

**BIRTA**  
LÍFEYRISSJÓÐUR



## **FJÁRFESTINGARSTEFNA 2020**

SAMTRYGGINGARDEILD OG DEILD TILGREINDRAR  
SÉREIGNAR

# Efnisyfirlit

1. TILGANGUR .....	3
2. LANGTÍMA MARKMIÐ .....	3
2.1 SKYNSEMISREGLAN .....	4
3. STJÓRNARHÆTTIR .....	5
3.1 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI .....	5
3.2 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING.....	5
3.3 SAMSKIPTA- OG SIÐAREGLUR.....	6
3.4 EIGENDASTEFNA .....	6
3.5 SAMFÉLAGSLEG ÁBYRGÐ.....	6
4. EIGNAFLOKKAR .....	6
5. FORSENDUR.....	6
5.1 RÉTTINDAKERFI OG ALDURSSAMSETNING SJÓDFÉLAGA .....	6
5.2 LÍFEYRISBYRGÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI.....	7
6. MARKMIÐ OG VIÐMIÐ UM ÁVÖXTUN OG ÁHÆTTU .....	7
6.1 TAKMARKANIR FJÁRFESTINGA .....	8
6.2 AÐRAR TAKMARKANIR FJÁRFESTINGA .....	9
6.3 NÝ FJÁRFESTINGASTEFNA.....	10
6.3.1. Samtryggingardeild .....	10
6.3.2. Tilgreind séreign .....	10
7. Önnur markmið/viðmið .....	11
7.1 VIÐMIÐUNARVÍSITÖLUR BIRTU.....	11
7.2 GJALDMIÐLASKIPTING VERÐBRÉFA-SAFNS.....	11
7.3 ATVINNUGREINASKIPTING VERÐBRÉFASAFNS .....	11
7.4 MEÐALLÍFTÍMI SKULDABRÉFAFLOKKA.....	11
7.5 VIRK STÝRING EIGNA OG HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU.....	12
7.6 NOTKUN AFLEIÐA.....	13
7.7 FASTEIGNATRYGGÐ VEÐSKULDABRÉF, SJÓDFÉLAGABRÉF OG ÖNNUR FASTEIGNATRYGGÐ VEÐLÁN.....	13
7.8 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR.....	14
7.9 SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ SEM BIRTA HEFUR SETT SÉR Í FJÁRFESTINGUM.....	14
8. UMFJÖLLUN UM EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUDUM .....	14
9. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA.....	17
9.1 GREINING Á ÁHÆTTUÞOLI SJÓÐSINS .....	18

# 1. TILGANGUR

Þetta stefnuskjal er fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs, mótuð af stjórn sjóðsins með þátttöku fjárfestingaráðs Birtu. Skjalið á bæði við um samtryggingardeild sjóðsins og um deild tilgreindrar séreignar nema annað sé tekið fram.

Fjárfestingarstefnunni er ætlað að vera vegvísir fyrir stjórn, fjárfestingaráð og þá þjónustuaðila sem stýra eignum fyrir sjóðinn. Hún er formlegt skjal sem lýsir stefnu sjóðsins við fjárfestingar og ávöxtun fjár sjóðfélaga. Fjárfestingarstefnan er kynnt sjóðfélögum og lögð fram til staðfestingar á ársfundi sjóðsins sbr. 3. mgr. 30. gr. laga um lífeyrissjóði. Stefnan er jafnframt birt á heimasíðu sjóðsins, birta.is.

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs er mótuð í samræmi við reglugerð nr. 916/2009 með síðari breytingum um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða.

Stefnan er grundvölluð á 36. gr. laga um lífeyrissjóði með síðari breytingum og er ákvörðuð af stjórn sjóðsins og fjárfestingaráði í samræmi við góða viðskiptahætti og með hliðsjón af innri reglum Birtu um fjárfestingar. Við móttun stefnunnar eru hagsmunir sjóðfélaga og ávöxtun á eignum sjóðsins að teknu tilliti til áhættu ávallt hafðir að leiðarljósi.

Fjárfestingarstefnan er mótuð til lengri tíma en eins árs. Engu að síður er hún endurskoðuð árlega af stjórn Birtu og fjárfestingaráði með tilliti til breytinga í umhverfi sjóðsins.

# 2. LANGTÍMA MARKMIÐ

Fjárfestingarstefnan er nánari útfærsla á þeirri hugmyndafræði sem sjóðurinn notar við að ná fjárfestingarmarkmiðum sínum. Hún er sett fram í þeim tilgangi að ná eftirfarandi langtíma markmiðum:

- A. Tryggja að sem mest jafnvægi ríki á milli eigna skuldbindinga
- B. Ná hæstu mögulegu ávöxtun að teknu tilliti til áhættu og seljanleika eigna
- C. Viðhalda nægilegri áhættudreifingu eigna
- D. Tryggja öryggi eigna og varðveita verðgildi sjóðsins til langs tíma
- E. Leggja áherslu á innra virði og langtíma raunvirðisaukningu
- F. Leggja áherslu á langtímavæntingar og áhættuleiðrétta ávöxtun umfram sætaskipan í árangri til skamms tíma

## 2.1 SKYNSEMISSREGLAN

Mótun fjárfestingarstefnu Birtu lífeyrissjóðs byggir á almennum meginreglum laga, skynsemissreglu. Skynsemissreglan byggir á almennum kröfum sem gerðar eru til stjórnar og starfsmanna Birtu við mótun fjárfestingarstefnunnar og fjárfestinga í samræmi við hana. Almennar kröfur sem taldar eru skynsamlegar þegar lágmarkskröfum laga sleppir.

