

Nefndasvið Alþingis  
Efnahags- og viðskiptanefnd  
b/t. nefndarritara  
Austurrstræti 8-10  
101 Reykjavík

Reykjavík, 31. janúar 2019

### **Efni: Frumvarp til laga um Þjóðarsjóð (434. mál)**

Viðskiptaráð þakkar fyrir tækifærið til að koma sjónarmiðum á framfæri um Þjóðarsjóð. Viðskiptaráð hefur á fyrri stigum ritað umsagnir um málefnið og lagt þar áherslu á að hugmyndin með sjóðnum sé um margt góð en haft miklar efasemdir um útfærsluna og talið að spurningum væri ósvarað.<sup>1</sup> Þær efasemdir standa enn og í nýju frumvarpi og greinargerð þess fást ekki nægilega góð svör. Það helsta sem fram kemur í umsögninni er eftirfarandi:

- Fórarkostnaður sjóðsins er skýr: Lægri skattar og/eða meiri ríkisútgjöld
- Fá eða engin dæmi eru um þjóðarsjóði í þeim tilgangi að mæta ófyrirséðum áföllum en traust hagstjórn og gott ytra jafnvægi þjóðarbúsins virðist nægja til að ríkið geti brugðist við þeim
- Færa má rök fyrir því að hentugra sé að sjóðurinn sé hluti af efnahagsreikningi Seðlabanka Íslands.
- Viðskiptaráð hefur sett fram hugmynd að Þjóðarsjóði sem væri hagkvæmari og myndi skila beittari ávinningi sem hluti af gjaldeyrisforða Seðlabankans.
- Miða ætti við nýjasta uppgjör sjóðsins þegar kemur að ráðstöfun úr sjóðnum
- Það skýtur skökku við að meira en ár getur liðið frá ófyrirséðu áfalli til ráðstöfunar úr sjóðnum

### **Fórarkostnaður sjóðsins er skýr: Lægri skattar og/eða meiri ríkisútgjöld**

Samkvæmt frumvarpinu er ráðgert að framtíðarstærð sjóðsins verði um 10% af landsframleiðslu eða 250-300 ma.kr. og verði honum fjárfest erlendis. Um er að ræða mikla fjármuni sem samsvara útflutningi sjávarafurða síðustu 13-15 mánuði. Stjórnvöld verða að hafa í huga að fórarkostnaður af slíkum sjóði er mikill og annað hvort lægri skattar á fólk og fyrirtæki eða meiri ríkisútgjöld. Þannig getur sjóðurinn kallað á hærri skatta að jafnaði en ella, a.m.k. til skemmri tíma, á sama tíma og ríkið stendur frammi fyrir ófjármögnum lífeyrisskuldbindingum. Í greinargerð frumvarpsins er fyrri umsögn Viðskiptaráðs, þar sem bent var á þessi atriði og önnur, svarað að sumu leyti. Svörin eru afar takmörkuð svo rétt er að ítreka nokkur atriði.

- Varðandi lífeyrisskuldbindingar B-deildar LSR segir í greinargerð að nú þegar sé til áætlun um að deildin geti staðið undir sér. Þar er algjörlega horft framhjá gagnrýni Viðskiptaráðs sem felst í forgangsroðuninni. Í fjármálaáætlun er gert ráð fyrir að 7 ma.kr. á ári fari úr ríkissjóði í innágreiðslu á 620 ma.kr. ófjármagnaðar lífeyrisskuldbindingar. Það blasir við að þeir fjármunir geta að einhverju leyti komið til með arðgreiðslum orkufyrirtækja.

<sup>1</sup> Sjá umsögn sem send var á samráðsgátt stjórnvalda: <https://vi.is/malefnastarf/umsagnir/god-fyrirheit-en-spurningum-osvarad-um-thiodarsiod/>

- Þegar kemur að vangaveltum um ruðningsáhrif á gjaldeyrismarkað er aðeins horft til tvönnar konar ráðstafanna, niðurgreiðslu skulda orkufyrirtækja og arðgreiðslur í Þjóðarsjóð. Þriðji möguleikinn er ekki nefndur til sögunnar en hann er sá að selja gjaldeyriskjör af orkuvinnslu fyrir krónur á gjaldeyrismarkaði og auka þannig möguleika innlendra fjárfesta og annarra að skipta eignum úr krónum yfir í gjaldeyri. Fari þessar gjaldeyriskjör af orkuauðlindum ekki inn á gjaldeyrismarkað felur það í sér minni möguleika annarra aðila en ella á að kaupa gjaldeyri þó að þessi ruðningsáhrif kunni vissulega að vera óveruleg.
- Varðandi skattalækkanir er með góðri og agaðri stjórn ríkisfjármála hægt að taka við óreglulegum tekjum og láta landsmenn njóta þeirra ef til þeirra kemur, ólíkt því sem greinargerðin gefur í skyn. Treysti stjórnvöld sér ekki til þess er það vægast sagt umhugsunarvert.

