

Hrafn Magnússon:

Erindi flutt á fundi, 4.júní 1996, um innlendan fjármagnsmarkað, sem boðaður var af viðskiptaráðuneytinu, Seðlabanka Íslands og Verðbréfabingi Íslands..

Lífeyrissjóðirnir og innlendu fjármagnsmarkaður.

Ágætu fundarmenn.

Ég vil færa fundarboðendum bestu þakkir fyrir að efna til þessa fundar um innlendan verðbréfamarkað. Við höfum nú hlýtt á fróðleg erindi um skuldabréfamarkaðinn og vaxtamyndun, markaðssetningu íslenskra verðbréfa og um væntanlegar breytingar á starfsemi Verðbréfabings Íslands í kjölfar nýs viðskiptakerfis. Öll þessi erindi hafa verið sérstaklega athyglisverð ekki síst með hliðsjón af vexti hins unga verðbréfamarkaðar, sem þroskast hefur og dafnað með undraverðum og jákvæðum hætti allt frá því að vextir voru gefnir frjálsir hér á landi árið 1986.

Ég hef sem framkvæmdastjóri Sambands almennra lífeyrissjóða verið beðinn um að leggja orð í belg í kjölfar þeirra erinda, sem flutt hafa verið hér á fundinum og með sérstöku tilliti til þeirra starfsskýrsla sem kynntar hafa verið. Þar sem ræðutími minn er mjög takmarkaður en viðfangsefnið er hins vegar bæði fjölbætt og umfangsmikið, verð ég að einskorða umfjöllun mína fyrst og fremst við aðkomu lífeyrissjóðanna að innlendum fjármagnsmarkaði og hvernig þau mál horfa við forsvarsmönnum sjóðanna.

Ég mun í umfjöllun minni einkum fjalla um skýrslu sérfræðingahóps um endurbætur á innlendum skuldabréfamarkaði, enda eru lífeyrissjóðirnir býsna fyrirverðamiklir í þeirri skýrslu allri. Ég vil þó í upphafi aðeins víkja að áliti og tillögum starfshóps um markaðsetningu íslenskra verðbréfa meðal erlendra fjárfesta.

Eftir að leiðir opnuðust fyrir lífeyrissjóði og aðra stofnanafjárfesta að ávaxta í traustum erlendum verðbréfum hefur nánast ekki linnt heimsóknum frá fulltrúum erlendra verðbréfafyrirtækja, sem hingað hafa komið, annað hvort með milligöngu innlendra verðbréfafyrirtækja eða á eigin vegum. Í viðræðum við þessa aðila hefur oftlega borið á góma möguleg eða hugsanleg kaup þessara erlendu fjárfesta á íslenskum verðbréfum. Af þeirra hálfu er það oft hugsað sem leið til að greiða fyrir hugsanlegum fjárfestingum íslenskra stofnanafjárfesta erlendis. Þar finnst mér einkum þrennt skipta miklu máli fyrir hina erlendu fjárfesta og það sem þeir aðallega setja fyrir sig eða veldur þeim nokkrum vandræðum. Í fyrsta lagi gengisáhætta íslensku krónunnar m.v. erlenda gjaldmiðla. Í öðru lagi smæð markaðarins og sá kostnaður, sem felst í því að fylgjast með honum og í þriðja lagi eru það hugsanlegir erfiðleikar fjárfesta við endursölu verðbréfanna, þ.e.a.s. auðseljanleiki bréfanna. Á öll þessi atriði er minnst í skýrslu starfshópsins, en þessi þrjú atriði eru að mínum dómi veigamesta hindrunin í vegi fyrir markaðssetningu íslenskra verðbréfa meðal erlendra fjárfesta. Ég ætla ekki að hafa fleiri orð um þessa ágætu skýrslu að öðru leyti en því að auðvitað tekur þessi markaðssetning tíma og við eigum að gefa henni þann tíma, sem hún þarf.

