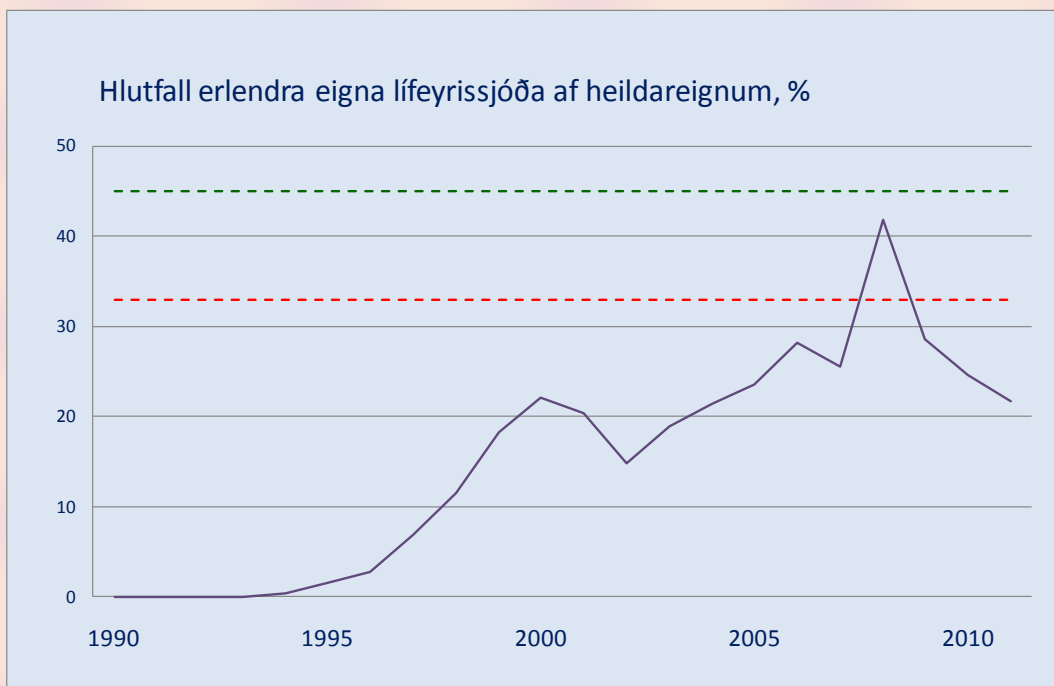
Lítum þá fyrst á hlutverk erlendra eigna lífeyrissjóða, hvort sem er á Íslandi eða annars staðar. Fræðilega er litið þannig á að lífeyrissjóðir dreifi áhættu og bæti ávöxtun með því að skipta fjárfestingu sinni á fleiri lönd en heimamarkaðinn. Rannsóknir fræðimanna á eignum alþjóðlegra lífeyrissjóða sýna yfirleitt að bæting í ávöxtun þegar tekið er tillit til áhættu gerir meira en að yfirvinna aukið flökt sem oft leiðir af sveiflum í gengi gjaldmiðla. Slíkar niðurstöður er m.a. að finna í grein prófessors E.Philips Davis, *Pension fund management and international investment – A global perspective* (Pensions, Vol. 10, 3, 2005, Henry Stewart Publications). Frá bæjardyrum okkar Íslendinga, örsmárrar þjóðar, þarf ekki að draga í efa að erlendar eignir lífeyrissjóða eru til þess fallnar að dreifa áhættu við uppbyggingu eigna. Á það vorum við minnt rækilega haustið 2008.

Ég mun þó ekki fjalla nánar um þennan þátt áhættudreifingar af erlendum eignum hér heldur langar mig að leggja áherslu á annan þátt í hlutverki erlendra eigna lífeyrissjóðanna sem líka lýtur að áhættudreifingu. Hvernig sem lífeyriskerfi þjóðar er byggt upp eru það alltaf þeir sem eru starfandi á hverjum tíma, þ.e.a.s. vinnandi hendur á hverjum tíma, sem standa að hluta undir greiðslu eftirlauna – í gegnum lífeyrissjóði og í gegnum almannatryggingakerfið. Með hreinu gegnumstreymiskerfi eru það vissulega skattgreiðendur viðkomandi lands á hverjum tíma, starfandi einstaklingar og fyrirtæki, sem standa undir greiðslu eftirlauna. Með fullri sjóðsöfnun eru eftirlaunaréttindi sjóðfélaga fólgin í skuldabréfa- og hlutabréfaeign lífeyrissjóða. Þau verðbréf eru ávísun á greiðslur vaxta, arðs og afborgana í framtíðinni – en undir þeim munu standa starfandi einstaklingar og fyrirtæki á þeim tíma.

