

Ríkið fjármagnar hallann í höftunum

Gísli Hauksson, framkvæmdastjóri GAMMA, segir fyrirtækið hafa vaxið jafnt og þétt frá stofnun og nú sé komið að næsta skrefi í vexti þess. Hann segir skammsýni einkenna of margar ákvarðanir stjórnmalamanna og að hætta sé á því að lífeyrissjóðakerfið verði gegnumstreymiskerfi.

BJARNI ÓLAFSSON
bjarni@vb.is



Fjármála fyrirtækið GAMMA er fjögurra ára um þessar mundir og framkvæmdastjóri þess, Gísli Hauksson, segist ákaflega ánægður með að hafa tekist að koma upp öflugum fjármálafyrirtæki á þeim tíma, þ.e. í kringum bankahrunið. „Það er mikið og flókið ferli að stofna fjármálafyrirtæki og miklar kröfur gerðar til þeirra óháð stærð. Þetta var ótrúlegt lærdómsferli að fara í að stofna fyrirtæki eins og þetta á slíkum umbrotatímum. Við Agnar Tómas Möller, sem stofnaði GAMMA með mér, höfðum unnið um árabil í skuldabréfa- og afleiðuviðskiptum hjá Kaupþingi hér heima og í London. Við sáum árið 2007 tækifæri í því að setja upp óháð sjóðastýringarfyrirtæki eins og GAMMA er í dag orðið.“

GAMMA er frábrugðið mörgum íslenskum fjármálafyrirtækjum að ýmsu leyti, að sögn Gísla. „Hátt í þrjú fjórðu hlutfjár félagsins er í eigu starfsmanna og við leggjum mikla áherslu á að sjóðsstjórnarnir okkar séu sýnilegir; þeir taki þátt í efnahagsmæðunni. Að við-

fjöldmörgum stofnanafjárfestum sem viðmið við fjárfestingar.“

Markaðurinn mjög einsleitur

Gísli segir að komið sé að næsta skrefi í vexti félagsins en eftir að hafa komið á fót þremur skuldabréfasjóðum hefur félagið stofnað hlutabréfasjóð, verðbréfasjóð sem hugsaður er til skemmri tíma ávöxtunar og fjárfestingarsjóð fyrir almenna fjárfesta sem fjárfestir í hluta- og skuldabréfum, jafnt skráðum sem óskráðum. „Með þessu erum við hægt og rólega að auka vöruframboð félagsins til að koma til móts við eftirspurn frá viðskiptavinum okkar. Samhliða þessari þróun erum við að skoða ýmis fyrirtækjaverkefni þar sem markmiðið er að vinna með stjórnendum og eigendum fyrirtækja að afmörkuðum verkefnum og taka

kvætt skref. Við munum eflaust ekki fara í mjög mörg svona verkefni, heldur einbeita okkur að því að finna þau réttu.“

GAMMA var í upphafi byggt upp í kringum skuldabréfamarkaðinn hér á landi og segir Gísli að ávöxtun á verðtryggðum skuldabréfum hafi verið ævintýraleg undanfarin ár og það sem komi mörgum á óvart er að veltan á markaðnum er meiri en var á árunum fyrir hrun. „Ávöxtun sjóðanna okkar hefur verið mjög góð og það hefur komið viðskiptavinum okkar mjög vel.“ Gísli segir að hugsanlega muni ávöxtunarkrafa á íslenskum skuldabréfamarkaði fara hækkandi á næstu mánuðum og misserum, einkum í ljósi þess að Seðlabankinn er núna kominn í vaxtahækkunarferli. „Það ræðst hins vegar mjög mikið af því hvort

anna. „Lífeyrissjóðakerfið okkar er mjög gott og komst í raun mjög vel í gegnum hrunið, þrátt fyrir digurbarkalegar yfirlýsingar aðila sem greinilega þekkja ekki vel til sjóðanna. Það má vel vera að sjóðirnir hafi tekið einhverjar slæmar fjárfestingarákvarðanir, en hver gerði það ekki? Þeir áttu mun minna af hlutabréfum en af er látið og áttu heilmikið í erlendum eignum. Þeir hefðu eflaust átt að eiga meira erlendis og þá í erlendum ríkisskuldabréfum, en látum slíka eftiráspeki liggja á milli hluta. Frá hrúni hafa þeir hins vegar átt mjög erfitt með að finna vænlega fjárfestingarkosti. Það hefur gengið hægt að skrá félög á hlutabréfamarkað og bankarnir hafa verið lengi að selja frá sér eignir. Ríkissjóður hefur nýtt sér þetta ástand og höftin til að fjármagna gríð-

