



VIÐSKIPTARÁÐ ÍSLANDS

SKOÐUN VIÐSKIPTARÁÐS 12. OKTÓBER 2009

# ÞÁTTTAKA LÍFEYRISSJÓÐA Í ENDURREISNARSTARFI

**... ávöxtun síðustu ára  
hefur að miklu leyti þurrkast  
út vegna hruns íslensku  
bankanna ...**

*Þrátt fyrir þær miklu efnahagslegu þrengingar sem nú standa yfir veita ýmsir grundvallarþættir íslenska hagkerfisins mikilvæga viðspyrnu sem munu vafalaust gagnast til að mýkja áhrif fjármálakreppunnar. Einn af þeim er lífeyrissjóðakerfið sem er hlutfallslega meðal þeirra stærstu í heiminum. Þetta má fyrst og fremst rekja til fjármögnunarfyrirkomulags þeirra, en víða erlendis eru lífeyrisskuldbindingar fjármagnaðar í gegnum skattkerfið jafnóðum í stað þess að greitt sé í sjóði líkt og tíðkast hér. Ávöxtun síðustu ára hefur að miklu leyti þurrkast út vegna hruns íslensku bankanna, en eftir stendur að miklar greiðslur hafa runnið og munu renna inn í kerfið og það stendur því ennþá sterkt.*

**... stór hluti launatekna  
landsmanna rennur inn í  
lífeyriskerfið ...**

*Í dag er íslenskum launþegum skylt að leggja 12% af launum sínum inn í lífeyriskerfið. Til viðbótar er valkvæður séreignasparnaður en þar er atvinnurekendum skylt að leggja fram mótframlag að lágmarki 2%. Launafólk sem velur að safna séreignasparnaði greiðir því í heildina allt að 18% launa sinna inn í kerfið. Heildariðgjöld inn í lífeyrissjóðakerfið árið 2008 námu tæplega 116 ma.kr. og iðgjöld umfram útgreiðslur námu um 62 ma.kr. Það er því ljóst að stór hluti launatekna landsmanna rennur inn í lífeyriskerfið til framtíðarávöxtunar. Fyrirkomulag og ráðstöfun lífeyrissjóðanna hefur því mikil og bein áhrif á lífskjör í landinu.*

**... aðkoma lífeyrissjóðanna  
getur bæði verið fjölþættari  
og umfangsmeiri ...**

*Það væri óskynsamlegt að leggja í illa ígrundaðar kollsteypur á lífeyrissjóðakerfinu þrátt fyrir þær miklu þrengingar sem nú standa yfir. Engu að síður er mjög mikilvægt að kanna alla fleti þess að lífeyrissjóðirnir verði nýttir til að efla viðnám hagkerfisins, án þess að langtímahagsmunum þjóðarinnar sé ógnað. Þegar hefur verið ákveðið að lífeyrissjóðir komi að fjármögnun stórfamkvæmda samkvæmt stöðugleikasáttmála stjórnvalda og fulltrúa vinnumarkaðarins. Aðkoma lífeyrissjóðanna getur bæði verið fjölþættari og umfangsmeiri ef slíkt er talið þjóna hagsmunum þjóðarinnar. Hugmyndir í þá veru er mikilvægt að skoða fordómalaust og með hagsmuni komandi kynslóða í huga jafnt sem núverandi sjóðsfélag.*

... háir vextir standa endurreisn hagkerfisins fyrir þrifum ...

... í ýmsum tilfellum getur verið um gagnkvæma hagsmuni að ræða ...

... stjórnvöld ætla að brúa megnið af fjárlagahallanum með auknum skattaálögum ...

... þannig myndu umsvif ekki dragast jafn harkalega saman ...