Af þessum ástæðum eru það í reynd hrein varúðarsjónarmið við skipulag lífeyrismála lítillar þjóðar að treysta ekki einvörðungu á tekjur næstu kynslóða hér innanlands. Gætilegra er að dreifa áhættu og byggja upp eignir í útlöndum þannig að í framtíðinni greiði arður af

erlendum eignum hluta af eftirlaunum þjóðarinnar. Ákjósanlegt er að erlendar eignir geti að lágmarki staðið undir greiðslu þess hluta eftirlauna sem rennur til kaupa á innfluttum vörum og þjónustu. Erlendi hluti neyslu er að jafnaði á bilinu 35 til 45% af vergri landsframleiðslu..

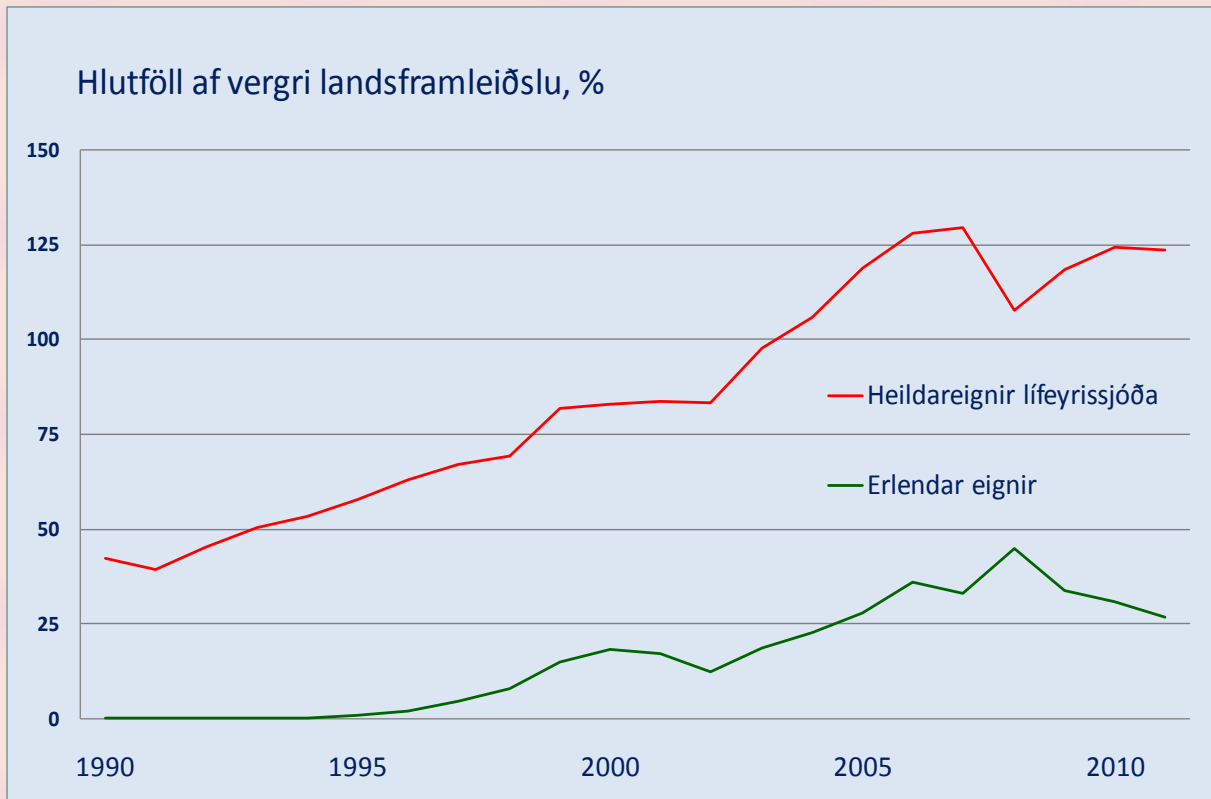
Norðmenn hafa gengið alla leið í þessu efni. Norski lífeyrissjóðurinn eins og hann nefnist núna, eða norski olíusjóðurinn, ávaxtar allar eignir sínar í útlöndum, 100% og þar af 60% í hlutabréfum og 40% í skuldabréfum. Vissulega eru aðstæður Norðmanna aðrar en Íslendinga þar sem norski olíusjóðurinn er byggður upp fyrir tekjur af olíusölu á alþjóðlegum markaði. Ég nefni hann þó sérstaklega hér, ekki vegna 100% hlutfallsins heldur vegna þess að hér eru Norðmenn í fararbroddi og fyrirmynd annarra þjóða hvað varðar rekstur og skipulag í norska lífeyrissjóðnum. Alþjóðastofnanir sem láta til sín taka við skipulag lífeyrismála, t.d. OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, líta á hann sem fyrirmynd og þær nýta sér það fordæmi sem Norðmenn hafa sett á þessu sviði. Lífeyrskerfi Íslendinga er líka til fyrirmyndar en engu að síður ýmislegt sem við getum lært af Norðmönnum á þessu sviði.



