

Umsögn um frumvarp til laga um Þjóðarsjóð

Inngangur

Það hlýtur að teljast eðlilegt hlutverk hins opinbera að tryggja getu hagkerfisins til að takast á við ýmiss konar áföll, þ.á m. mikið tekjufall eða umtalsverð og óvænt útgjöld ríkissjóðs. Hugmyndin um þjóðarsjóð (e. sovereign wealth fund) er í ljósi þess ekki óeðlileg.

Þó er rétt að benda á að ýmiss konar hugsanleg bráðavá, t.d. vegna farsóttta eða náttúruhamfara, kallar frekar á uppbyggingu innviða innanlands fyrirfram til að takast á við afleiðingarnar og jafnvel forvarnarstarf frekar en sjóð sem auðveldar fjármögnun viðbragða eftir á. Hér verður þó ekki fjallað sérstaklega um slíkar almannavarnir heldur einblínt á hugmyndina um þjóðarsjóð sem slíka.

Ekki er augljóst hvernig á að útfæra slíka hugmynd, m.a. að hve stórum sjóði á að stefna, hverjir eiga að vera tekjustofnar hans, hvernig á að ávaxta hann og stjórna og við hvaða aðstæður á að greiða úr sjóðinum. Í þessari umsögn verða dregin fram nokkur sjónarmið varðandi þessa þætti.

Stærð sjóðsins

Í frumvarpinu kemur fram að stefnt sé að því að sjóðurinn muni þegar fram líða stundir ná því að eignir hans samsvari um einum tíunda af vergri landsframleiðslu eins árs. Því á að ná með framlögum sem samsvara um hálfu prósentu af landsframleiðslu á hverju ári.

Markmiðið er ekki óraunhæft, það er erfitt að sjá hvers vegna það ætti ekki að nást ef stóráföll dynja ekki á þjóðarbúinu og/eða ríkissjóði meðan unnið er að því. Þó er rétt að benda á að löggjöf sem kann að vera sett nú bindur ekki hendur Alþingis í framtíðinni. Því er hugsanlegt að einhvern tíma síðar verði reglum um út- eða inngreiðslur í sjóðinn breytt, t.d. inngreiðslur felldar niður eða lækkaðar til að búa til svigrúm til einhverra útgjalda sem þá verða talin brýnni. Fordæmi fyrir slíku liggur raunar fyrir þegar í upphafi.

Hin árlegu útgjöld eru ekki það há að líklegt sé að þau hafi veruleg áhrif, t.d. með því að veikja gengi krónunnar eða þrengja að getu ríkissjóðs til að standa undir eðlilegri almannþjónustu. Þó felst í eðli slíkrar sjóðsöfnunar að líf skjör verða aðeins verri en ella um hríð, sem kemur þá fram í veikara gengi krónunnar og þar með lakari kaupmætti og hærri sköttum og/eða verri opinberri þjónustu. Áhrifin yrðu þó vart veruleg. Á móti kæmi svo vitaskuld betri staða, þ.e. minni skerðing líf skjara en ella, einhvern tíma í framtíðinni í kjölfar áfalls sem kallar á nýtingu sjóðsins. Slík tilfærsla í tíma getur fært neyslu milli kynslóða. Þær kynslóðir sem leggja í sjóð njóta þess ekki alltaf sjálfar en bæta hugsanlega stöðu afkomenda sinna í staðinn.

Ekki er augljóst hvers vegna stefnt er að því sem næst einum tíunda af landsframleiðslu og er ekki ítarleg umfjöllun um það í greinargerð. Ekki er þó í sjálfu sér ástæða til að gera athugasemd við þá tölu.

Þjóðarsjóður og lífeyriskerfi

Hins vegar er eðlilegt að setja þessa sjóðsöfnun í samhengi við aðra og að nokkru marki sambærilega sjóðsöfnun á vegum ríkissjóðs. Þar skiptir sérstaklega máli annars vegar sjóðsöfnun á móti lífeyrisskuldbindingum ríkisins í B deild LSR og hins vegar gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands. Í greinargerð er nokkur umfjöllun um fyrri sjóðinn en ekki þann síðari.

Umfjöllun um kosti og galla þess að safna frekar fyrir því sem upp á vantar til að B deild LSR eigi fyrir framtíðarlífeyrisgreiðslum er um margt ágæt í greinargerð. Að nokkru leyti myndi það þó hafa sambærileg áhrif á getu ríkissjóðs til að takast á við fjárhagsleg áföll að safna erlendum eignum inn í B deild LSR eins og að safna þeim í sérstakan þjóðarsjóð. Í ljósi þess að tilgangur lífeyrissjóðsins er ekki að vera varasjóður fyrir ríkissjóð er þó æskilegra að sérstakur sjóður gegni því hlutverki.