### **Þarf í raun og veru Þjóðarsjóð?**

Þar sem þjóðarsjóðurinn myndast ekki að kostnaðarlausu eins og hér hefur verið rakið er nauðsynlegt að kanna nauðsyn þess að hann sé settur á fót. Í fyrri umsögn ráðsins kom fram að raunveruleg hætta á að lánalínur ríkissjóðs verði lokaðar við alvarleg áföll ætti að vera skilyrði fyrir stofnun Þjóðarsjóðs. Í greinargerð virðist ekki einu orði vera vikið að því sem er umhugsunarvert af tveimur ástæðum.

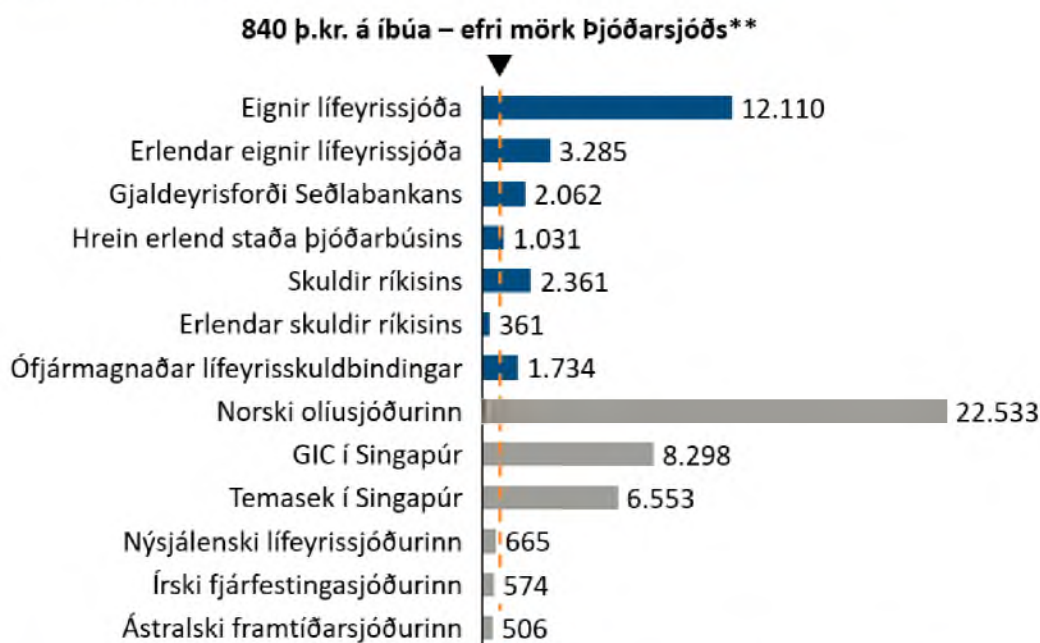
Í fyrsta lagi eru fá ef einhver fordæmi um að Þjóðarsjóðir (Sovereign Wealth Funds) séu hugsaðir í þeim tilgangi heldur eru þeir aðallega hugsaðir til að tryggja langvarandi ávinning af óendurnýjanlegum auðlindum eða sem lífeyrissjóðir. Hér er um tekjur af endurnýjanlegri auðlind að ræða og íslenskir lífeyrissjóðir, sem eru þeir hlutfallslega næststærstu meðal OECD ríkja, sinna þessu hlutverki með yfir 1.000 milljarða króna í erlendum eignum.