Mynd 1 Alþjóðlegar eignir íslenskra lífeyrissjóða sem hlutfall af heildareign 1990 til september 2011. Brotnu línurnar vísa til bilsins frá liðlega 30% til 45% sem stefna mætti að þegar líða tekur á áratuginn.

Árið 2005, um miðjan síðasta áratug, höfðu íslenskir lífeyrissjóðir mótað sér stefnu um erlendar eignir sem hlutfall af heildareignum og sumir þeirra birta áætlaða eignasamsetningu í ársreikningum frá þeim tíma. Þannig stefndi Lífeyrissjóður verslunarmanna, svo að dæmi sé tekið, að því að hlutfall erlendra eigna næmi 30 til 35% á árunum 2005 til 2008, og Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins stefndi að því að erlend verðbréfeign næmi 30 til 40% af heildareign fyrir árið 2012.

Áföll á fjármálamarkaði jafnt hér heima fyrir sem á heimsmarkaði hafa sett þessi áform úr skorðum um skeið. Mynd 1 sýnir erlend verðbréf íslenskra lífeyrissjóða í heild nálgast 30% markið árin 2006 til 2008. Þau lækka síðan aftur og leika síðla árs 2011 á bilinu 20 til 25%.



Mynd 2 Heildareignir lífeyrissjóða vaxa hratt árin 1990 til 2011 sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Hlutfall erlendra eigna vex frá árinu 1995 og er leiðlega 25% síðla árs 2011.

Í mínum augum er það á meðal mikilvægustu markmiða Íslendinga á sviði fjárhagsmála að færa hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóða aftur inn á bilið 30 til 45%. Slíkt markmið mun ekki nást nema á fimm til tíu árum hið minnsta og leggst þar margt til.

- Gjaldeyrislög til þriggja ára frá 2011 heimila ekki kaup á erlendum verðbréfum fyrir íslenskar krónur.
- Ráðstöfunarfé lífeyrissjóða rennur því til kaupa á innlendum verðbréfum svo að hlutfall þeirra vex á móti hlutfalli erlendra eigna.
- Fjárfesting á alþjóðlegum fjármálamarkaði hefur verið erfið árin 2010 og 2011.
- Gjaldeyrisjöfnuður þjóðarbúsins mun naumast leyfa teljandi uppsöfnun erlendra eigna á allra næstu árum vegna greiðslna afborgana og vaxta af erlendum skuldum – nema til komi innstreymi erlends fjár til fjárfestinga hér innanlands.

Á mynd 2 eru eignir lífeyrissjóðanna sýndar sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Heildareignir hafa vaxið hratt síðustu tuttugu árin eða úr innan við 50% í 125% árið 2011. Erlendar eignir á þennan mælikvarða náðu um þriðjung af VLF og jafnvel hærra en hafa hnigið og eru í grennd við 25% árið 2011.