## ÁSKORANIR FRAMUNDAN

Skipta má stærstu áskorunum næstu missera í fernt. Í fyrsta lagi mun sá halli sem myndast hefur í rekstri hins opinbera gera stjórnvöldum ómögulegt að styðja við endurreisnina með ríkisfjármálum. Þvert á móti er nauðsynlegt að hagræða verulega með niðurskurði útgjalda og breikkun tekjustofna. Í öðru lagi er nauðsynlegt að leysa úr stöðu gjaldeyrismála þar sem höft og háir vextir standa endurreisn hagkerfisins fyrir þrifum með augljósum hætti. Í þriðja lagi ber að nefna skuldavanda heimila og fyrirtækja samhliða endurreisn bankakerfisins, en þessir tveir þættir haldast þétt í hendur. Til að fyrirtæki og heimili geti staðið undir skuldabyrði, nálgast nýtt lánsfjármagn og hafið sókn á nýjan leik þarf skipulagða og markvissa endurskipulagningu á skuldum þeirra og öflugt bankakerfi til að sinna fjármálaþjónustu. Að sama skapi getur nýtt bankakerfi eingöngu þrífist með heilbrigðum viðskiptavinum og því er nauðsynlegt að greiða úr skuldavanda fyrirtækja og heimila til að koma nýjum bönkum á kjölinn. Að lokum skapar Icesave-deilan flöskuháls gagnvart fyrrgreindum þremur vandamálunum enda erfitt að leysa þau undir því óvissuástandi sem nú ríkir.

Hægt er að nýta lífeyrissjóðakerfið til stuðnings við úrlausn á öllum ofangreindum vandamálunum. Þó er ljóst að þar yrði að velja og hafna enda eru sjóðirnir ekki ótæmandi auðlind. Auk þess væri afar óskynsamlegt að víkja frá grundvallarmarkmiðum þeirra til að leysa skammtí mavandamál. Ekki verður þó annað séð en að í ýmsum tilfellum geti verið um gagnkvæma hagsmuni að ræða, þ.e. bæði til hagsbóta fyrir sjóðfélaga sem og íslenskt samfélag.

## AÐLÖGUN RÍKISFJÁRMÁLA MÁ MÝKJA

Hagræðing í ríkisrekstri getur tvímælalaust styrkt íslenskt hagkerfi þegar horft er til lengri tíma. Grunnforsenda þess að svo megi verða er að áhersla verði lögð á minni útgjöld í stað þess að fjárlagahallinn verði leiðréttur með stórauðnum skattaálögum. Báðar leiðir hafa þó neikvæð áhrif á umsvif í hagkerfinu til skemmri tíma. Nýtt fjárlagafrumvarp gefur til kynna að stjórnvöld ætla að brúa megnið af fjárlagahallanum með auknum skattaálögum. Sú stefna er afar óheppileg, nú þegar heimili og fyrirtæki búa við laskaðan efnahag og mun verri rekstrarstöðu en áður.

Höggið sem fylgir leiðréttingu á ríkisfjármálum má mýkja á tvennan hátt með aðkomu lífeyrissjóðanna. Annars vegar geta lífeyrissjóðirnir verið einkonar staðgenglar í ríkisframkvæmdum meðan bolmagn hins opinbera er ekki til staðar. Þannig myndu umsvif ekki dragast jafn harkalega saman, þrátt fyrir niðurskurð í ríkisútgjöldum. Þessi leið hefur verið rædd og þegar hafa verið lögð drög að framkvæmd hennar með stofnun fjárfestingasjóðs lífeyrissjóðanna. Sjóður þessi mun einnig nýtast til enduruppbyggingar atvinnulífsins enda er stefnt á fjárfestingu innan þess með beinum hætti. Hin leiðin felur í sér að sjóðirnir nýtist til að mýkja höggið á tekjuhlíðinni. Samkvæmt núverandi fyrirkomulagi eru lífeyrisgreiðslur skattlagðar við útgreiðslu og dragast því frá skattstofni á inngreiðsluári. Með því að snúa þessu við, þ.e. skattleggja inngreiðslur og hafa útgreiðslur þeirra fjármuna skattfrjálsar, gæti ríkið í raun og veru gengið á eigin sparnað innan

lífeyriskerfisins. Með þessum hætti mætti afla um 35-40 ma.kr. árið 2010 sem er verulegur hluti þeirra skattahækkanna sem boðaðar hafa verið á næsta fjárlagaári.