frá hrúni; uppsöfnuð verðbólga frá þeim tíma hefur verið um 25%.“

Sjóðirnir áttu ekkert val

Gísli segir að lífeyrissjóðirnir hafi í raun ekki haft neitt annað val en að taka þátt í þessum útboðum ríkissjóðs, því aðrir fjárfestingarkostir hafi ekki verið til staðar. „Með því er ekki sagt að slíka kosti væri ekki hægt að búa til. Ein áhugaverðasta hugmyndin þykir mér sú sem doktor Ásgeir Jónsson, efnahagsráðgjafi GAMMA, kom fram með um að gefa sjóðunum kost á að kaupa 30% hlut í Landsvirkjun og skrá félagið samhliða á hlutabréfamarkað. Sjóðirnir gætu þessi bréf fyrir krónur en vegna þess að tekjur Landsvirkjunar eru aðallega í erlendri mynt væri þetta frábær eign fyrir lífeyrissjóðina. Þetta myndi líka hafa mjög góð áhrif á Lands-

“

Sem dæmi má nefna á ríkið frekar að skulda verðtryggt en óverðtryggt. Það eykur til muna aðhald hjá ríkinu.

skiptavinir okkar þekki þann sem stýrir þeirra sjóði, fjárfestar geti verið í beinu sambandi við sinn sjóðsstjóra og að þeir viti hvaða skoðanir við höfum á efnahagsmálum á hverjum tíma. Þessu tengt tel ég það líka skipta máli að flestir okkar starfsmanna kenna við Háskólana samhliða sjóðsstjórn og þá höfum við einnig unnið fjöldamörg ráðgjafarverkefni fyrir stjórnvöld og mörg stærstu fyrirtæki landsins. Á þessum fjórðum árum hefur fyrirtækið verið jafnt og þétt að byggjast upp og nú er svo komið að við erum með um 25 milljarða í stýringu í átta sjóðum fyrir m.a. öll tryggingafélög landsins, þrettán lífeyrissjóði, eignastýringar bankanna, erlenda aðila og stóran hóp efnameiri einstaklinga og fjölskyldna. Fyrirtækið er óskuldsett og með hátt í 400 milljónir króna í eigið fé. Við vorum fyrstir til að vera með rafræna sjóði sem auðveldar viðskiptavinum að fjárfesta í sjóðum okkar óháð því hvar þeir eru í bankaviðskiptum og jafnframt komum við með á markaðinn töluvert hagstæðara verðlagða sjóði en áður þekktist. Eitt af því sem við gerðum til að efla umræðu um skuldabréfamarkaðinn og auka þekkingu fjárfesta á markaðnum var að hefja birtingu á skuldabréfavisitölu GAMMA sem margir þekkja og er m.a. notuð í dag af



Bólan hefði varla blásið eins mikið út og höggið hefði ekki orðið eins mikið ef menn hefðu getað skortselt bréf á íslenska markaðnum fyrir hrun, að mati Gísla.

VB MYND/BIG

Vill ekki vaxa of hratt

GAMMA hefur vaxið jafnt og þétt frá stofnun fyrirtækisins en Gísli vill þó ekki meina að það vaxi of hratt eða of mikið. „Ég hef til dæmis staðið fast á því að við höldum skrifstofunum sem við erum með núna m.a. til að koma í veg fyrir of hraðan vöxt. Við höfum lagt mikla áherslu á það að vera svokallað boutique fjármálafyrirtæki þar sem ekki er langt frá fjárfesti til sjóðsstjóra.“

Fyrst um sinn voru starfsmenn og eigendur tveir, þ.e. Gísli sjálfur og Agnar, síðar kom MP banki inn í hluthafahópinn. Guðmundur Björnsson, sem var áður forstöðumaður afleiðuviðskipta Kaupþings, gekk svo til liðs við félagið í september 2008. Valdimar Ármann, hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur, sem hafði starfað um árabil í London og New York, gekk svo til liðs við þá vorið 2009. „Við höfum viljað gera þetta hægt og bitandi, en starfsmenn eru núna 11 talsins.“ Gísli segir að það sé ekki endilega gefið að stærra fyrirtæki sé ábatasamara en lítið. „En við viljum líka leggja áherslu á að reka gott fyrirtæki þar sem ávöxtun sjóðanna er í fyrirrúmi. Sumir sjóðanna okkar eru árangurstengdir þannig að það skiptir öllu máli að ávöxtun þeirra sé góð frekar en að þeir séu sem stærstir.“