Um Verðbréfaþing Íslands vil ég aðeins segja þetta. Samtök lífeyrissjóðanna hafa litið á það sem sérstakt forgangsverkefni að styrkja og styðja starfsemi Verðbréfaþings Íslands með öllum tiltækum ráðum, m.a. með því að hvetja lífeyrissjóðina að kaupa hlutabréfa fyrst og fremst af hlutafélögum, sem hlotið hafa skráningu á þinginu. Þá eru samtök sjóðanna hlynnt því að væntanleg Verðbréfamiðstöð starfi í nánú samstarfi og sambýli við Verðbréfaþingið enda styrki það starfsemi þingsins þegar til lengri tíma er litið.

Ég kem þá að skýrslunni um endurbætur á innlendum skuldabréfamarkaði. Ein megin ástæða þessa fundar og það sem væntanlega mun vekja verulega athygli þegar fram líða stundir, er skýrsla sérfræðihóps, sem viðskiptaráðherra skipaði á öndverðum vetri til að fjalla um endurbætur á innlendum skuldabréfamarkaði. Sérfræðihópurinn skilaði af sér skýrslu til ráðherra um miðjan apríl s.l. og er það því að vonum að menn hafi gerst nokkuð langleitir að berja skýrsluna augum, enda tæpir tveir mánuður liðnir frá því að skýrslan var fullgerð.

Sérfræðihópnum var fyrst og fremst ætlað að kanna, hvort viðskiptahættir helstu aðila, sem koma við sögu á skuldabréfamarkaði, þ.e. útgefenda, fjárfesta, verðbréfamiðlara og viðskiptavaka væru eins og best yrði á kosið. Sérstaklega var hópnum falið að draga fram í dagsljósið þær hindranir, sem kynnu að vera í vegi fyrir eðlilegri þróun á markaðinum og að gera tillögur til úrbóta, ef ástæður væru til.

Áður en ég kem að megin niðurstöðum skýrslunnar verð ég að vekja athygli á orðum viðskiptaráðherra, sem hann viðhafi á aðalfundi Sambands íslenskra sparissjóða í október s.l., en þar sagði ráðherrann m.a. orðrétt:

“Lífeyrissjóðirnir í skjóli einkaréttar á því að fara með lífeyrissparnað landsmanna hafa yfirburða stöðu á þessum markaði og þar af leiðandi geta þeir haft afgerandi áhrif á vaxtastigið. Afkoma lífeyrissjóðanna hefur verið að batna á undanförunum árum. Í skjóli þessara aðstæðna hefur þeim tekist að halda uppi háu vaxtastigi.” (Tilvitun lýkur).

Megin niðurstaða sérfræðihópsins gengur hins vegar þvert á þessa skoðun ráðherrans en þar er mjög ákveðið fullyrst að hér á landi hafi átt sér stað mjög jákvæð þróun á markaði fyrir skuldabréf undanförunum ár og að vextir á honum ráðist í meginatriðum af framboði og eftirspurn. Þá segir svo orðrétt í skýrslunni:

“Framangreind niðurstaða varðandi vaxtamyndun er athyglisverð í ljósi þeirra sterku stöðu sem lífeyrissjóðir hafa sem heild á verðbréfamarkaðinum. Sú staða virðist ekki koma í veg fyrir hreyfanleika vaxta né aftra því að þróun þeirra mótist af almennu ástandi framboðs og eftirspurnar.” (Tilvitnun lýkur)

Þessi megin niðurstaða sérfræðihópsins er þeim mun ánægjulegri fyrir forsvarsmenn lífeyrissjóðanna að hún beinlínis hrekur marg endurteknar og órökstuddar fullyrðingar í þá veru að lífeyrissjóðirnir hafi afgerandi áhrif á vaxtastigið og að lífeyrissjóðirnir í skjóli fákeppni hafi tekist að halda uppi háu vaxtastigi landinu.

Þróun hins íslenska fjármagnsmarkaðar hefur verið mjög hröð á undanförunum árum og í skýrslu sérfræðihópsins er reyndar áréttað að engar patentlausnir séu til

varðandi endurbætur á skuldabréfamarkaðinum og er í þeim efnum staðfest fyrri álit, m.a. vaxtamyndunarnefndar, sem skilaði skýrslu sinni til viðskiptaráðherra haustið 1993.