## STUTT VIÐ FRAMKVÆMDIR OG FYRIRTÆKI

Í byrjun september var samþykkt að unnið yrði að stofnun nýs félags lífeyrissjóðanna, sem fengið hefur vinnuheimið Fjárfestingasjóður Íslands. Ef rétt er farið að, getur stofnun slíks sjóðs tvímælalaust nýst jafnt við endurreisn hagkerfisins sem og til ávöxtunar lífeyris. Nú þegar hefur verið rætt um aðkomu lífeyrissjóðanna að fjármögnun stóriðjuframkvæmda og byggingu nýs hátæknisjúkrahúss. Ekki er ljóst hvort umræddur sjóður yrði nýttur til verksins eða annar aðskilinn sjóður, en framlögin sem nefnd hafa verið eiga að nema 80 til 100 mö.kr. á næstu árum. Slík fjármögnun væri án nokkurs vafa til góða enda nauðsynlegt að halda uppi viðunandi framkvæmdastigi til að vega á móti þeim mikla samdrætti sem nú gengur yfir. Bolmagn ríkissjóðs er ekki til staðar um þessar mundir og því heppilegt að aðrar stofnanir hagkerfisins geti hlaupið undir bagga. Æskilegt væri að verkefni séu í sem mestum mæli sjálfbær án beinnar aðkomu ríkisins, t.a.m. stóriðjuframkvæmdir og önnur tekjumyndandi verkefni. Þannig væri um að ræða hagkvæmar fjárfestingar fremur en óbeint lán til ríkisins. Að sama skapi gætu lífeyrissjóðir einfaldlega aukið svigrúm ríkissjóðs með uppkaupum á eignum af svipuðum toga.

**... það er nauðsynlegt að halda uppi viðunandi framkvæmdastigi til að vega á móti samdrætti ...**

Í tilkynningu um Fjárfestingasjóð Íslands kom fram að gert væri ráð fyrir að sjóðurinn eignaðist hluti í fyrirtækjum í öllum greinum atvinnulífsins, einkum þeim sem lent hefðu í erfiðleikum vegna efnahagshrunsins en ættu sér vænlegan rekratrgrundvöll til lengri tíma. Slík áform eru góðra gjalda verð en einkum ber að hafa þrennt í huga í því samhengi. Í fyrsta lagi er ljóst að með því að boða fyrirfram verulegar fjárfestingar í hlutafé fyrirtækja með þessum hætti gæti lífeyrissjóðum reynst erfiðara en ella að kaupa umrætt hlutafé á viðunandi verði. Í öðru lagi er hlutafé neðst á forgangslista kröfuhafa við gjaldþrotameðferð og því ljóst að fjárfesting í þeim fyrirtækjum sem leggja upp laupana á næstu árum myndi glatast að fullu. Í þriðja lagi er vissulega sú hætta til staðar að eignasafn af þessu tagi setji lífeyrissjóði í óþægilega stöðu af samkeppnislegum ástæðum. Að einhverju leyti er spornað gegn þeim möguleika með yfirlýsingu sjóðanna um að í fjárfestingum yrði litið til leiðbeininga OECD, Viðskiptaráðs Íslands, Kauphallar Íslands og samtaka launafólks og atvinnurekenda um stjórnarhætti fyrirtækja.

**... með því að boða fyrirfram fjárfestingar í hlutafé gæti reynst erfitt að ná viðundandi verði ...**

Að sjálfsögðu má draga úr ofangreindum vandamálum með ýmsum hætti. Í fyrsta lagi geta lífeyrissjóðir beitt sér fyrir því að sem flest fyrirtæki í forsjá ríkisbanka verði skráð á markað við fyrsta tækifæri. Þannig verður fjárfesting í viðkomandi fyrirtækjum gagnsærri og verðmyndun bréfanna virkari. Gagnsæið eykur ennfremur möguleika lífeyrissjóðanna á því að fjárfesta í viðkomandi fyrirtækjum með öðrum hætti, t.a.m. í skuldabréfum þess. Þar sem skuldabréf eru rétt hærrí í kröfuröð en hlutafé er ljóst að áhættan væri minni, en nægir möguleikar ættu að vera fyrir hendi á góðri ávöxtun. Um leið væru lífeyrissjóðir að styðja við enduruppbyggingu innlands fjármagnsmarkaðar sem er ein meginforsenda efnahagslegrar endurreisnar. Með fjárfestingu í skráðum hlutabréfum væri einnig komið í