## II Fjárfesting í alþjóðlegum hlutabréfum og uppbygging eigna til langs tíma

Ég ætla þá að víkja að alþjóðlegum hlutabréfamarkaði og leiðum til að standa að uppbyggingu eigna þar með langtímaárangur að leiðarljósi. Charles H. Dow sem uppi var á árunum 1851 til 1902 var stofnandi og fyrsti ritstjóri Wall Street Journal og annar af tveimur stofnendum bandarísku hlutabréfavísitölunnar Dow Jones Industrials. Á árunum frá því rétt fyrir 1900 og fram til dauðadags ritaði Dow leiðara í blað sitt þar sem hann setti fram kenningar um fjárfestingu í hlutabréfum á Wall Street. Þær kenningar voru síðar nefndar Dow Theory og móta enn í dag fjárfestingarhugsun margra kunnra fjárfesta.

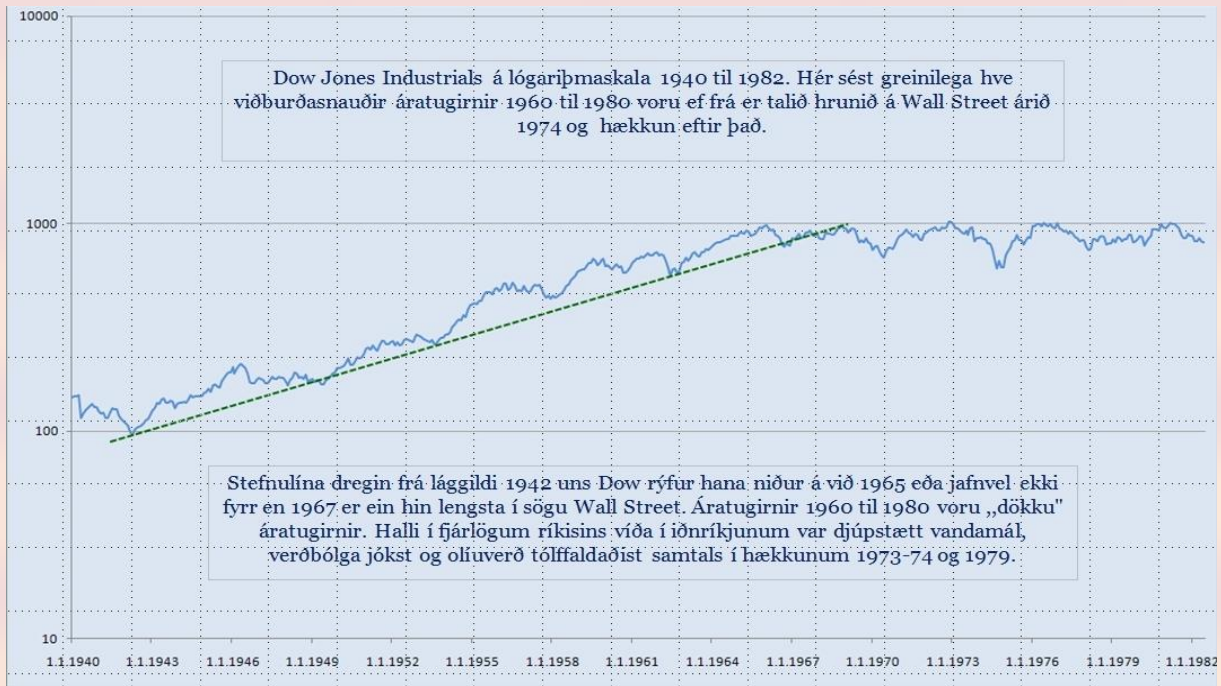
Dow mun hafa verið fyrstur manna svo að vitað sé til að skilgreina stefnu markaðsins, þ.e. hvort langtímastefna hlutabréfa, t.d. samkvæmt Dow Jones vísitölunum, er til hækkunar, lækkunar eða bara höktandi út á hlið. Á mynd 3 er Dow Jones Industrials sýnd frá fyrsta útgáfudegi þann 26. maí 1896. Greina má tímabilið 1896 til 2011 í þrjú undirtímabil þar sem hlutabréf eru fyrst hækkandi en mynda síðar sveiflur um láréttan ás á hverju undirtímabili.



Mynd 3 Dow Jones Industrials frá fyrsta degi 26. maí 1896 til miðs nóvember 2011.