Meginreglurnar eru eftirfarandi:

Við mótun stefnunnar eru hagsmunir sjóðfélaga og ávöxtun á eignum sjóðsins að teknu tilliti til áhættu ávallt hafðir að leiðarljósi. Til þess að tryggja hagsmuni sjóðfélaga sem best setur sjóðurinn sér reglur um stjórnarhætti sem vísað er til í kafla þrjú hér á eftir. Þar er vísað til fjölmargra reglna sem stjórn setur sér til að tryggja hagsmuni sjóðfélaga sem best.

Lífeyrissjóðurinn horfir til aldurssamsetningar sjóðfélaga og annarra tryggingafræðilegra þátta sem áhrif hafa á skuldbindingar. Sérstök umfjöllun er um tryggingafræðilegar forsendur í fimmta og sjötta kafla.

Fjárfestingarstefnan og allar fjárfestingar sem byggja á henni skulu byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi í huga.

Fjárfestingarstefnan byggir þannig á vali á eignaflokkum sem teljast uppfylla ofangreind skilyrði og spá stjórnar og fjárfestingarráðs um vænta arðsemi til lengri tíma að teknu tilliti til

áhættu. Þær forsendur sem lagðar eru til grundvallar er lýst í sjötta kafla. Til þess að tryggja sem best að sjóðurinn uppfylli framangreindar kröfur í fjárfestingum, setja stjórn og starfsmenn sér reglur og verklagsreglur þar sem viðeigandi greining er skilgreind með tilliti til tegundar eignaflokka. Sem dæmi þá eru í gildi lánareglur þar sem tryggt er að ofangreindar upplýsingar um öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi er aflað og hafðar að leiðarljósi. Stjórnin setur sjóðnum þannig fjölmargar reglur og takmarkanir í þessari fjárfestingarstefnu sem taldar eru skynsamur og líklegar til að tryggja langtíma markmið.

Þessari fjárfestingarstefnu er ætlað að gæta þess að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu, m.a. með því að gæta að fylgni ávöxtunar einstakra eigna og eignaflokka. Sú aðferðafræði sem sjóðurinn notar til að tryggja sem best áhættudreifingu er lýst í sjötta kafla um markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu. Þar er bæði aðferðafræðinni lýst og þeim takmörkunum sem settar eru til að koma í veg fyrir of mikla samþjöppun og uppsöfnun á áhættu.

## 3. STJÓRNARHÆTTIR

Allar ákvarðanir stjórnar er varða ávöxtun eigna Birtu eru teknar með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi. Við meðferð mála horfir stjórn til II. kafla stjórnarsýslulaga er varðar sérstakt hæfi stjórnar- og starfsmanna til að taka þátt í ákvörðunum. Í kaflanum eru vanhæfisástæður skilgreindar og hver áhrif vanhæfis eru. Þá horfir stjórn einnig til Leiðbeininga um stjórnarhætti sem útgefna eru af Viðskiptaráði Íslands, Samtökum atvinnulífsins og Nasdaq Iceland, einkum 2. og 3. kafla sem fjallar um störf stjórnar og þátttöku stjórnarmanna á stjórnarfundum.

### 3.1 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI

Stjórn Birtu hefur sett sér reglur um viðskipti stjórnar- og starfsmanna með fjármálagerninga. Reglurnar eru settar samkvæmt 5. tl. 2. mgr. 29. gr. laga um lífeyrissjóði.

Reglurnar taka, eftir því sem við á, til Birtu lífeyrissjóðs, stjórnarmanna, starfsmanna og fjölskyldna þeirra. Starfsmenn sem ekki koma að starfsemi sem valdið getur hagsmunaárekstrum, hafa engan aðgang að innherjaupplýsingum eða öðrum trúnaðarupplýsingum sem geta tengst verðbréfiðskiptum sjóðsins eru undanþegnin ákvæðum 8. og 10. gr. reglnanna um tilkynningaskyldu og undirritun yfirlýsingar. Reglunum er ætlað að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra í starfsemi sjóðsins og jafnframt að draga úr hættu á að þeir sem reglurnar taka til tengist einstökum úrlausnarefnum með þeim hætti að fyrirfram megi draga í efa óhlutdrægni þeirra við meðferð

og afgreiðslu einstakra mála. Reglunum er ætlað að tryggja vandaða starfshætti sem stuðla að trúverðugleika sjóðsins, stjórnar hans og starfsmanna.

### 3.2 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING

Samkvæmt 29. gr. laga um lífeyrissjóði ber stjórn Birtu ábyrgð á starfsemi sjóðsins. Stjórn hefur með höndum almennt eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun eigna sjóðsins. Samkvæmt 3. tl. 29. gr. skal stjórn móta fjárfestingarstefnu Birtu í samræmi við VII. kafla sömu laga. Stjórn Birtu samþykkir og gerir breytingar á fjárfestingarstefnu og ber ábyrgð á að henni sé framfylgt. Stjórnin felur fjárfestingaráði Birtu að fylgja stefnunni eftir og fjárfesta iðgjöldum og öðru ráðstöfunarfé í samræmi við yfirlýsta fjárfestingarstefnu.