þá þátt í fjármögnun þeirra annað hvort með hlutfé eða lánsfé í gegnum sjóði. Þá tel ég líka mjög mikilvægt að hafa í huga að við fjárfestum sjálfir í eigin sjóðum, þannig sýnum við svart á hvítu að við teljum verkefnið áhugaverð og til að tryggja að hagsmunir okkar og fjárfesta fari algerlega saman. Ég get sem dæmi tekið Borfélag Íslands, sem er í eigu sjóðs á okkar vegum, en við erum í hluthafahópi sjóðsins. Þetta er nokkuð sem sjóðastýringarfyrirtæki gera ekki á Íslandi en ég held að sé mjög já-

ádrir fjárfestingarkostir taka við sér, t.d. með skráningum félaga á hlutabréfamarkaðinn. Fjármálamarkaðurinn er aftur á móti mjög einsleitur sem hefur slæm áhrif á markaðinn og markaðsaðila. Má þar nefna sem dæmi lífeyrissjóðakerfið, sem er á hraðri leið í að verða gegnumstreymiskerfi.“

Á Gísli þar við að hlutur ríkisskuldabréfa og íbúðabréfa með ríkisábyrgð og annarra gegnumstreymiseigna í eigu sjóðanna hefur farið hraðvaxandi frá hrúni og nálgast nú um helming eigna sjóð-

arlegan hallarekstur síðustu ára með því að gefa út óverðtryggt ríkisskuldabréf á ansi lágru ávöxtunarkröfu. Sést þetta t.d. á því að meðalávöxtun þeirra sem keyptu ríkisskuldabréf í frumútboðum á árunum 2009 til 2012 var aðeins 0,9%, en á þremur árum gaf ríkið út skuldabréf og víxla að fjárhæð 725 milljarðar króna eða um hálfa landsframleiðslu. Ríkið var einnig ansi séð í því að gefa út nánast eingöngu óverðtryggt bréf, eða um 85% af sinni útgáfu, sem kom þeim vel því verðbólga hefur verið mikil

virkjun, sem þarna fengi nýtt eigið fé inn og gæti flýtt framkvæmdum. Með þessu móti væri hægt að búa hér á Íslandi til fyrirtæki sem hefði svipaða stöðu og Statoil í Norge. Landsvirkjun fengi með þessu móti líka markaðsaðhald, enda væru ekki bara stjórnmalamenn í stjórninni. Samhliða þessu væri hægt að afnema ríkisábyrgð á nýjum skuldum Landsvirkjunar.“

Gísli leggur mikla áherslu á mikilvægi Landsvirkjunar á komandi árum. „Framkvæmdaáætlun sú sem Landsvirkjun lagði fram árið 2011 er að mínu mati grundvöllur að efnahagslegri endurreisn Íslands. Til þess að hægt sé að aflétta höftum og koma hagkerfinu aftur á braut hagvaxtar þá þurfum við á beinni erlendri fjárfestingu að halda. Á framkvæmdatímabilinu má búast við að uppsöfnuð fjölgun starfa verði hátt í 12 þúsund, og hagvaxtaráhrifin á árabillinu 2013-2025 verði að meðaltali um 1,2% á ári. Einnig mun Landsvirkjun verða orðinn ansi stór póstur í rekstri ríkissjóðs og að framkvæmdatímabilinu loknu vera ábyrg fyrir um 14% af tekjum ríkissjóðs.“



Gísli segir að það sé ekki endilega gefið að stærra fyrirtæki sé ábatasamara en áherslan er lögð á að reka gott fyrirtæki þar sem ávöxtun sjóðanna er í fyrirrúmi.