Fyrsta slíka „lárétta“ tímabilið var á árunum fyrir og eftir hrunið mikla á Wall Street í október 1929. Því lauk árið 1942 en þá hefst nýtt tímabil með mikilli hækkun hlutabréfa næstu 20 árin. Eftir það myndast „flatt“ tímabil en gildi Dow Jones vísitölunnar er hið sama árið 1982 eins og það var við upphaf flata tímabilsins 1962. Eftir 1982 tekur við mesta hækkunarskeið

sögunnar allt til ársins 2000 þegar hlutabréf í Bandaríkjunum og víðar á alþjóðlegum markaði hækkuðu að jafnaði árlega um 16 til 18%. Og loks tekur við núverandi „flatt“ tímabil sem varað hefur síðustu tíu til tólf árin.



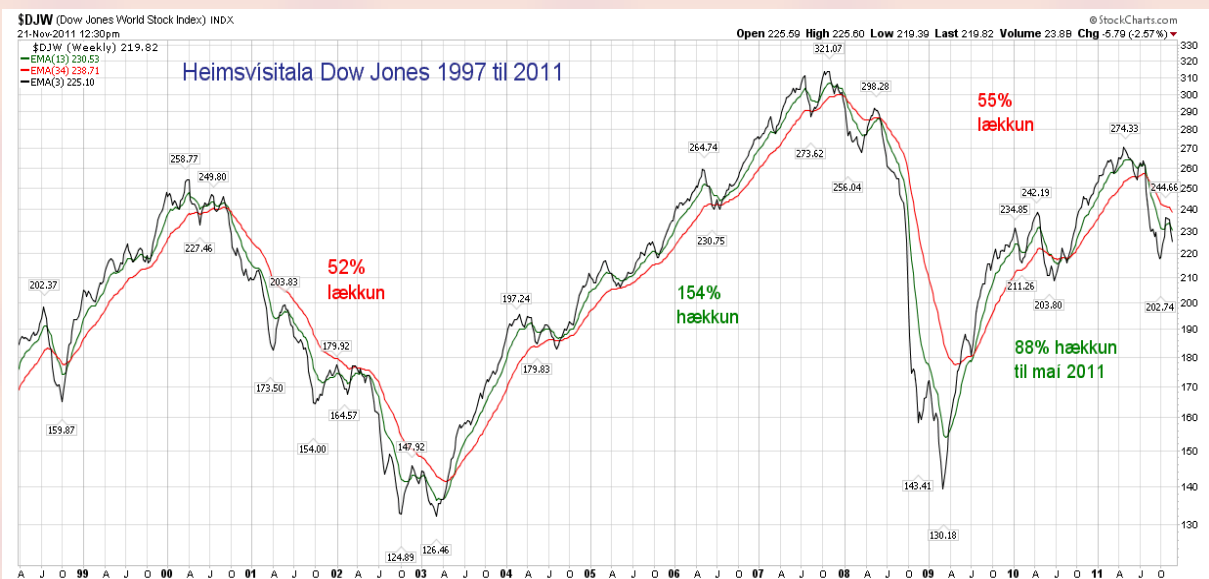
Mynd 4 Hækkunarleggurinn góði frá 1942 til 1962 – annar besti á 20 öldinni – en á eftir fylgdi langt og erfitt tímabil með sveiflum um láréttan ás.



Mynd 5 Árin 1968 til 1982 voru erfið fjárfestum á alþjóðlegum hlutabréfamarkaði. Rauðu hringirnir vísa til olíuverðshækkana en samtals hækkaði olía árin 1973 til 1974 og 1979 tólfalt í verði. Áhrif á verðbólgu, ríkisbúsap og efnahag Vesturlandabúa almennt voru mikil. Hér á Íslandi var brugðist við m.a. með því að stórauka nýtingu á heitu vatni til húshitunar en áður en yfir lauk hafði verðbólga hækkað í yfir 100% (ársfjórðungsmæling færð til árshraða).

Til að draga betur fram eðli þessara tímabila sýnir mynd 4 árin 1942 til 1982 (hækkandi skeið og flatt skeið) og mynd 5 síðan árin 1962 til nóvember 2011 þar sem tvö flötu skeið síðustu 50 ára sjást vel með hækkunarleggnum mitt á milli þeirra.