Stjórn Birtu veitir fjárfestingaráði heimild til að útvista afmörkuðum þáttum eignastýringar til fagaðila í samræmi við grunnstefnu og meginreglur í fjárfestingastarfsemi sjóðsins.

Stjórn Birtu hefur falið innri endurskoðanda að leggja mat á eftirlitsumhverfi sjóðsins og hlítinu gagnvart fjárfestingarreglum hans. Jafnframt leggur innri endurskoðandi mat á það hvort að í reglum sjóðsins sé viðunandi innra eftirlit sem kynnt er stjórn sjóðsins milliliðalaust.

Framkvæmdastjóri hefur eftirlit með að fjárfestingarstefnu sé fylgt eftir og gefur stjórn skýrslu um stöðu eigna ársfjórðungslega í samræmi við reglur Birtu um upplýsingagjöf framkvæmdastjóra til stjórnar.

### 3.3 SAMSKIPTA- OG SIÐAREGLUR

Stjórn sjóðsins og starfsmenn gera sér ljóst þá ábyrgð sem því fylgir að hafa umsjón með fjármunum sem eru í eigu sjóðfélaga. Í ljósi þess hefur stjórn sett sérstakar samskipta- og siðareglur sem ætlað er að stuðla að góðum starfsháttum og samskiptum á fjármálamarkaði.

### 3.4 EIGENDASTEFNA

Birta lífeyrissjóður er virkur þátttakandi á innlendum verðbréfamarkaði. Í því ljósi gætir sjóðurinn hagsmuna sinna í hlutafélögum, verðbréfasjóðum og sem eigandi skuldabréfa í samræmi við sérstaka eigendastefnu.

Eigendastefnan er notuð til hliðsjónar við framkvæmd fjárfestingastefnunnar. Markmið hennar er að skýra og skilgreina afstöðu stjórnar til stjórnarháttanna í starfsemi fyrirtækja sem tengjast hagsmunum Birtu og miðla henni til stjórnar viðkomandi fyrirtækis.

### 3.5 SAMFÉLAGSLEG ÁBYRGÐ

Birta lífeyrissjóður er aðili að sáttamála Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar (*e. Principles for Responsible Investment*). Að mati stjórnar Birtu er eðlilegt að byggja samfélagslega ábyrgð og siðferðisleg viðmið í fjárfestingum sjóðsins á grunni þess sáttmála þar sem hann hefur að geyma viðmið sem viðurkennd eru af alþjóðasamfélaginu.

Sáttmálinn er leiðbeinandi fyrir stofnanafjórfaða um allan heim og felur í sér að þátttakendur skuldbindi sig til að taka tillit til umhverfislegra og félagslegra þátta við fjárfestingar sínar, auk þess sem lögð er áhersla á góða stjórnarhætti fyrirtækja sem fjárfest er í.

## 4. EIGNAFLOKKAR

Fjárfestingarstefnan byggir á tegundaflokkun 1.-6. töluliðar 36. gr. a laga nr. 129/1997 sem sett er fram í fylgiskjali I (fyrir samtryggingardeild) og fylgiskjali II (fyrir deild tilgreindrar séreignar) við fjárfestingarstefnuna. Tekið er mið af núverandi eignasamsetningu við mótun fjárfestingarstefnunnar og gert ráð fyrir að sjóðnum takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem ákvörðuð eru fyrir hverja tegundaflokkun.

## 5. FORSENDUR

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs byggir á eftirfarandi forsendum sem eiga einungis við um samtryggingardeild sjóðsins.

### 5.1 RÉTTINDAKERFI OG ALDURSSAMSETNING SJÓÐFÉLAGA

Réttindakerfi Birtu er aldurstengt kerfi þar sem iðgjöld mynda réttindi í samræmi við þann tíma sem þau ávaxtast í sjóðnum. Iðgjald sem greitt er snemma á starfsævinni veitir þannig meiri rétt en iðgjald sem greitt er seinna. Þannig veitir iðgjald 25 ára sjóðfélaga ekki sömu réttindi og iðgjald 65 ára sjóðfélaga, þar sem iðgjald þess unga mun ávaxtast 40 árum lengur en iðgjald þess eldri.

Meðalaldur greiðandi sjóðfélaga hjá Birtu er 41,5 ár. Á árinu 2018 skiptust iðgjöldin þannig að 46,6% þeirra voru vegna sjóðfélaga yngri en 50 ára, 25,5% voru vegna sjóðfélaga yngri en 40 ára og 13,2% voru vegna sjóðfélaga yngri en

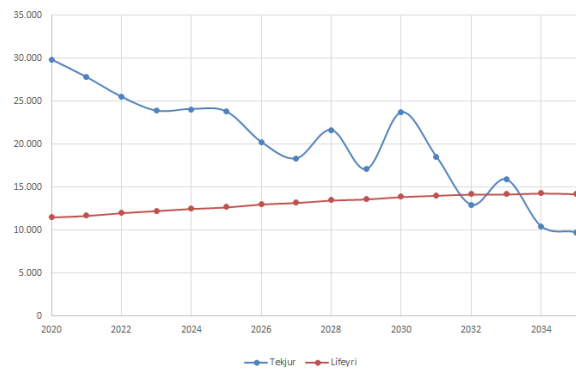
30 ára. Þessi aldurssamsetning sjóðfélaga skapar sjóðnum forsendu til að uppfylla þau langtíamarkmið sem fram komu í öðrum kafla hér á undan.

## 5.2 LÍFEYRISBYRGÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI

Spá um þróun lífeyrisbyrði og framtíðargreiðsluflæði sjóðsins, þ.e. iðgjöld sem hlutfall af lífeyrisgreiðslum að viðbættu greiðsluflæði af skuldabréfaeign sjóðsins bendir ekki til þess að þetta hlutfall hækki mikið á næstu árum. Þá er ekki tekið tillit til nýliðunar sjóðfélaga. Þessi fyrirsjáanlega þróun hjá Birtu mun leiða til þess að áætlað framtíðargreiðsluflæði vegna lífeyrisskuldbindinga muni vera að meðaltali um 50% af ráðstöfunarfé til nýjársfestinga á næstu 5 árum. Uppsöfnuð fjárfestingaþörf Birtu til næstu 10 ára er áætluð um 100 ma. kr. umfram útgreiðslur. Ofangreind þróun lífeyrisbyrði og greiðsluflæðis lífeyris gerir sjóðnum kleift að beita langtíamarkmiðum við ákvörðun um fjárfestingarstefnu samtryggingardeildar.

Samkvæmt áætluðu greiðsluflæði Birtu til framtíðar þar sem ekki er gert ráð fyrir nýliðun sjóðfélaga duga tekjur fyrir greiðslu lífeyris a.m.k. til ársins 2032. Eftir það fer að ganga á eignir sjóðsins, en heildarskuldbindingar umfram eignir voru 0,70% um mitt ár 2019. Samkvæmt þessum útreikningum hefur sjóðurinn töluvert svigrúm til að fjárfesta í eignaflokkum sem sveiflast í verði. Ef einnig yrði gert ráð fyrir nýliðun og fjölgun sjóðfélaga myndi greiðsluflæðið til sjóðsins styrkja þessa stöðu enn frekar.

Áætlað framtíðargreiðsluflæði Birtu lífeyrissjóðs



## 6. MARKMIÐ OG VIÐMIÐ UM ÁVÖXTUN OG ÁHÆTTU

Grundvöllur þeirrar aðferðafræði sem sjóðurinn notar við mótun fjárfestingarstefunnar byggir á kenningum Harry Markowitz frá 1952 um hagkvæmstu samsetningu verðbréfasafna. Enn fremur er stuðst við framlengingu á líkani Markowitz sem tekur tillit til þróunar skuldbindinga og samfylgni ávöxtunar eignaflokka við skuldbindingar sjóðsins. Þessi framlenging er þó ekki notuð við mótun á fjárfestingarstefnu tilgreindu séreignarinnar og séreignardeildarinnar heldur einungis við mótun stefnu samtryggingardeildar.

Aðferðin gengur út á að blanda saman verðbréfaeignum í safn í því hlutfalli sem annað hvort hámarkar ávöxtun að gefinni ákveðinni áhættu (flökt mælt sem staðalfrávik ávöxtunar) eða lágmarkar áhættu að gefinni ákveðinni ávöxtun. Með því að endurtaka útreikninginn með breytilegum gildum má teikna upp framfall sem samanstendur af mögulegum skilvirkum verðbréfasöfnum sem standa sjóðnum til boða. Þessi verðbréfasöfn eiga það öll sameiginlegt að ekki er hægt að auka ávöxtun án þess að auka

um leið áhættu eða draga úr áhættu án þess að minnka um leið ávöxtun miðað við gefnar forsendur og skilyrði. Þegar tekið er tillit til þróunar skuldbindinga við bestun eignasafna er markmiðið að hámarka ávöxtun eigna að frádregnum skuldbindingum, en jafnframt halda sveiflum umframávöxtunar í skefjum. Með því að draga úr sveiflum umframávöxtunar og knýja þannig fram hærri fylgni ávöxtunar umframeigna og skuldbindinga má lágmarka áhættuna sem fylgir breytingum á framtíðarskuldbindingum.

Lífeyrisskuldbindingar samtryggingardeildar Birtu eru verðtryggðar og meðaltími þeirra er um 19,4 ár. Í þeim skilningi falla verðtryggð skuldabréf vel að ofangreindri aðferðarfræði. Hins vegar stendur lífeyrissjóðnum ekki endilega til boða að kaupa verðtryggð skuldabréf með svo langan meðaltíma að hægt verði að draga alfarið úr sveiflum á umframeign. Því getur reynst gott að huga að samfylgni eignaflokka við skuldbindinguna.