Jafnframt er rétt að benda á að við umræðu um vanfjármagnaðar lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs er yfirleitt horft framhjá því að ríkissjóður á einnig, óbeint, verulegar eignir í lífeyriskerfinu sem ekki koma fram í uppgjöri ríkissjóðs. Þar skiptir mestu að vegna þeirrar skattfrestunar sem er innbyggð í lífeyriskerfið eiga bæði ríkið, vegna tekjuskatts, og

sveitarfélög, vegna útsvars, verulega dulda eign í lífeyriskerfinu. Þessi dulda eign er talsvert hærrí en hinar vanfjármögnuðu lífeyris-skuldbindingar, þótt þessar stærðir séu ekki að öllu leyti sambærilegar. Í þeim skilningi á ríkið þegar talsverðan varasjóð. Greiðsluhæfi hans er þó mjög takmarkað ef nokkurt þegar horft er til skamms tíma og því getur hann ekki nýst á sama hátt og fyrirhugaður Þjóðarsjóður.

Þjóðarsjóður og gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands

Samspil þjóðarsjóðs við gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands er lykilatriði. Báðir sjóðirnir eiga að vera eins konar stuðpúðar fyrir hagkerfið en þó með ólíkum hætti. Gjaldyrisforða Seðlabankans er ætlað að geta tekist á við skammtímasveiflur í streymi gjaldyris til og frá landinu og þar með m.a. styðja við stöðugleika gengis og þar með peningastefnu. Jafnframt er almennt litið á slíkan forða sem neyðarsjóð, t.d. til að hægt sé að tryggja innflutning á nauðsynlegum vörum og þjónustu í neyð. Þá skiptir hann máli til að tryggja að hægt sé að standa í skilum með skuldbindingar opinberra aðila í erlendri mynt. Jafnframt getur hann að einhverju marki gert seðlabanka kleift að styðja við innlendar fjármálastofnanir sem þrautalánveitandi í erlendri mynt.

Ljóst er að fyrirhugaður Þjóðarsjóður myndi aldrei taka við öllum þessum hlutverkum gjaldyrisforða Seðlabanka Íslands. Þjóðarsjóðurinn myndi þó að einhverju marki létta á þörfum fyrir stóran gjaldyrisforða, sem gæti því orðið eitthvað minni fyrir vikið. Sérstaklega væri eðlilegt að líta svo á að Þjóðarsjóðurinn myndi auðvelda ríkissjóði að standa í skilum með erlendar skuldbindingar sínar og þyrfti því síður að treysta á gjaldyrisforða Seðlabanka vegna þess. Þá gæti Þjóðarsjóðurinn jafnframt nýst til kaupa á innfluttum vörum og þjónustu í neyð.

Í þessu samhengi skiptir máli að það liggur í eðli gjaldyrisforða seðlabanka að hann þarf að ávaxta í mjög öruggum eignum sem eru greiðsluhæfar nánast fyrirvaralaust. Slíkar eignir skila almennt mjög lágri ávöxtun. Ávöxtun gjaldyrisforða verður því lítil. Hjá Seðlabanka Íslands er það svo sérstakt vandamál að forðinn er ekki fjármagnaður með eigin fé eða langtímalánum í erlendri mynt heldur að uppistöðu til með lántöku Seðlabanka í íslenskum krónum. Vaxtamunur milli Íslands og nágrennalandanna veldur því að þessu fylgir verulegur

kostnaður og raunar einnig áhætta. Þannig eykst kostnaður við forðann þegar íslenska krónan styrkist en lækkar þegar krónan veikist.

Þótt ekki sé fjallað um það í frumvarpinu má gera ráð fyrir að Þjóðarsjóður vinni nokkuð gegn þessum vanda. Gjaldeyrisforði Seðlabanka getur orðið minni en ella vegna Þjóðarsjóðsins og sá síðarnefndi verður í reynd að fullu fjármagnaður með eigin fé.

Það þjónar þó takmörkuðum tilgangi að safna í Þjóðarsjóð ef gjaldeyrisforði Seðlabanka minnkar jafnt og þétt á móti. Verður því að gera ráð fyrir að gjaldeyrisforðinn minnki um minna en sem nemur söfnun í Þjóðarsjóðinn. Jafnframt er vitaskuld hægt að gera breytingar á fjármögnun gjaldeyrisforða Seðlabankans sem bæta úr fyrrnefndum veikleika en það er sjálfstætt mál sem verður ekki rakið hér frekar.