VB MYND/BIG

Hann segir að það sé mjög áhugavert að þrátt fyrir alla umræðuna um mikilvægi þess að draga úr vægi verðtryggingar hafi hið opinbera lítið sem ekkert gert í því augnamiði. „Það voru bankarnir sem fyrstir voru til að bjóða upp á óverðtryggð lán. Íbúðalánasjóður hefur ekki gert það ennþá en segist ætla að gera það á síðari helmingi þessa ár en alls er óvíst hvernig það mun ganga.“

Að mati Gísla á ekki að vera flókið að minnka vægi verðtryggingar og auka skilvirkni á fjármálamarkaðnum. „Sem dæmi má nefna á ríkið frekar að skulda verðtryggt en óverðtryggt. Það eykur til muna aðhald hjá ríkinu þegar stjórnálmenn gera sér grein fyrir því að aukin útgjöld sem leiða til verðbólgu hafa bein áhrif á greiðslur ríkissjóðs. Þá þarf að auka skilvirkni á fjármálamarkaði, en verðmyndun á vöxtum til dæmis er ekki nægilega skilvirk. Hana mætti bæta til muna með því að taka aftur upp markað með vaxtaskiptasamninga. Það er gríðarleg bjögun á skuldabréfamarkaði vegna haftanna. Útlendingar eiga mjög mikið af stuttum ríkisskuldabréfum og ávöxtunarkrafan á þeim er jafnvel einu og hálfu prósentu- stigi lægri en stýrivextir Seðlabankans, sem undir edlilegum kringumstæðum eiga að vera lægstu vextir í landinu þegar Seðlabankinn er í vaxtahækkunarferli.“

Afleiðumarkaður með vexti og verðbréf er varla til staðar lengur og hefur ekki verið frá hrúni, að sögn Gísla. „Það er grundvallaratriði að fjárfestar geti skipt úr einni tegund greiðslufæðis í annað ef markmiðið er að afnema verð-

Ekki rétt haldið á höftunum

Gísli segist skilja ákvörðunina um að setja gjaldeyrishöftin á, þótt hann sé ekki endilega sammála henni. „Það hefði hins vegar átt að vinna mun betur úr henni. Ef erlendum aðilum hefði verið boðið að fara út strax í upphafi hefðu þeir væntanlega tekið því feginns hendi á hugsanlega mjög lágu gengi. Þegar líða tók á árið 2009 varð hins vegar flestum ljóst að höftin yrðu hér til lengri tíma en Seðlabanki og ríkisstjórn virtust ekki vera sammála því. Lengi var talað um að þau yrðu þrjú eða sex mánuði í viðbót en lítið var gert til að vinna að afnámi eða í að nýta þá kosti sem höftin þó höfðu í för með sér. Strax þá hefði átt að segja að höftin yrðu til staðar í segjum þrjú ár og hefja þá þegar vinnu að raunhæfri áætlun um afnám þeirra og það hvernig losna ætti við aflandskrónurnar. Á sama tíma hefði verið hægt að lækka stýrivexti mun hraðar en það á eftir að verða einhverjum rannsóknarefni hvernig á því stóð að skammtímaraunvextir voru hærri frá 2009 fram á árið 2011 en á árunum fyrir hrún.“

trygginguna. Bankarnir hafa verið tregir til að setja á markað nýjar vörur og hugsanlega er einhver ímyndarvandi þar valdandi og lítill vilji til að taka áhættu. Til að verðmyndun á markaði sé rétt og skilvirk er mikilvægt að hægt sé að skortselja bréf, bæði hlutabréf og skuldabréf, en fyrir hrún var skortsölumarkaðurinn mjög takmarkaður, sem gerði verðmyndun á hlutabréfum ranga, eins og við fengum að finna fyrir haustið 2008. Bólan hefði varla blásið eins mikið út og höggði hefði ekki orðið eins mikið ef menn hefðu getað skortselt bréf á íslenska markaðnum fyrir hrún. Ástæðan er meðal annars sú að lífeyrissjóðirnir máttu ekki og mega ekki enn lána bréf í þessum tilgangi, sem er mjög undarlegt. Lífeyrissjóðir eru venjulega langtímafjárfestar sem ekki eiga að hafa miklar áhyggjur af tíma- bundnum verðsveiflum og ættu því