Í öðru lagi er erfitt að sjá að sú staða komi upp að ríkið geti ekki fengið erlent lán á hagstæðum kjörum við stór áföll ef ytra jafnvægi þjóðarbúsins er viðunandi, skuldastaða ríkisins er viðunandi, Seðlabankinn á drjúgan gjaldeyrisforða og hagstjórnin er almennt í tiltölulega föstum skorðum. Til að þingmenn og aðrir geti myndað sér upplýsta skoðun um nauðsyn Þjóðarsjóðs þarf mat á hinum valkostinum við ófyrirséð áföll sem væri einkum erlend lántaka. Þá er einnig mikilvægt að hafa í huga að Þjóðarsjóður getur skapað freistnivanda þannig að hætta er á að hann verði nýttur í öðrum tilgangi en ætlað er.

Á mynd 1 má sjá stærð fyrirhugaðs Þjóðarsjóðs í samhengi við nokkrar hagstærðir og aðra Þjóðarsjóði til fróðleiks. Ljóst má vera að lífeyrissjóðir, gjaldeyrisforðinn, litlar erlendar skuldir ríkisins gera það að verkum að stjórnvöld og landsmenn allir eiga gott borð fyrir báru ef hér verða hér ófyrirséð stór áföll.

## Mynd 1

### Þjóðarsjóður í samhengi við innlendar hagstærðir og aðra sjóði Þúsundir króna á íbúa\*



\*Miðað við nýjustu upplýsingar um eignir og íbúafjölda á gengi gjaldmiðla 28. janúar 2019. \*\*Miðað við íbúafjöld í lok árs 2018 og 300 ma.kr. heildareignir

Heimildir: Seðlabanki Íslands, Alþingi, IMF, NBIM, SWFL, Temasek holdings, GIC, Australian Government Future Fund, New Zealand Superannuation Fund, Ireland Strategic Investment Fund, útreikningar Viðskiptaráðs

### Er gott að hafa sjóðinn utan við Seðlabanka Íslands?

Gert er ráð fyrir að Þjóðarsjóðurinn heyri beint undir fjármála- og efnahagsráðuneytið en ekki Seðlabanka Íslands. Efast má um þá ráðstöfun. Ein helstu rökin eru að norsk nefnd hefur lagt til að færa norska olíusjóðinn úr umsýslu hjá seðlabanka landsins og inn í sérstaka stofnun, einkum vegna stærðar hans. Ekki hefur verið ákveðið að ráðast í slíkar breytingar og þá verður að horfa til þess að norsk sjóðurinn er 400-falt stærri en fyrirhugaður Þjóðarsjóður. Því eru frekar rök fyrir því hér á landi að ná fram stærðarhagræði Þjóðarsjóðs með öðrum rekstri. Önnur rök eru að pólitísk ábyrgð ráðherra sé fyrir hendi utan Seðlabankans, sem Viðskiptaráð tekur undir, en það þýðir ekki að varsla og/eða rekstur sjóðsins geti ekki farið fram með ákveðnum skilyrðum hjá Seðlabanka Íslands, þannig að bankastjórn hefði takmarkað vald yfir ráðstöfunum í og úr sjóðnum. Þá er einnig nefnt að fjárfestingar sjóðsins krefjist sérfræðiþekkingar sem er ekki viðvarandi verkefni Seðlabankans. Slíkri þekkingu mætti úthýsa og vegna alltumlykjandi tengingar Seðlabankans við fjármálamarkaði gæti verið akkur í því að búa við slíka sérþekkingu innanhúss.

### Hugmynd að bættri útfærslu sem nær sama og einnig breiðari ávinningi

Með allt ofangreint í huga vill Viðskiptaráð leggja fram hugmynd að annarskonar fyrirkomulagi Þjóðarsjóðs en gert er ráð fyrir í frumvarpinu. Markmiðið væri fyrst og fremst að stuðla að góðu ytra jafnvægi hagkerfisins og þar með gengisstöðugleika til lengri tíma. Ekki er sérstök ástæða til að arðgreiðslur Landsvirkjunar renni í sjóðinn heldur ætti myndun sjóðsins að vera í samhengi við þjóðhagslega þróun. Til dæmis ef útflutningstekjur vaxa óvenju hratt með tilheyrandi gjaldeyrisinnstreymi gætu þær tekjur runnið inn í sjóðinn með gjaldeyrisinngripum Seðlabankans.

Sjóðurinn myndi engu að síður byggjast upp hægt og bítandi, en ef þörf krefur og skv. ströngum skilyrðum mætti taka fjármuni úr sjóðnum.