Fjárfestingar og stjórnun Þjóðarsjóðs

Í frumvarpinu og greinargerð er talsverður texti um fjárfestingar fyrirhugaðs sjóðs. Er helst á honum að skilja að hugmyndin sé að samið verði við fjármálafyrirtæki um að reka sjóðinn eins og fjárfestingarsjóð í virkri stýringu (e. active portfolio management). Þannig myndu starfsmenn fjármálafyrirtækisins reyna að finna æskilegar eignir eða eignaflokka til að veðja á og kaupa ýmist eða selja eftir því hvað þeim líst best á hverju sinni.

Við þetta er ýmislegt að athuga. Í fyrsta lagi er hætt við töluverðum umboðsvanda (e. principal – agent problem) í slíku fyrirkomulagi þar sem hagsmunir fjármálafyrirtækisins (og jafnvel einstakra starfsmanna þess) og ríkissjóðs fara ekki nema að hluta saman. Það kallar á mjög virkt og mikið eftirlit af hálfu stjórnenda sjóðsins. Slíkt er alltaf dýrt, m.a. vegna þess að stjórnendurnir þurfa ekki einungis að fylgjast með fjármálafyrirtækinu heldur einnig alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Þar fyrir utan er hætt við umboðsvanda vegna þess að hagsmunir stjórnendanna og ríkissjóðs fara ekki nema að hluta saman.

Þetta fyrirkomulag er því ekki heppilegt. Má raunar benda á því til stuðnings að þetta er ekki sú leið sem stærstu íslensku lífeyrissjóðirnir hafa farið við að ávaxta erlendar eignir sínar, sem eru raunar talsvert meiri en verða mun hjá Þjóðarsjóðnum. Lífeyrissjóðirnir ávaxta

erlendar eignir sínar með því að reka eins konar sjóðasjóði (e. fund of funds). M.ö.o. þá kaupa þeir hlutdeildarskírteini í fjárfestingarsjóðum sem reknir eru af stórum erlendum sjóðastjórnunarfyrtækjum í stað þess að kaupa beint einstök verðbréf.

Telja má að sambærilegt fyrirkomulag væri mun heppilegra fyrir Þjóðarsjóðinn heldur en það sem lagt er til. Þá myndi stjórn (eða framkvæmdastjóri) Þjóðarsjóðsins semja við eitt eða fleiri sjóðastjórnunarfyrtæki um að sjóðurinn fjárfesti í einum eða fleiri sjóðum sem viðkomandi fyrirtæki rekur. Gera má ráð fyrir að kostnaður við slík viðskipti yrði mjög lágur, sérstaklega ef keyptir yrðu hlutir í sjóðum sem fylgja hlutlausri eignastýringu (e. index fund eða passive portfolio fund).

Fagfjárfestir af þeirri stærð sem stefnt er að fyrir Þjóðarsjóðinn getur vænst þess að greiða árlega þóknun sem nemur e.t.v. einu prómilli eða svo af fjárfestingunni ef þessi leið yrði farin. Þóknunin yrði þó e.t.v. aðeins hærri fyrst meðan Þjóðarsjóðurinn verður lítill. Með stækkun sjóðsins myndi þóknunin lækka og þá myndi jafnframt sú langtímaleitni til lækkunar þóknana sem gætt hefur undanfarin ár við alþjóðlega sjóðastjórnun væntanlega hjálpa. Það er miklu lægri kostnaður en fylgdi því að semja við fjármálafyrirtæki um virka stýringu eigna eða að setja upp sjálfstæða stofnun sem fjárfestir sjálf í einstökum eignum.

Jafnframt yrði lítil vinna að fylgjast með slíkri fjárfestingu fyrir hönd ríkissjóðs og nánast enga stofnanaumgjörð þyrfti vegna hennar innanlands. Sú hagkvæmni stórrekstrar sem fylgir mjög stórum fjárfestingarsjóðum myndi því skila sér nánast óskert í Þjóðarsjóðinn, þótt hann sjálfur yrði ekki ýkja stór fjárfestir á alþjóðavísu. Nefna má í þessu samhengi að stærstu sjóðastjórnunarfyrtæki í heimi, Blackrock og Vanguard, eru hvort um sig með eignir umfram 5 þúsund milljarða Bandaríkjadala í eignastýringu, sem skilar verulegu stærðarhagræði. Jafnframt er hörð samkeppni milli slíkra fyrirtækja og annarra smærri, sem tryggir viðskiptavinum góð kjör. Þá skiptir máli að eign í sjóðum sem þessum er almennt mjög greiðsluhæf sem getur skipt máli ef þörf er fyrir útgreiðslu úr Þjóðarsjóðnum með skömmum fyrirvara.