Í skýrslunni er talið mikilvægt að að banna með löggjöf samráð lífeyrissjóðanna í vaxtamálum. Hér er hreyft við sjálfsögðu máli, því þrátt fyrir að lífeyrissjóðirnir hafi aldrei stundað slíkt samráð, er mjög mikilvægt að sambærilegar reglur gildi um þá sem og aðra aðila á lánsfjármarkaði, s.s. banka og sparisjóði. Því er hægt að taka undir þetta sjónarmið, þó ekki hafi gefist tilefni af hálfu lífeyrissjóðanna að festa slík ákvæði í lög.

Nokkuð er fjallað um valfrelsi sjóðfélaga að lífeyrissjóðum í skýrslunni. Ég hef vakið athygli á því víða að við Íslendingar búum við tiltölulega gott lífeyrissjóðakerfi á almennum vinnumarkaði, sem byggist m.a. annars á samtryggingu sjóðfélaga. Auðvelt sé að rústa lífeyrissjóðakerfið með tilraunastarfsemi af þeim toga sem svokallað valfrelsi hefði í för með sér. Nær væri að leysa hinn mikla fjárhagsvanda lífeyrissjóða opinberra starfsmanna heldur en að agnúast út í lífeyrissjóði á samningssviði heildarstamtaka aðila vinnumarkaðarins.

Það er athyglisvert og til fyrirmyndar, hvaða orðum sérfræðingahópurinn fer um valfrelsið, en þar segir m.a. svo orðrétt í skýrslunni:

“Áhrif valfrelsis sjóðfélaga á rekstrargrundvöll lífeyrissjóðanna er hins vegar mál sem lítið hefur verið skoðað og þarfnast því rækilegrar athugunar. Hugsanlegt er að valfrelsi stangist á við samtryggingarþátt og eðli lífeyrissjóðakerfisins þannig að hér þarf að fara að öllu með gát.” (Tilvitnun lýkur).

Hér eru engar tillögur gerðar en nálgun að viðfangsefninu er gerð með yfirveguðum hætti þar sem sérfræðihópnum er ljóst að málið er þannig vaxið og það þarfnast rækilegrar athugunar, enda hugsanlegt, eins og segir í skýrslunni, að valfrelsið sé andstætt samtryggingarþætti og eðli lífeyrissjóðakerfisins.

Í skýrslunni er lagt til að settur verði rammi um fjárfestingar lífeyrissjóða. Slíkar reglur kveði á um hámark áhættu gagnvart einstökum skuldurum og meginreglur varðandi eignasafn lífeyrissjóða. Hér er hreyft athyglisverðu máli en benda verður þó á að eignasafn íslensku lífeyrissjóðanna er mjög frábrugðið eignasöfnum erlendra lífeyrissjóða. Yfir 90% af eignum sjóðanna er í innlendum skuldabréfum, að stærstum hluta til í skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs, en aðeins milli 3 til 4% er í innlendum hlutabréfum. Erlend eign lífeyrissjóðanna í skulda- og hlutabréfum er milli 2% til 3%. Erlendis, t.d. í Bretlandi, er stærsti hluti eigna lífeyrissjóðanna í hlutabréfum, svo dæmi sé tekið og mér er ekki kunnugt um að annars staðar sé jafnstór hluti eigna lífeyrissjóðanna bundinn í ríkistryggðum skuldabréfum, eins og alþekkt er hér á landi.. Þannig virðist nokkurn veginn út í hött að festa í löggjöf almenn ákvæði um hámarkseign íslensku lífeyrissjóðanna í innlendum og erlendum hlutabréfum, svo dæmi sé tekið, m.v. hvað þessar eignir vigta hlutfallslega lítið í eignasafni sjóðanna.

Í þessu sambandi skal vakin athygli á samningi ASÍ og VSÍ um lífeyrismál frá 12. desember s.l. þar sem settar voru niður nákvæmar reglur um ávöxtunarskilyrði varðandi fé lífeyrissjóðanna og skyldur sjóðstjórna að móta fjárfestingarstefnu, sem

leggja skal fram á ársfundi viðkomandi sjóðs, þar sem allir sjóðfélagar, jafnt greiðandi sem lífeyrisþegar, skulu eiga rétt til fundarsetu á ársfundum með málfrelsi og tillögurétti. Ég er með þessum orðum ekki að halda því fram að óþarfi sé að setja frekari reglur um fjárfestingar sjóðanna en það verður þá að gerast í fullri sátt við samtök sjóðanna.