**... þannig verður fjárfesting gagnsærri og verðmyndun virkari ...**



**... lífeyrissjóðir ættu almennt að stefna á skráningu fyrirtækja innan fárra ára ...**

veg fyrir möguleg vandamál vegna samkeppnissjónarmiða og opnað væri fyrir aðkomu annarra að rekstrinum. Í hagkerfinu er nægt lausafé og því fullnægjandi skilyrði fyrir enduruppbyggingu á verðbréfamörkuðum.

Í ýmsum tilfellum eru ekki forsendur til skráningar þar til fyrirtækið hefur gengið í gegnum endurskipulagningu rekstrar og efnahags. Þegar lífeyrissjóðir fjárfesta í fyrirtækjum af þessu tagi, hvort heldur í hlutabréfum eða skuldabréfum, ættu þeir almennt að stefna á skráningu fyrirtækjanna á skipulögðum verðbréfamarkaði innan fárra ára.

Þegar allt kemur til alls vegur þyngst að fjárfestingasjóður af þessu tagi efli atvinnulífið með sem skilvirkustum hætti samhliða því að ávaxta fé sjóðsfélaga. Það gerist best með gagnsæjum vinnubrögðum, þar sem fyrirtæki standa jöfn að vígi svo framarlega sem starfsemi þeirra er hagað í takt við góða stjórnarhætti. Sé þess nokkur kostur væri æskilegt að starfsemi slíks sjóðs gæti um leið orðið til þess að endurreisa laskaða fjármagnsmarkaði hérlendis, til hagsbóta fyrir bæði fjárfesta og fyrirtæki.

## **LEITUM NÝRRRA LEIÐA VIÐ TEKJUÖFLUN**

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2010 ber þess merki að stjórnvöldum hafi reynst erfitt að skera niður útgjöld og hafi frekar brugðið á það ráð að auka skattheimtu verulega. Öllum er ljóst að verulega þarf að hagræða í ríkisfjármálum og til þess að brúa megi hallann þarf ekki eingöngu að draga úr útgjöldum heldur einnig að auka tekjur. Við núverandi aðstæður er þó ljóst að heimili og fyrirtæki eru mjög illa í stakk búin til að taka á sig enn frekari fjárhagslegar klyfjar enda mjög stormasamt ár að baki. Heimilin búa við erfiða skuldastöðu, rýrnandi kaupmátt, viðvarandi verðbólgu, háa vexti og lágt atvinnustig. Fyrirtækin búa við gríðarlegan samdrátt í eftirspurn, hruninn fjármagnsmarkað, erfiða skuldastöðu, miklar kostnaðarhækkanir, gjaldeyrishöft og háa vexti. Að hækka skatta á heimili og fyrirtæki við þessar aðstæður gæti gert endanlega útaf við mörg þeirra.

**... öllum er ljóst að verulega þarf að hagræða í ríkisfjármálum ...**

Til að taka á þessum vanda gæti reynst hagkvæmt að breytu fyrirkomulagi á skattheimtu af lífeyrisgreiðslum og skattleggja inngreiðslur í stað útgreiðslna. Fram til þessa hafa greiðslur inn í kerfið verið undanþegnar tekjuskatti og þannig mætti segja að hluti lífeyrissjóðanna sé sparnaður hins opinbera. Hafi einhvern tíma verið ástæða til að ganga á opinberan sparnað þá hlýtur sá tímunktur að vera núna. Að því gefnu að leiðrétting sé gerð vegna persónuafsláttar skiptir ekki höfuðmáli fyrir lífeyrisþegann hvort greiðslur séu skattlagðar við inn- eða útgreiðslu, enda leiðir hækkun á höfuðstól sjálfkrafa til hærri skattgreiðslna í framtíðinni. Að sjálfsögðu yrði áfram dreginn skattur af útgreiðslum úr gamla kerfinu líkt og verið hefur.