Í meðfylgjandi töflu má sjá þær forsendur sem notaðar eru við útreikning framfallsins en um er að ræða bæði ávöxtun og flökt viðkomandi eignaflokks. Ávöxtunartölurnar byggja á spá stjórnar sjóðsins og fjárfestingaráðs á helstu eignaflokkum stefnunnar en jafnframt spáir stjórn og fjárfestingaráð fyrir um verðbólgu, stöðu krónunnar (veiking/styrking) gagnvart helstu gjaldmiðlum og stýrivexti Seðlabanka Íslands. Spáin byggir að mestu leyti á núverandi efnahagssumhverfi sjóðsins og væntanlegri þróun eða breytingum á því á næsta ári. Við útreikning á áhættu safnsins er byggt á mánaðarlegu flökti viðkomandi

viðmiðunarvísitalna síðustu 5 ára á öllum eignaflokkum stefnunnar. Þann fyrirvara verður að hafa á að raunveruleg markaðsáhætta fæst ekki metin eingöngu út frá flökti viðkomandi eignaflokks. Þ.a.l. er sögulegt flökt að mörgu leyti takmarkaður mælikvarði við mat á markaðs-áhættu til framtíðar en engu að síður sá mest viðeigandi í framfallsútreikningum.

Eignaflokkar	Vænt ávöxtun	Áhætta
Innlán	2,2%	0,4%
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkisjóðs	4,1%	4,9%
Skuldabréf sveitafélaga	4,5%	2,9%
Skuldabréf lánastofnana	4,6%	2,4%
Skuldabréf fyrirtækja	6,1%	2,5%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	5,5%	1,2%
Innlend hlutabréf	3,9%	10,6%
Erlend hlutabréf	1,4%	14,8%
Erlend skuldabréf	1,7%	10,6%
Óhefðbundnar fjárfestingar	4,0%	11,6%

Við útreikning á framfallinu er einnig tekið tillit til samfylgni þeirra eignaflokka sem eru til grundvallar fjárfestingarstefnunni. Með þessum hætti er áhættu dreift með hliðsjón af fylgni ávöxtunar á milli ákveðinna eignaflokka. Auk þessa er stuðlað að fjölbreytileika eigna til að koma megi í veg fyrir óæskilega samþjöppun eigna og uppsöfnun á áhættu í safninu.

## 6.1 TAKMARKANIR FJÁRFESTINGA

Stjórn Birtu hefur sett sér reglur sem tilgreina hvaða fjárfestingar falla innan heimilda framkvæmdastjóra og eignastýringarsviðs sjóðsins og hvaða fjárfestingar þurfa samþykki stjórnar. Allar fjárfestingar í verðbréfum sem teljast óvenjulegar eða meiriháttar eru háðar samþykki stjórnar. Álitamál um túlkun þessara hugtaka yfirfer framkvæmdastjóri með stjórnarformanni. Fjárfestingar í verðbréfum sem gefin eru út af sama aðila og nema meira en 0,5% af



hreinni eign sjóðsins eru háðar heimild stjórnar. Aðra slíka heimild þarf ef hlutfall fer yfir 3,0% af hreinni eign. Fjárfesting í fjármálagerningum sem teljast til eignaflokka A og B skv. 36. gr. a. áðurnefndra laga um lífeyrissjóði eru undanþegnir þessari heimild. Jafnframt eru allar fjárfestingar er teljast óskráðar háðar samþykki stjórnar nema að staðfest sé að skrá eigi viðkomandi bréf á skipulegan verðbréfamarkað. Þá eru fjárfestingar í fagfjárfestasjóðum einnig háðar samþykki stjórnar. Aðrar heimildir sem sækja þarf til stjórnar eru skilgreindar út frá fjárhæðar- og tegundamörkum.

Þá hefur stjórn sjóðsins sett eftirfarandi viðmið á fjárfestingarstefnuna ýmist í samræmi við 36. gr. áðurnefndra laga um lífeyrissjóði eða þrengt viðmin umfram það sem löggin krefjast.

1) Samanlögð eign viðkomandi deildar í verðbréfum, skv. 2. tl. – 6. tl. 36. gr. a. áðurnefndra laga um lífeyrissjóði, útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni skal ekki vera meiri en 8% af hreinni eign sjóðsins. Þessi takmörkun skal vera 5% af heildareignum í verðbréfum á sama útgefanda sem falla undir 6. tölul. 2 mgr. 36 gr. a. Með tengdum aðilum er átt við þegar tveir eða fleiri einstaklingar eða lögaðilar tengjast gegnum viðskiptahagsmuni, þ.e. beint eða óbeint eignarhald á minnst 20% hlutfjár eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis.

2) Óheimilt er að binda meira en 25% af hreinni eign viðkomandi deildar í innlánnum og verðbréfum sama banka eða sparissjóðs.

Jafnframt er óheimilt að binda meira en 10% af heildareignum sjóðsins í sértryggðum skuldaþréfum sama útgefanda.

3) Hámarkshlutdeild í hlutafé einstakra fyrirtækja er 20% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu. Þó er sjóðnum heimilt að eiga stærrí hluta en 20% í félagi sem eingöngu sinnir þjónustuverkefnum fyrir sjóðinn.

4) Hverri deild er ekki heimilt að eiga meira en 25% í hlutdeildarskírteinum útgefnum af verðbréfasjóði eða deild hans eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða einstakri deild hans. Í tilviki fjárfestingar- og fagfjárfestasjóða takmarkast þessi heimild við 20%.