Þótt ýmis dæmi séu um að þjóðarsjóðir séu reknir með svipuðum hætti og lagt er til í frumvarpinu, þ.e. í tiltölulega virkri eignastýringu og með beinum kaupum einstakra

verðbréfa frekar en sem sjóðasjóðir í hlutlausri eignastýringu, þá er þar almennt um mun stærri sjóði að ræða. T.d. er hinn svokallaði norski olíusjóður með eignir vel umfram eitt þúsund milljarða Bandaríkjadala. Norski sjóðurinn er því nú um 400 falt stærri en reiknað er með að íslenski Þjóðarsjóðurinn verði á endanum. Slík stærð gerir það kleift að stunda umfangsmiklar rannsóknir, leggja í mikla vinnu við að vega og meta hagkvæmar fjárfestingar og ráða afar hæft fólk til þeirrar vinnu. Íslenski Þjóðarsjóðurinn gæti aldrei keppt af neinu viti í þeirri deild, þótt Íslendingar séu auðvitað betri en Norðmenn í bæði knattspyrnu og handbolta.

Með því að velja sjóði vandlega, sem sjálfir fjárfesta mjög dreift, t.d. fylgja heimsvísitölu hlutabréfa, næðist jafnframt góð áhættudreifing. Ástæðulaust er raunar að fjárfesta í mjög mörgum sjóðum, það skilar ekki endilega aukinni áhættudreifingu en getur aukið kostnað. Sé vilji til að fjárfesta í skuldabréfum er það vitaskuld hægt líka og til sambærilegir sjóðir sem gera það. M.a. eru til sjóðir sem fjárfesta í grænum skuldabréfum en um þau er sérstaklega rætt í frumvarpinu.

Sú leið að reka sjóðasjóð hefur jafnframt það í för með sér að Þjóðarsjóðurinn verður ekki beinn hluthafi í einstökum fyrirtækjum. Það minnkar töluvert flækjustig og mun væntanlega draga úr líkum á því að sjóðurinn dragist inn í t.d. deilur um einstakar fjárfestingar eða hvernig á að nýta atkvæðisrétt á hluthafafundum.

Áhætta og ávöxtun

Sjóður sem þessi tekur alltaf töluverða áhættu og verður raunar að gera það til að geta vænst ásættanlegrar áhættuþóknunar þegar til lengdar lætur. Það væri óeðlilegt að fjárfesta á sama hátt og gert er t.d. vegna gjaldeyrisforða Seðlabanka, þar sem tekin er hverfandi áhætta en fyrir vikið næst mjög lág en fyrirsjáanleg ávöxtun.

Það verður því að gera ráð fyrir að skiptast muni á skin og skúrir í ávöxtun Þjóðarsjóðsins. Í því samhengi skiptir máli að horfur á eignamörkuðum um þessar mundir eru ekki mjög góðar. Þannig hafa vextir farið almennt lækkandi um langa hríð. Það þýðir að skuldabréfaverð er hátt og vænt ávöxtun bréfanna lág. Að verulegu leyti gildir það sama á

hlutabréfamarkaði, þ.e. verð er nú hátt og líkleg langtímaávöxtun því lág. Það kann að blekkja einhverja að ávöxtun á mörkuðum undanfarin ár, þ.e. frá því fjármálakrísan skók markaði hvað mest, hefur almennt verið nokkuð góð. Það er hins vegar eðlilegt því að þegar vextir lækka hækkar almennt eignaverð. Það skilar ágætri ávöxtun um hríð en síðan lakari ávöxtun eftir það.

Þetta þarf að hafa í huga þegar fjárfestingarstefna tilvonandi Þjóðarsjóðs verður mótuð. Jafnframt er eðlilegt að hafa mjög hóflegar væntingar um líklega ávöxtun sjóðsins.

Reykjavík, 11. nóvember 2019.



Gylfi Magnússon,
dósent í viðskiptafræðideild Háskóla Íslands¹

¹ Höfundur er jafnframt formaður bankaráðs Seðlabanka Íslands og formaður endurskoðunarnefndar LSR. Umsögnin er á ábyrgð höfundar en ekki Háskóla Íslands eða annarra stofnana sem hann tengist og þarf ekki á neinn hátt að endurspegla afstöðu þeirra til frumvarpsins.