Ég rifja upp alla þessa sögu hér til að setja tímabil erlendra eigna lífeyrissjóðanna í samhengi alþjóðlega fjármálamarkaðsins síðustu 110 árin. Þær byrja að byggjast upp á árunum 1995 og 1996, aðeins um fimm árum áður en hækkunarleggnum frá 1982 lýkur í mars árið 2000. Eftir það tekur við 52% lækkun heimsvísitölunnar á næstu þremur árum – nákvæmlega 36 mánuðum til mars 2003. Eftir snúning frá lágildi tekur við hækkunarleggur í fjögur og hálf tölur til haustsins 2007. Þá ríður yfir nýtt lækkunarskeið sem þurrkar út nær alla 154% hækkun árána á undan. Frá mars 2009 tekur aftur við hækkunarleggur til sumarsins 2011 – og virðist enn hafa snúist til lækkunar frá ágúst í sumar.



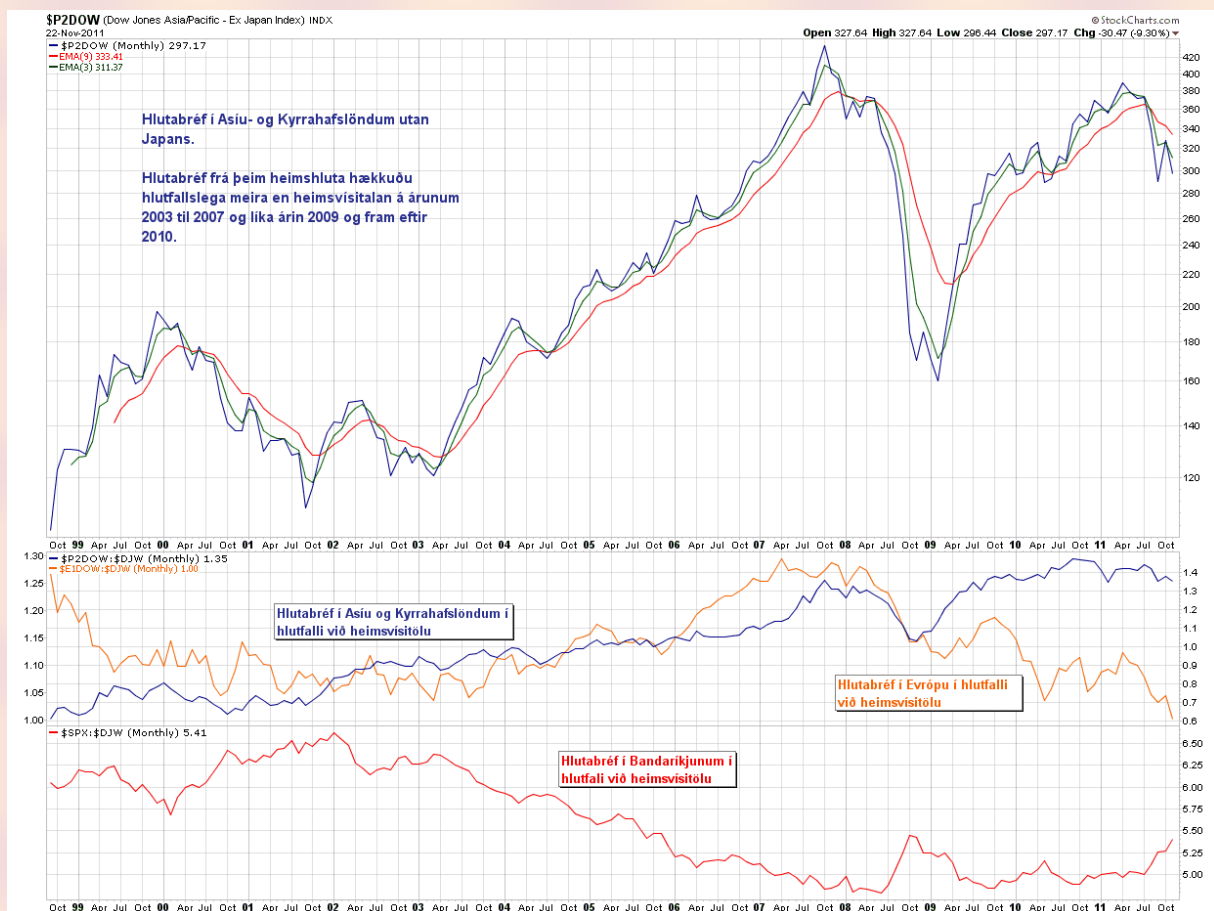
Mynd 6 Heimsvísitalan árin 1998 til 2011. Lækkunarskeið rífa til baka árangur hækkunaráranna nema vel sé að gætt.