## 6.2 AÐRAR TAKMARKANIR FJÁRFESTINGA

Einnig er tekið tillit til annarra takmarkana við ákvörðun á fjárfestingarstefnunni. Þessar takmarkanir lúta sérstaklega að innlendum markaðsaðstæðum sem gera sjóðnum ekki kleift að fjárfesta til samræmis við þá hagkvæmustu eignasamsetningu sem framfallið gefur mv. þær forsendur um áhættu og ávöxtun sem lagðar eru þar til grundvallar.

1) Þá má áætla að umfang, seljanleiki og skilvirkni viðskipta með skuldabréf sveitarfélaga, lánastofnana og fyrirtækja á skráðum markaði sé ábótavant og eru þeir eignaflokkar þ.a.l. háðir stærðartakmörkunum í fjárfestingarstefnunni.

2) Þau gögn sem notuð eru til grundvallar við mat á flökti viðkomandi eignaflokka og samdreifni eru fimm ára söguleg gögn vísitalna. Tekið er tillit til þess að í ákveðnum tilvikum endurspeglar viðkomandi vísitölur ekki nægjanlega vel einstaka eignaflokka sjóðsins.

## 6.3 NÝ FJÁRFESTINGASTEFNA

### 6.3.1. Samtryggingardeild

Fylgiskjal I sýnir fjárfestingastefnu stjórnar og fjárfestingaráðs samtryggingardeildar Birtu fyrir næstu tólf mánuði.

Við útreikning á framfallinu og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá hér á undan er vænt nafnávöxtun mv. nýja fjárfestingarstefnu 3,8% með 5,3% flökti. Miðað við 2,8% vænta verðbólgu yrði þetta 1,0% raunávöxtun.

Þá hefur sú breyting átt sér stað á milli ára að eignaflokkurinn „erlend skuldabréf“ kemur nýr inn í fjárfestingarstefnu deildarinnar. Um er að ræða skráð erlend skuldabréf sem að öllu jöfnu verða keypt í gegnum verðbréfasjóði er falla undir UCITS-tilskipunina í evrópskri löggjöf.

Samtrygging	Fjárfestingastefna 2020	Breytingar mv. raunstöðu 30.09.2019
Innlán	1,0%	-0,3%
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	20,0%	-0,7%
Skuldabréf sveitarfélaga	4,0%	-0,4%
Skuldabréf lánastofnana	3,5%	0,5%
Skuldabréf fyrirtækja	7,0%	0,0%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	18,0%	-1,1%
Innlend hlutabréf	12,0%	-0,2%
Erlend hlutabréf	24,5%	-0,3%
Erlend skuldabréf	2,0%	2,0%
Óhefðbundnar fjárfestingar	8,0%	2,0%
	<b>100%</b>	

Taflan hér á undan sýnir hvaða áhrif ný fjárfestingarstefna hefur á núverandi eignasamsetningu samtryggingardeildarinnar. Gert er ráð fyrir að það takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem sett eru fram í fylgiskjali I.

### 6.3.2. Tilgreind séreign

Fylgiskjal II sýnir fjárfestingarstefnu stjórnar og fjárfestingaráðs fyrir deild tilgreindrar séreignar fyrir næstu tólf mánuði.

Við útreikning á framfallinu og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá hér á undan er vænt nafnávöxtun tilgreindu séreignarinnar mv. nýja fjárfestingastefnu 2,8% með 5,1% flökti. Miðað við 2,8% vænta verðbólgu yrði þetta 0,1% raunávöxtun.

Tilgreind séreign	Fjárfestingastefna 2020	Breytingar mv. raunstöðu 30.09.2019
Innlán	25,0%	-3,0%
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	25,0%	0,5%
Skuldabréf lánastofnana	8,0%	0,2%
Innlend hlutabréf	12,0%	1,6%
Erlend hlutabréf	30,0%	0,7%
	<b>100%</b>	

Taflan hér á undan sýnir hvaða áhrif ný fjárfestingarstefna hefur á núverandi eignasamsetningu deildar um tilgreinda séreign. Gert er ráð fyrir að það takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem sett eru fram í fylgiskjali II.

## 7. Önnur markmið/viðmið

### 7.1 VIÐMIÐUNARVÍSITÖLUR BIRTU

Birta notar eftirfarandi vísitölur til viðmiðunar um árangur ávöxtunar einstakra eignaflokka.

Eignaflokkar	Viðmiðunarvísitala
Innlán	OMX13MNI
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkisjóðs	OMX110YI 90%/OMX110NI 10%
Skuldabréf sveitafélaga	LSS 24-34-55
Skuldabréf lánastofnana	Sértryggð vísitala / samsett
Skuldabréf fyrirtækja	Fyrirtækjavísitala / samsett
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	HFF 44 (3 mánaða meðalkrafa)
Innlend hlutabréf	OMXIGI
Erlend hlutabréf	MSCI ACWI TR
Erlend skuldabréf	Barclays Global Aggregate Index
Óhefðbundnar fjárfestingar	MSCI ACWI TR 75%/OMXIGI 25% + 200 pkt.