Ég tek undir þá skoðun sérfræðingahópsins að afnám sammingsbundinna skuldabréfakaupa lífeyrissjóða af Húsnæðisstofnun á árinu 1993 hafi verið eitt mikilvægasta skrefið sem tekið var á fjármagnsmarkaðinum í frjálsræðisátt. Í samningum samtaka lífeyrissjóðanna, SAL og LL, við Húsnæðisstofnun og ríkisvaldið um hin sammingsbundnu skuldabréfakaup var sú krafa gerða af hálfu lífeyrissjóðasambandanna, sérstaklega eftir að húsbrefakerfið var tekið upp árið 1992, að gefin yrði úr svokölluð húsnæðisbréf með uppboðsfyrirkomulagi, sem leysti af hólmi hin sammingsbundnu skuldabréfakaup lífeyrissjóðanna af Húsnæðisstofnun. Samtök lífeyrissjóðanna hafa hvatt lífeyrissjóðina að kaupa þessi bréfin til að tryggja það að verðmyndun þeirra væri sýnileg og að hún taki mið af markaðsaðstæðum á innlendum skuldabréfamarkaði. Þá er rétt að upplýsa lífeyrissjóðasamböndin þurftu að hafa töluvert fyrir því að sannfæra stjórnvöld að skuldabréf, sem sjóðirnir keyptu af Húsnæðisstofnun væru framseljanleg. Þó þessi tregða ríkisvaldsins að heimila framsal bréfanna virðist broslæg í dag, sýnir hún okkur aðeins fáeinum misserum síðar, hversu hratt og jákvætt hinn innlendi fjármagnsmarkaður hefur þróast. Aðgerðir lífeyrissjóðasambandanna, hvað varðar afnám hinna sammingsbundnu skuldabréfakaup af Húsnæðisstofnun, en þau kaup námu nokkrum tugum milljarða króna á árunum 1986 til 1993, sannfærir okkur um að samtök lífeyrissjóðanna hafa á umliðnum árum sýnt verulegt frumkvæði varðandi endurbætur íslenska skuldabréfamarkaðarins.

Ágætu fundarmenn.

Lífeyrissjóðirnir eru mjög mikilvægir íslenskum fjármagnsmarkaði og forsvarsmönnum sjóðanna er ljós ábyrgð þeirra og skyldur á markaðinum. Skýrslur bankaeftirlits Seðlabanka Íslands um reikninga lífeyrissjóða hafa tvímælalaust aukið samkeppni milli sjóðanna, ekki síst vegna þess að ýmsar kennitölur sem þar eru dregnar fram um raunávöxtun og kostnað, auðvelda allan samanburð.

Lífeyrissjóðirnir vilja leggja áherslu á mikilvægi þess fyrir þjóðarbúið að sparnaður, hvort sem er í lífeyrissjóðum eða annars staðar, haldi áfram að vaxa, því nægilegt framboð af innlendu sparifé er ein af mikilvægasta forsenda uppbyggingar í atvinnulífinu, jafnvægis í efnahagsmálum og fjárhagslegs sjálfstæðis þjóðarinnar. Lækkun fjármagnskostnaðar er ein mikilvægasta forsenda þess að snúið verði af braut stöðnunar og kyrrstöðu í atvinnulífinu. Sjóðsöfnun lífeyrissjóðanna samfara sívaxandi ráðstöfunarfé þeirra hefur tvímælalaust unnið gegn vaxtahækkunum á innlendum skuldabréfamarkaði. Þannig hafa lífeyrissjóðirnir stuðlað að verulegri vaxtalækkun innanlands og tekið þannig ábyrga afstöðu til innlands skuldabréfamarkaðar. Lífeyrissjóðasamböndin og þeir aðilar sem að þeim standa lýsa sig nú sem endranær reiðubúna til samstarfs við stjórnvöld og aðra aðila á fjármagnsmarkaði að frekari endurbótum á fjármagnsmarkaðinum, svo og að vextir hér á landi geti orðið sambærilegir við það vaxtastig sem þekkist í helstu viðskiptalöndum okkar.

ooo00ooo