Heimsvísitala Dow Jones hefur sveiflast um nokkurn veginn láréttan ás allt tímabilið frá 1998 til nóvember 2011. Til að byggja upp eignir í hlutabréfum á árangursríkan hátt við slíkar aðstæður er ekki hjá því komist að stýra eftir stefnu markaðsins eins og Charles H. Dow kenndi og skrifaði um í leiðurum Wall Street Journal á árunum fyrir og eftir 1900.

Með nútímatækni og mælingum er ekki erfitt að greina langtímasveiflur markaðsins, þ.e. greina lækkun frá hækkun. Það sýna t.d. 13 og 34 vikna hlaupandi meðaltöl sem sýnd eru með grænu og rauðu línunum á vikukortinu á mynd 6.

Á vikukorti má beita 13 og 34 vikna hlaupandi meðaltölum til að skilgreina langtímafestnu markaðsins en þetta par af meðaltölum er engan veginn það eina. Hækkun hlutabréfa er skilgreind þegar græna línan er yfir þeirri rauðu, lækkun þegar rauða línan er yfir grænu. Á árunum 2000 til 2011 skerast línurnar aðeins fimm sinnum, haustið 2000, vorið 2003, haustið 2007, vorið 2009 og loks sumarið 2011. Til að greina stefnu markaðsins eru ýmsar fleiri leiðir en sétstaklega má nefna að fylgjast með hækkandi hágildum og hækkandi laggildum (skilgreina hækkun) eða lækkandi hágildum og lækkandi laggildum (skilgreina lækkun). Þessi aðferð á rætur að rekja allt til skrifa Charles H. Dow fyrir 110 árum. Stefnulínur sem tengja saman hækkandi laggildi í hækkun, eða lækkandi hágildi í lækkun, hafa líka verið kunnar á meðal fjárfesta í heila öld.

Ég lýsi hér persónulegum sjónarmiðum við fjárfestingu og uppbyggingu eigna í hlutabréfum á alþjóðlegum fjármálamarkaði. Þau hafa mótast í tímans rás af reynslu minni af fjárfestingu í alþjóðlegum hlutabréfum síðustu tuttugu árin. Eftir holskeflu lækkana árin 2001 og 2002 varð ljóst að ekki er hægt að ná árangri við að byggja upp eignir í alþjóðlegum hlutabréfum nema með því að ráða yfir aðferðum sem hægt er að beita gegn tapi þegar kemur til lækkunar. Með tiltölulega einföldum aðferðum er hægt að mæla langtímafestnu hlutabréfa eins og hér er lýst. Þegar hún er til lækkunar eru eignir færðar í skjól í erlendum ríkisskuldabréfum uns kemur til hækkunar á nýjan leik. Hafa skal hugfast að tímabil hækkunar eru að jafnaði lengri en þau tímabil þegar lækkun langtímafestunnar færirst yfir.



Mynd 7 Þegar stefna hlutabréfa er til hækkunar er til hagsbóta að velja lönd eða heimssvæði sem mælast hlutfallslega sterkari en önnur. Þegar stefnan er til lækkunar er mikilvægt að koma eignum í skjól, t.d. í stutt ríkisskuldabréf.

Vegna þess að ekki er að vænta ávöxtunar þegar langtímastefna hlutabréfa er til lækkunar er mikilvægt að nýta hækkunarleggina sem allra best. Sú aðferð sem mér hefur reynst vel er að fara eftir hlutfallslegum styrk hlutabréfa í hverju landi eða heimssvæði. Þegar hlutabréf hafa hækkað meiri en önnur um tíma er líklegra að þau haldi áfram að sýna meiri hækkun heldur en þau sem mælast vera veikari. Á mynd 7 er sýnt dæmi af hlutabréfum í Asíu- og Kyrrahafslöndum utan Japans sem hækkuðu mjög mikið og meira en önnur árin 2003 til 2007. Þessi hlutfallslegi styrkur kemur fram í mælingum þegar á árinu 2003 – og myndin sýnir hvernig hlutabréf í Bandaríkjunum veikjast á mótí. Hlutabréf í Evrópu hækka líka umfram heimsvísitölu árin 2003 til 2007 en hafa allt frá þeim tíma lækkað meira en önnur og hækkað minna á hækkunartímum.