**... það gæti reynst hagkvæmt að breyta fyrirkomulagi skattheimtu af lífeyrisgreiðslum ...**

Heildariðgjöld inn í íslenskt lífeyrissjóðakerfi árið 2008 námu tæplega 116 ma.kr. og gera má ráð fyrir svipaðri upphæð árið 2010. Með því að skattleggja þessar inngreiðslur gæti hið opinbera orðið sér út um 35 til 40 ma.kr. í viðbótarskatttekjur, án þess að rýra kaupmátt heimila eða vega að rekstrarforsendum fyrirtækja. Þetta er svipuð upphæð og áætlanir gera ráð fyrir að beinir skattar á einstaklinga komi til með að hækka um árið 2010. Að sama skapi mun skattheimta af þessu tagi ekki hafa nein verðlagsáhrif og eykur því ekki skuldavanda heimila líkt og ýmsar fyrirbyggjandi skattahækkanir stjórnvalda.

**... skattheimta af þessu tagi mun ekki hafa nein verðlagsáhrif ...**

**... til leiðréttingar þyrfti að koma verði fyrirkomulag persónuafsláttar óbreytt ...**

Tveir þættir skipta miklu verði þessi leið farin. Annars vegar er ekki er ljóst hvernig skatthlutföll koma til með að þróast á næstu árum. Ef skattheimta eykst fram að útgreiðslu ættu þeir að hagnast á breyttu fyrirkomulagi en ef hún lækkar myndu þeir aftur á móti verða af tekjum. Hins vegar þyrfti að koma til einhvers konar leiðréttingar verði fyrirkomulag persónuafsláttar áfram við lýði um ókomin ár. Möguleg lausn væri fólgin í því að almannatryggingakerfið myndi einfaldlega greiða eftirlaunaþegum ónýttan persónuafslátt líkt og um bætur væri að ræða. Önnur leið væri fólgin í lægri skattprósentu á lífeyrisgreiðslur, en hætt er við að slík leið væri bæði flóknari í framkvæmd og myndi gagnast efnameiri í ríkari mæli.

Hugmynd þessi er ekki gallalaus. Ljóst er að lífeyrissjóðir hefðu minna svigrúm til að ýta tapi síðustu ára á undan sér og því líklegt að skerða þyrfti réttindi. Þó er rétt að benda á það að lífeyrissjóðum er lögum samkvæmt skylt að skerða réttindi strax ef eignir duga ekki fyrir a.m.k. 90% skuldbindinga og því líklegt að til skerðingar komi óháð breytingu sem þessari. Að sama skapi myndi þetta skapa aukið flækjustig en nútíma upplýsingatækni og sérfræðipækning getur hæglega staðið undir því. Kostir leiðarinnar eru ótvíræðir og því er í öllu falli full ástæða til að kanna hana til hlítar áður en ráðist er í jafn veigamiklar skattahækkningar og boðaðar hafa verið.

## **HÖFT OG HÁIR VEXTIR**

Samkvæmt yfirlýsingum frá peningastefnunefnd Seðlabankans má nánast einvörðungu rekja hátt vaxtastig bankans til markmiða um stöðugleika í gengismálum. Þetta þarf ekki að koma á óvart enda fátt sem knýr verðbólgu um þessar mundir annað en lágt gengi krónunnar og væntingar um áframhaldandi veikingu gjaldmiðilsins. Vaxtastiginu er haldið háu, þrátt fyrir gjaldeyrishöftin, með það fyrir augum að draga úr vilja fjármagnseigenda til að fara á svig við höftin og koma fjármunum úr landi. Að sama skapi er háum raunvöxtum ætlað að binda verðbólguvæntingar áður en gjaldeyrishöft verða afnumin, en slíkt er talið liður í endurreisn trúverðugleika Seðlabankans. Hversu háir vextir verða við afnám hafta á fjármagnsflutningum er aftur á móti ekki lykilatriði, heldur hversu mikla trú erlendir fjárfestar hafa á íslensku hagkerfi. Meti þeir kerfislæga áhættu ásættanlega, er lágt raungengi nægjanlegur hvati til að halda erlendu fjármagni hérlandis til ávöxtunar.