Útfærslunni er lýst hér á mynd 2. Meginbreytingin er sú að Þjóðarsjóðurinn væri í vörslu innan Seðlabankans og væri í raun sá hluti gjaldeyrisforðans sem fjárfesta má í öðru en mjög áhættulitlum og seljanlegum eignum. Ef hefðbundni gjaldeyrisforðinn færi yfir ákveðin mörk, til dæmis þriðjung af landsframleiðslu, myndi allt umfram það fara yfir í Þjóðarsjóð. Ef því væri öfugt farið og hefðbundni gjaldeyrisforðinn færi undir ákveðið viðmið, til dæmis 10% af landsframleiðslu, eða ef sérstök áföll verða líkt og getið er til í frumvarpinu um Þjóðarsjóð, þá er heimild til að taka fjármuni út úr sjóðnum. Þetta rímar ágætlega við vangaveltur sem hafa heyrst, t.d. frá seðlabankastjóra, um að það kunni að vera skynsamlegt að fjárfesta hluta forðans í áhættumeiri eignum nái hann tiltekinni stærðargráðu.<sup>2</sup>

Sjóðamyndun sem þessi myndi gerast á löngum tíma og væri háð því að Seðlabankinn myndi að óbreyttu stefna að stækkun gjaldeyrisforðans yfir langt tímabil. Þó að Þjóðarsjóðurinn sé á efnahagsreikningi Seðlabankans þarf fjárfestingarstefna hans og ráðstöfun úr sjóðnum að vera utan við bankastjórn Seðlabankans. Þess vegna er hér einnig gert ráð fyrir að sérstök stjórn fari með ábyrgð á sjóðnum og að á móti sjóðnum myndist skuld Seðlabankans við ríkið, enda er það eftir sem áður endanlegur eigandi. Til að sveiflujafnandi og þjóðhagslegt hlutverk sjóðsins sé sem sterkast þarf að leita leiða til að hann fjárfesti í eignum sem hafa sem minnsta jákvæða fylgni við íslenskt atvinnulíf og efnahagslíf. Þá væri um að ræða fremur miklar fjárfestingar í löndum sem Ísland á lítil viðskipti við og í atvinnugreinum sem eru lítið eða ekkert stundaðar hér á landi.

## Mynd 2

### Hugmynd að breyttu fyrirkomulagi á vörslu og beitingu gjaldeyrisforða Sýnidæmi



Seðlabanki Íslands stefnir til lengri tíma að stærri gjaldeyrisforða sem verður skipt í tvennt: „Hefðbundinn“ gjaldeyrisforða og Þjóðarsjóð



Aðeins má ráðstafa fjármunum í Þjóðarsjóð ef gjaldeyrisforðinn er yfir ákveðnu hlutfalli af landsframleiðslu og skal hann byggjast upp hægt og bítandi

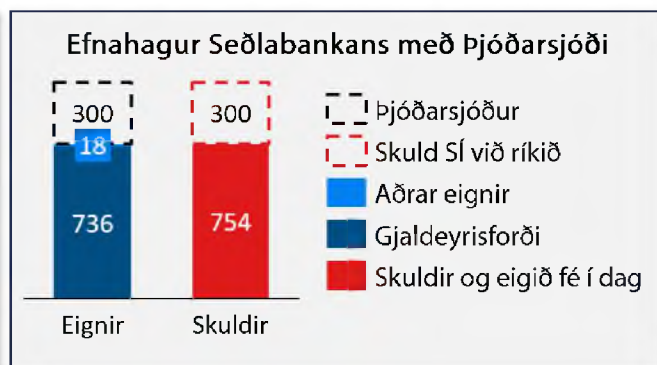


Þjóðarsjóður hefur svipaðar fjárfestingaheimildir og tiltekna eru í frumvarpinu og lúta þær sérstakri stjórn



Ráðstöfun úr Þjóðarsjóð verður aðeins við meiriháttar áföll, ef stærð hans fer yfir ákveðin mörk eða ef hefðbundni gjaldeyrisforðinn fer undir tiltekin mörk

- ✓ Sterkari gjaldeyrisforði
- ✓ Styður við gengisstöðugleika
- ✓ Stefna þjóðarsjóðs í betra samræmi við hagstjórn í heild sinni
- ✓ Rekstrarlegt hagræði
- ✓ Bætt ávöxtun á forða og minni líkur á neikvæðu eigin fé Seðlabankans