### III Erlendar eignir hlutabréf, gjaldeyrismarkaður og áhrif af gengi krónunnar

Ég kem þá að lokum að gjaldeyrismálum, þ.e. áhrifum af gengi krónunnar á erlendar eignir, og uppbyggingu erlendra eigna í ljósi jafnvægis á gjaldeyrismarkaði. Hafa þarf hugfast að engin þjóð getur byggt upp eignir í útlöndum nema eiga til þess erlendan gjaldeyri. Afgangur þarf að vera í viðskiptum þjóðarinnar við útlönd – eða þá innstreymi erlends fjár til landsins, t.d. frá erlendum fjárfestum sem vilja ávaxta eignir sínar hér. Þetta gildir alltaf hver sem gjaldmiðillinn er. Ef við værum á dollarasvæði eða evrusvæði mætti þjóðin ekki eyða meiru en hún aflar til að unnt sé að byggja upp eignir meðal annarra þjóða. Þegar líka kemur til sérstakur gjaldmiðill, eins og t.d. íslenska krónan, bætast við áhrif af viðskiptum á gjaldeyrismarkaði og sveiflum á gengi hennar.





Mynd 8 Raungengi íslensku krónunnar árin 2000 til 2011, janúar 2000 = 100. Reiknað er með að raungengi leiti meðaltalsins á árunum 2012 til 2015.

Á mynd 9 er vísitala raungengis krónunnar sýnt frá árinu 2000 til nóvember 2011 og dæmi tekið um framvindu til ársins 2015. Hér reiknum við með því að raungengi fari hækkandi hægt og bítandi næstu árin, t.d. um 4 til 5% á ári. Hækkun raungengis verður við styrkingu krónunnar gagnvart erlendum myntum (erlendum gjaldeyrir lækkar í verði) og/eða vegna þess að verðbólga á Íslandi er meiri en í viðskiptalöndum okkar að meðaltali. Mér finnst líklegt að framvindan verði í þessum dúr á næstu árum. Raungengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptamyntum hefur tilhneigingu til að leita aftur til meðaltalsins.

Áhrifin af hækkandi gengi krónunnar eru að erlendar eignir lífeyrissjóða ávaxtast ekki eins vel og ella þegar mælt er í krónum. Styrking krónunnar kemur til frádráttar frá ávöxtun eigna á alþjóðlegum markaði. Ég mundi ekki hafa áhyggjur af því sérstaklega vegna þess að kaupmáttur erlendu eignanna helst óbreyttur að öðru gefnu en reyna að vinna á móti þeirri rýrnun með því að vanda enn betur til ávöxtunar. Við hækkun á gengi krónunnar eykst kaupmáttur bæði launatekna og eftirlauna gagnvart innfluttum vörum og þjónustu. Kaupmáttur erlendu eignanna helst óbreyttur eins og fyrr segir.

Auk þess verða ný erlend verðbréf smátt og smátt hagstæðari fjárfesting mælt í krónum þegar erlendum gjaldeyrir lækkar í verði. Ef sú verður raunin kemur þessi framvinda íslenskum lífeyrissjóðum til góða þegar kaup þeirra á erlendum verðbréfum taka að aukast á nýjan leik á síðari hluta þessa áratugar. Ávöxtun heildareigna lífeyrissjóða lækkar vissulega með hækkandi gengi krónunnar – en í ársreikningi og öðru upplýsingaefni er að sjálfsögðu unnt að greina í sundur ávöxtun af innlendum og erlendum eignum.

Niðurstaða mín er því áfram sú að stefna beri markvisst að því að erlendar eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af heildareignum verði 30 til 45% í lok þessa áratugar. Slíkt markmið er mikilvægt í þjóðhagslegum skilningi auk þess sem það dregur úr áhættu í rekstri lífeyriskerfisins. Loks kemur það sjóðfélögum til góða þegar fram í sækir en það er að sjálfsögðu undirstaðan í rekstri hvers lífeyrissjóðs.

Þökk fyrir áheyrnina.