Þar sem höftin eru fyrst og fremst sett til að koma í veg fyrir skammtímaútfærði erlends lánsfjármagns er mikilvægt að finna leiðir til að létta af þeim þrýstingi. Það verður best gert með því að ráðast að rót vandans losa þannig um þörfina fyrir gjaldeyrishöft. Í því samhengi hefur Viðskiptaráð bent á aðkomu lífeyrissjóðanna.

**... sjóðirnir gætu skipt á erlendum eignum og fengið afhend íslensk verðbréf þess í stað ...**

Ein möguleg aðgerð væri fólgin í því að ópolinmótt erlent fjármagn væri losað úr hagkerfinu með eignaskiptum við innlenda aðila. Í ljósi umtalsverðra erlendra eigna lífeyrissjóðanna gætu þeir hæglega komið að slíkum skiptum. Þannig gætu sjóðirnir skipt á erlendum eignum og fengið afhent íslensk verðbréf þess í stað, en eðlilegt væri að miða við gengi sem væri talsvert veikara en skráð gengi er í dag. Erlendir aðilar gætu séð hag sínum betur borgið með því að selja þannig íslenskar eignir á afslætti, í stað þess að þurfa að keppast um að koma fjármagni út úr hagkerfinu þegar opnar fyrir fjármagnsflutninga.

**... samningur af þessu tagi gæti skilað verulega hárrí ávöxtun ...**

**... það er ljóst að vilji stendur til að leysa málið ...**

**... Bretar og Hollendingar hafa þegar greitt út lágmarkstryggingar til innstæðueigenda ...**

**... vaxtaálag lánanna er talsvert lægra en metið er eðlilegt af markaðnum ...**

Lífeyrissjóðirnir eru eingöngu með skuldbindingar í íslenskum krónum, og samningur af þessu tagi gæti skilað þeim verulega hárrí ávöxtun í íslenskum krónum. Slíkt myndi gagnast vel eftir áföll undanfarinna missera. Ef vilji er fyrir hendi af hálfu lífeyrissjóðanna að stunda eignaskipti af þessu tagi ættu stjórnvöld, sérstaklega Seðlabankinn, að liðka fyrir því. Að auki væru þessi skipti þjóðahagslega hagkvæm þar sem krónur þyrftu ekki að ganga kaupum og sölu á gjaldeyrismarkaði með tilheyrandi þrýstingi á gengið.

## **STAÐGREIÐSLA Á ICESAVE**

Stærsta einstaka viðfangsefni stjórnvalda síðustu mánuðina hefur verið úrlausn á skuldbindingum Tryggingasjóðs innlánaeigenda gagnvart breskum og hollenskum stjórnvöldum, Icesave-málið svokallaða. Ekki hefur enn tekist að leiða málið til lykta enda um mjög pólitískt og erfitt mál að ræða. Það er þó ljóst að vilji stendur til að leysa málið, að því gefnu að um sanngjarna niðurstöðu gagnvart öllum aðilum sé að ræða. Samkvæmt aðgerðaáætlun stjórnvalda og AGS er gert ráð fyrir að stjórnvöld standi skil á umræddum skuldbindingum en nákvæmir skilmálar eru samningsatriði milli Íslendinga, Breta og Hollendinga.

Eitt af því sem helst hefur verið rætt er sú spurning hvort Íslendingar standi raunverulega undir þeim skuldbindingum sem fyrirliggjandi samningi fylgir. Samkvæmt honum fá Íslendingar 7 ára frest fram að fyrstu afborgun, en sá tími er ætlaður til að hámarka endurheimtur af lánasafni Landsbankans. Bretar og Hollendingar hafa þegar greitt út lágmarkstryggingar til innstæðueigenda og líta því svo á að umrædd upphæð sé skuld íslenska ríkisins gagnvart þeim. Það lán sem nú stendur til boða ber 5,55% fasta vexti sem hljóta að teljast nokkuð góð kjör að því gefnu að krafan sé réttmæt. Þeir vextir sem boðnir hafa verið í lánasamningum við Alþjóðgjaldeyrissjóðinn og öðrum samtengdum lánveitingum eru t.a.m. nokkuð hærri en þetta. Hér verður ekki rætt um hversu réttmæt krafa Breta og Hollendinga á íslenska ríkið er, heldur eingöngu varpað ljósi á mögulega leið við uppgjör á umræddum skuldbindingar.