### 7.2 GJALDMIÐLASKIPTING VERÐBRÉFA-SAFNS

Gjaldmiðlasamsetning samtryggingardeildar Birtu mv. 30.09 sl. var þannig að um 68,0% af verðbréfaeignum og innlánnum var bundið í íslenskum krónum og um 32,0% í erlendum gjaldmiðlum.

Gjaldmiðlasamsetning deildar Birtu um tilgreinda séreign mv. 30.09. sl. var þannig að um 70,7% af verðbréfum og innlánnum deildarinnar var í íslenskum krónum og um 29,3% í erlendum gjaldmiðlum.

#### Gjaldmiðlaskipting heimsvísitölu hlutabréfa, MSCI World Index.

USD	63,2%
EUR	10,6%
JPY	8,3%
GBP	5,5%
CAD	3,5%
CHF	3,2%
AUD	2,4%
HKD	1,1%
SEK	0,8%
DKK	0,6%
Aðrar myntir	0,8%
	<b>100,0%</b>

Markmið Birtu um erlenda gjaldmiðla-samsetningu er að vægi einstakra gjaldmiðla endurspegli sem næst gjaldmiðlasamsetningu heimsvísitölu Morgan Stanley (e. MSCI World Index) í hlutabréfum á hverjum tíma með 10% vikmörkum fyrir einstaka gjaldmiðil. Í töflunni hér á undan má sjá gjaldmiðlaskiptingu heimsvísitölu mv. 31. okt. sl.

Eðli málsins samkvæmt á þetta eingöngu við þau verðbréf og innlán sem eru í öðrum gjaldmiðlum en íslenskum krónum. Þá setur sjóðurinn ekki sérstök markmið um gjaldmiðlasamsetningu fyrir einstaka tegundaflokka stefnunnar heldur einungis markmið um það hversu mikið af tilteknum tegundaflokki skuli vera í íslenskum krónum annars vegar og erlendum gjaldmiðlum hins vegar. Umrædd markmið og vikmörk þeirra má sjá í fylgiskjali I og II.

### 7.3 ATVINNUGREINASKIPTING VERÐBRÉFASAFNS

Markmið stjórnar Birtu um atvinnugreina-skiptingu verðbréfasafnsins er að hún endurspegli eftir bestu getu markaðsaðstæður á þeim verðbréfamörkuðum sem unnið er á. Markmiðið er að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildareignum á hverjum tíma. Til hliðsjónar um mat á atvinnugreinaskiptingu eru vísitöluviðmið Birtu.

### 7.4 MEÐALLÍFTÍMI SKULDABRÉFAFLOKKA

Meðaltími áfallinna skuldbindinga í samtryggingardeild Birtu er um 19,4 ár og skiptist í meðaltíma framtíðarskuldbindinga 34,2 ár og framtíðariðgjalda 11,8 ár.

Rúmlega fjórðungur eigna deildarinnar er í innlendum skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru óuppgreiðanleg á lánstímanum. Þetta eru skuldabréf með ríkisábyrgð, sveitarfélaga-bréf og bréf lánastofnana. Meðaltími þessara bréfa mv. 30.09. sl. var um 8,6 ár. Önnur skuldabréf í eigu deildarinnar, s.s. fyrirtækja-skuldabréf og sjóðfélaga-bréf eru með uppgreiðsluheimild á líftíma viðkomandi bréfa. Meirihluti sjóðfélaga-bréfa Birtu eru með breytilegum vöxtum. Markmið deildarinnar er að meðaltíminn sé um 9 ár með 3 ára vikmörkum.

Aldursamsetning sjóðfélaga og meðaltími skuldbindinga sjóðsins er ein helsta forsendan við val á skuldabréfum í samtryggingardeild sjóðsins. Þá eru breytingar á markaðsvöxtum einnig mikilvægur þáttur. Að öllu jöfnu eru skuldabréf með lengri meðaltíma næmari fyrir vaxtabreytingum heldur en þau með styttri meðaltíma en eitt af markmiðum Birtu við val á skuldabréfum er að stytta meðaltíma skuldabréfasafnsins þegar markaðsvextir fara hækkandi og að sama skapi að lengja meðaltímamann þegar vextir fara lækkandi.

Skuldabréfaeignir tilgreindu séreignarinnar skiptast á milli mismunandi skuldabréfasjóða. Þann 30.09. sl. var meðaltíminn 6,1 ár á þeim skuldabréfum sem eru óuppgreiðanleg en markmið deildarinnar er að meðaltími þessara bréfa fari ekki undir 5 ár.

## 7.5 VIRK STÝRING EIGNA OG HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU

Hlutfall eigna samtryggingardeildar Birtu í virkri stýringu þann 30.09 sl. var um 55% af eignasafninu. Þær eignir sem teljast til virkrar stýringar samkvæmt skilgreiningu sjóðsins eru allar verðbréfaeignir og innlán deildarinnar að undanskildum þeim skuldabréfum sem gerð eru upp á kaupkröfu hjá sjóðnum. Þá er markmiðið að vera með um helming af erlendu hlutabréfaeigninni í vísitölusjóðum og helming í virkum hlutabréfasjóðum eða sérgreindum hlutabréfasöfnum. Um þetta gilda 10% vikmörk í báðar áttir.