Heimildir: Viðskiptaráð Íslands, Seðlabanki Íslands

<sup>2</sup> Sjá ræðu seðlabankastjóra á ársfundi Seðlabankans 2017, þar sem viðruð er sú hugmynd að skipta forðanum „...upp í tvo eða fleiri hluta með tilliti til bindingar og ávöxtunar“:

[https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/Raedur--erindi-og-greinar/Arsf\\_raeda\\_MG.pdf](https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/Raedur--erindi-og-greinar/Arsf_raeda_MG.pdf)

Með þessu fyrirkomulagi er hægt að láta landsmenn njóta beins ágóða af arðgreiðslum Landsvirkjunar með sterkari innviðum, betri opinberri þjónustu og alls ekki síst lægri sköttum. Engu að síður er hér líka mætt því sjónarmiði að það kunni að vera gott fyrir ríkið að eiga sjóð í erlendri mynt ef áföll dynja á. Sá sjóður verður þó að vera í fullu samræmi við aðra hagstjórn og færa má rök fyrir því að með þessu fyrirkomulagi sé það betur tryggt enda verður ráðstöfun fjármuna inn í sjóðinn sjálfkrafa í samræmi við aðgerðir Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði. Þannig væri sjóðurinn ennfremur í betra samræmi við alþjóðlegu Santiago-viðmiðin um þjóðarsjóði.<sup>3</sup> Einnig þýðir fyrirkomulagið að gjaldeyrisforðinn verður í reynd stærri sem styður við hærra láns hæfismat og eykur trúverðugleika hagstjórnarinnar. Loks getur með tíð og tíma myndast rekstrarhagræði og þá verður ávöxtun gjaldeyrisforðans að líkindum betri og þar með minni líkur á neikvæðu eigin fé Seðlabankans.

### **Tvö útfærsluatriði við frumvarpið sem skjóta skökku við**

Verði það vilji Alþingis að samþykkja frumvarpið eru tvö atriði til viðbótar sem Viðskiptaráð vill benda á:

1. Um 6.gr. segir: „Að skilyrðum uppfylltum yrði heimilt að veita fé úr þjóðarsjóði til ríkissjóðs vegna tiltekins áfalls sem nemur allt að helmingi eigna sjóðsins á hverjum tíma og skal þá miðað við eignir hans í lok næstliðins almanaksárs.“ Í 12. gr. kemur aftur á móti fram að ársreikningar og -skýrslur verði birt ársfjórðungslega. Réttara væri að miða ætíð við nýjustu stöðu sjóðsins og þar með ársfjórðungsuppgjör ef til ráðstöfunar úr sjóðnum kemur.
2. Þar sem hér er um að ræða einhverskonar neyðarsjóð fyrir algjörlega ófyrirséða viðburði skýtur skökku við hve langur tími mun geta liðið frá því að óskað er eftir ráðstöfun úr sjóðnum og þar til hún á sér stað skv. 6.gr og 7.gr. Samþykkja þarf ráðstöfunina á Alþingi og matshópur fær sex vikur til að meta hvort skilyrðin séu fyrir hendi, að því loknu verður heimildin fyrir ráðstöfun úr sjóðnum til á næsta fjárlagaári. Þannig getur liðið meira en ár frá því að áfall verður og þar til greitt er úr sjóðnum. Í sjálfu sér er þetta skynsamleg leið til að tryggja að ekki sé gengið á sjóðinn og koma í veg fyrir freistnivanda. Þessi langi tími gerir það að verkum að líklega er nauðsynlegt að taka nokkurs konar brúarlán í millitíðinni sem bendir til þess að traust hagstjórn, hófleg skuldastaða og sterkur gjaldeyrisforði sem tryggir hagstæð lánakjör sé hinn eiginlegi þjóðarsjóður og því sé ekki þörf á öðrum sjóð.

**Viðskiptaráð leggur til að frumvarpið nái ekki fram að ganga en í staðinn verði grundvöllur þeirrar hugmyndar sem hér er lögð fram kannaður.** Að lokum áskilur Viðskiptaráð sér rétt til að koma frekari athugasemdum á framfæri á síðari stigum og er reiðubúið að skýra þessa umsögn nánar og svara spurningum, sé þess óskað.

Virðingarfyllt,



Konráð S. Guðjónsson  
Hagfræðingur Viðskiptaráðs Íslands

<sup>3</sup> Viðmið 3: „Where the SWF's activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.“. Sjá öll viðmiðin: [http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)