Þrátt fyrir að erlendir aðilar telji þjóðina ramba á barmi gjaldþrots er ekki óhugsandi að Íslendingar gætu staðgreitt útistandandi skuldir vegna Icesave. Sú fjárhæð sem nýtt væri til greiðslu kæmi frá lífeyrissjóðum landsins sem myndu veita ríkissjóði Íslands erlent lán. Lánið væri fjármagnað með sölu á erlendum eignum sjóðanna, en þær námu um 2,9 ma. evra í lok júlí 2009. Það er ljóst að um gjörbreytta nálgun á málið væri að ræða, en þrátt fyrir það eru margir kostir fólgnir í þessari leið.

Heildareignir sjóðanna duga ekki fyrir samtölu Icesave-skuldbindinganna. Lánið sem bresk og hollensk stjórnvöld veita er aftur á móti á mun hagstæðari kjörum en ríkissjóði myndi bjóðast á markaði. Með þessu er átt við að vaxtaálag lánanna er talsvert lægra en metið er eðlilegt gagnvart skuldbindingum íslenska ríkisins í erlendri mynt. Skuldatryggingaálag ríkissjóðs stendur t.a.m. nálægt 400 punktum um þessar mundir, sem er um 270 punktum hærra en álagið á lánum Breta og Hollendinga. Ef gert er ráð fyrir að eðlileg kjör á slíku láni til ríkissjóðs væru 200 punktum hærri þá er ljóst að forsendur fyrir verulegum staðgreiðsluafslætti eru til staðar.



... hægt væri að einbeita sér að uppbyggingarverkefnum ...

Að því gefnu að losa mætti erlendar eignir sjóðanna með tiltölulega litlum afföllum má því ætla að erlendar eignir þeirra færu langt upp í heildarskuldbindingarnar. Væri þessi leið farin myndi íslenska ríkið skulda innlendum lífeyrissjóðum í stað breska og hollenska ríkissjóðnum. Þannig væri búið að leysa Icesave-vandann gagnvart erlendum aðilum og hægt væri að einbeita sér að öðrum uppbyggingarverkefnum.

... gríðarlegur ímyndarlegur ávinningur væri fólgin í uppgreiðslu skuldbindinga ...

## PRÍPÆTTUR ÁVINNINGUR

Þrjár meginástæður eru fyrir því að skoða ætti þessa leið. Í fyrsta lagi væri gríðarlegur ímyndarlegur ávinningur fólgin í því að greiða uppskuldbindingar Íslendinga vegna Icesave með þessum hætti. Svo virðist sem flestar þjóðir telji Ísland tæknilega gjaldþrota og traust til þjóðarinnar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum er af mjög skornum skammti. Með eingreiðslu sem þessari myndu stjórnvöld sýna fram á efnahagslegan styrk landsins, en slík skilaboð myndu tvímælalaust gagnast við endurreisn á orðstír landsins á erlendri grundni.

... um ágætis fjárfestingu fyrir lífeyrissjóðina væri að ræða ...

Í öðru lagi væri um ágætis fjárfestingu fyrir lífeyrissjóðina að ræða. Stór hluti af eignasafni lífeyrissjóða eru verðtryggð ríkisskuldabréf enda standast þau öll meginskilyrði til öruggrar raunávöxtunar. Tryggingafræðilegir útreikningar sjóðanna byggja á lágmarksraunávöxtun sem nemur 3,5% í íslenskum krónum. Vextir á láni Breta og Hollendinga eru 5,5%. Þar sem verðlagsþróun helst í hendur við gengi krónunnar, þ.e. raungengi er fast til lengri tíma, má gera ráð fyrir að slíkt lán myndi skila mjög viðunandi ávöxtun. Það mætti jafnvel umbreyta láninu í verðtryggt lán í íslenskum krónum ef sjóðirnir kysu það frekar.