að geta lánað bréf gegn greiðslu, en það er því miður bannað.“

Minnir á Ráðstjórnarríkin

Gísli segir það lífsnauðsynlegt að lífeyrissjóðirnir fái að fjárfesta erlendis. „Þvert á móti er frekar lagt mjög hart að þeim að selja erlendar eignir og koma með gjaldeyrinn heim sem er algerlega röng stefna. Það að vera með eignir erlendis er hrein áhættudreifing og skynsöm fjárfestingarstefna. Vegna haftanna misstu sjóðirnir til dæmis að hluta af þeirri miklu hækkingu sem varð á erlendum hlutabréfamörkuðum, einkum í Bandaríkjunum árin 2009 til 2011, sem er ákaflega sorglegt. Annars vegar er verið fá þá heim með gylliboðum og hins vegar með hótunum og skattheimtu. Ég veit ekki hvaðan þessi hugmynd kom að stjórnálmenn eigi að hafa eitthvað með lífeyrissjóðina að gera. Þetta kemur þeim

hreinlega ekkert við. Ef sú þróun heldur áfram sem ég benti á áðan, að vægi gegnumstreymiseigna í eignasafni sjóðanna fari áfram vaxandi, þá verður erfitt að snúa þróuninni við. Hún er hins vegar ekki öllum stjórnálmönnum á móti skapi. Ögmundur Jónasson hefur til dæmis sagt að hann vilji frekar gegnumstreymiskerfi og aðrir þingmenn Vinstri-grænna virðast vera alfarið á móti séreignarsparnaði sem ætti svo sem ekki að koma á óvart þegar aðgerðir sósíalista í efnahagsmálum eru skoðuð, en á stundum líður manni eins og við séum stödd í Ráðstjórnarríkjunum um miðja síðustu öld.“

Gísli segir að ríkið hafi augljóslega lært ýmislegt af þeim fyrirtækjum sem helst eru gagnrýnd fyrir frammistöðu sína í aðdraganda hrunsins. „Fyrirtækin voru til dæmis gagnrýnd fyrir að hafa eignir og skuldbindingar utan efnahags, en horfðu á hvað ríkið er að gera núna. Til dæmis eiga framkvæmdir við Vaðlaheiðargöng að fara fram í gegnum félag sem er utan efnahagsreiknings ríkisins og sama á við um Hörpuna, Landspítalann og svo framvegis. Þetta minnir óneitanlega á Grikkland, sem var allt utan efnahags eins og nú er að koma í ljós!“

Hann segir að skammtími einkenni allt of mikið af þeim ákvörðunum sem teknar hafa verið undanfarið. „Lítið hefur verið gert í því að takast á við vanda Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins, sem er með gat upp á hundruð milljarða sem einhvern veginn verður að fylla. Þá verður einnig að skoða það mikla misvægi sem er milli lífeyrissrétt-

inda opinberra starfsmanna annars vegar og almennra lífeyrissjóðsfélaga hins vegar. En þetta eru erfð málefni sem stjórnálmenn eiga auðvelt með að velta á undan sér. Gríðarleg skuldasoöfnun ríkisins á undanföllum árum er annað atriði en mér sýnist á öllu að kynslóðirnar í dag ætli sér ekki að takast á við vandann, heldur velta honum á komandi kynslóðir. Annars er besta dæmið um svona skammtími skuldabréf sem Reykjavíkurborg gaf út árið 2009 til að fjármagna m.a. vinnu fyrir ungt fólk þá um sumarið. Skuldabréfið er á gjalddaga 2053 og þegar það er uppgreitt verður búið að greiða höfuðstólinn 2,5 sinnum til baka verðtryggðan!“

Eins og margir aðrir telur Gísli óhjákvæmilegt að taka upp annan gjaldmiðil en krónuna. „Reynsla síðustu ára hefur sýnt okkur að krónan er ekki lengur tækur gjaldmiðill með svona lítið hagkerfi á bak við sig. Einhverjir hafa sagt að krónan sé ekki vandamálið, heldur efnahagsstjórnin, en ef menn halda að hún eigi eftir að batna vegna þess eins að við ákveðum að halda í krónuna þá held ég að þeir verði fyrir vonbrigðum. Ég er ekki að segja að einföld lausn sé á þessum vanda, eða að það sé augljóst hvaða leið við eigum að fara, en það er bráðnauðsynlegt að fram fari nú þegar upplýst og gagnrýnin umræða um möguleika Íslands í peningamálum. Það er mikilvægt að þekkja hagsöguna og hafa í huga að þegar höftum var komið hér á árið 1931 þá var það líka hugsað sem tímabundin ráðstöfun sem endaði á að vara í 65 ár.“