... það er eðlilegt að núverandi kynslóðir beri megnið af áhættunni ...

Til að sjóðirnir væru verr settir þyrfti framtíðarávöxtun af núverandi erlendu eignasafni þeirra að vera hærri en vextir Icesave láns Breta og Hollendinga. Einnig er ljóst að áhættudreifing sjóðanna yrði ekki jafn mikil. Á móti vegur sú staðreynd að ef ríkið getur ekki staðið við erlendar skuldbindingar vegna Icesave, myndi það hafa gríðarleg áhrif á eignasafn lífeyrissjóðanna. Í því tilfalli væri mun heppilegra að krafan lægi hjá lífeyrissjóðum fremur en hjá erlendum ríkissjóðum. Ef greiðslugeta ríkisins stendur ekki undir afborgunum lánsins væri a.m.k. búið að færa úrlausn vandans heim til Íslands.

Í þriðja lagi er eðlilegt að núverandi kynslóðir beri megnið af áhættunni fremur en komandi kynslóðir. Með því að ríkið taki á sig gríðarlegar erlendar skuldbindingar er búið að taka lán fyrir hönd Íslendinga framtíðarinnar. Ef mótaðili lánsins væri lífeyrissjóðirnir í stað Breta og Hollendinga myndu sjóðsfélagar bera hluta af þeirri vanskilaáhættu sem er fólgin í slíku láni.

Komi til þess að ríkið standi ekki undir greiðslum má ætla að skilmálum lánsins yrði breytt með samkomulagi lífeyrissjóða og ríkisins og réttindi sjóðsfélaga myndu skerðast. Þetta væri mun sanngjarnara fyrirkomulag gagnvart komandi kynslóðum. Ef kæmi hins vegar til greiðsluþrots gagnvart erlendum ríkissjóði, líkt og hugsanlegt er samkvæmt núverandi leið, þá er ljóst að íslenska ríkið stæði frammi fyrir nauðasamingum þar sem hagsmunir mótaðila væru ekki samtvinnaðir með jafn augljósum hætti. Byrðar komandi kynslóða gætu því orðið enn þyngri en nú er gert ráð fyrir.

**... tillögurnar ber að skoða á málefnalegum grundvelli með heildarhagsmuni að leiðarljósi ...**

## **NÝTUM STYRK SJÓÐANNA**

Þær tillögur sem hér eru lagðar fram eru hvorki tæmandi, né hafnar yfir gagnrýni. Að sama skapi er ljóst að ákveðnar leiðir sem nefndar eru útiloka aðrar. Tillögurnar ber hins vegar að skoða á málefnalegum grundvelli með heildarhagsmuni heimila og atvinnulífs að leiðarljósi. Lífeyrissjóðina á ekki að horfa á sem ríki í ríkinu heldur mikilvægan hlekk í endurreisn hagkerfisins. Sú erfiða staða sem upp er komin krefst fórna af flestra hálfu og forðast ætti í lengstu lög að velta þeim böggum yfir á komandi kynslóðir. Um leið og standa verður vörð um hagsmuni sjóðsfélagana, er mikilvægt að hafa þetta hugfast og leita allra leiða til að lágmarka framtíðartjón af völdum yfirstandandi þrenginga.

Með því að sýna sveigjanleika og framsýni er mögulegt að nýta lífeyrissjóðina til að ná fram þjóðhagslega hagkvæmri niðurstöðu í ýmsum málaflokkum, með tiltölulega litlum fórnarkostnaði af hálfu núverandi sjóðsfélaga. Þetta er tækifæri sem stjórnvöld og fulltrúar sjóðsfélaga lífeyrissjóðanna ætti tvímælalaust að nýta.

**Nánari upplýsingar veita Finnur Oddsson framkvæmdastjóri Viðskiptaráðs, Frosti Ólafsson aðstoðarframkvæmdastjóri Viðskiptaráðs og Haraldur I. Birgisson lögfræðingur Viðskiptaráðs í síma 510-7100.**