Að forminu til teljast vísitölusjóðir vera hlutlaus eða óvirk stýring þar sem ekki er tekin afstaða til einstakra félaga heldur fjárfest í þeim öllum í sama hlutfalli og vigt þeirra er í viðkomandi vísitölu. Birta beitir virkri stýringu á slíka sjóði með því að yfir- eða undirvigta ákveðin landsvæði samanborið við heimsvísitölu hlutabréfa. Þ.a.l. telur Birta þessa sjóði vera hluta af þeim eignum sem tilheyra virkri stýringu.

Deild tilgreindrar séreignar var að öllu leyti í virkri stýringu þann 30.09 sl. og er markmiðið að það verði óbreytt á árinu 2020.

Í þeim tilvikum sem Birta velur virka hlutabréfasjóði eða sérgreind söfn er horft til ákveðinna eiginleika sem sjóðurinn telur æskilega til að unnt sé að ná ávöxtun umfram þá vísitölu sem miðað er við.

- **Sampjöppun eigna** (e. Portfolio concentration). Þ.e. að eignasafn innihaldi ekki mjög margar eignir, þó að lágmarki 15 eignir, og að þær stærstu vegi tiltölulega þungt í eignasafninu.
- **Virk hlutdeild** (e. active share). Þetta hugtak tengist sampjöppun eigna og er skilgreint sem mismunur á viðkomandi eignasafni og þeirri vísitölu sem eignasafnið ber sig saman við. Birta telur söfn með háa virkni, eða virkni umfram 80% vera líklegri til árangurs en önnur.
- **Lágt veltuhlutfall** (e. portfolio turnover). Ekki mjög tíð viðskipti sem ýtir undir langtímahugsun fjárfestinga og dregur úr kostnaði.
- **Þolinmæði** (e. patient investment strategy). Hugsað út frá eignarhaldstíma og fellur vel að hugmyndafræði Birtu um langtímafjárfestingar.
- **Staðfesta í fjárfestingarstefnu** (e. consistency). Að val sjóðstjóra á fjárfestingum í eignasafn snúist fyrst og fremst um gæði eignanna en ekki strauma og stefnur til skemmri tíma.
- **Hófleg hermiskekkja** (e. tracking error). Þarf ekki að koma niður á virkni sjóðs að teknu tilliti til virkrar hlutdeildar. Með sampjöppuðu en jafnframt vel dreifðu safni verðbréfa má halda sértækri áhættu safnsins í skefjum, sem kæmi til með að skila sér hóflegri hermiskekkju. Að mati Birtu er hófleg hermiskekkja um 5% að meðaltali.

Til viðbótar við áður nefnda eiginleika telur Birta einnig æskilegt að sjóður/safn hafi að a.m.k. þriggja ára ávöxtunarsögu (e. track record) og sé

að hæfilegri stærð þannig að Birta eigi það ekki á hættu að þykkjast upp fyrir lögbundin mörk.

## 7.6 NOTKUN AFLEIÐA

Sjóðnum er samkvæmt lögum heimilt að ávaxta fé sitt með gerð afleiðusamninga er draga úr áhættu sjóðsins. Samkvæmt fjárfestingarreglum sjóðsins, sbr. fylgiskjal III, þarf framkvæmdastjóri heimild frá stjórn sjóðsins til notkunar á afleiðum. Ef markaðsaðstæður á árinu 2020 gefa til kynna að sjóðurinn þurfi að verja sig gegn skammtímasveiflum á innlendum eða erlendum verðbréfamörkuðum mun framkvæmdastjóri óska eftir heimild frá stjórn sjóðsins til að kaupa sölurétti á innlendum og/eða erlendum verðbréfum eða vísitölum tengdum þessum mörkuðum. Slík kaup yrðu alltaf gerð í þeim eina tilgangi að draga hlutfallslega úr áhættu sjóðsins á viðkomandi eignaflokka.

## 7.7 FASTEIGNATRYGGÐ VEDSKULDABRÉF, SJÓÐFÉLAGABRÉF OG ÖNNUR FASTEIGNATRYGGÐ VEDLÁN

Stjórn Birtu hefur sett reglur um lánveitingar vegna fasteignatryggðra veðlana til sjóðfélaga Birtu. Sjóðfélagalán eru eingöngu lánuð úr samtryggingardeild sjóðsins.

Hlutfall fasteignaveðtryggðra skuldabréfa kemur fram í fylgiskjali I. Veðsetningarhlutföll, veðandlög og aðrir skilmálar sem sjóðurinn ákvarðar koma fram í gildandi reglum sjóðsins á hverjum tíma. Lánareglur Birtu má finna á heimasíðu sjóðsins, birta.is.

## 7.8 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR

Markmið um hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjölum I og II undir eignaflokknum innlán í bönkum og lánastofnunum (eignaflokkur B.b). Um er að ræða óbundnar innistæður sem hægt er að ráðstafa samdægurs.

## 7.9 SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ SEM BIRTA HEFUR SETT SÉR Í FJÁRFESTINGUM

Samkvæmt breytingum sem gerðar voru á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða með lögum og tóku gildi 01.07.2017 skulu lífeyrissjóðir setja sér siðferðisleg viðmið í fjárfestingum.

Það er stefna stjórnar Birtu að hafa sjálfbæra þróun (e. sustainable development) að leiðarljósi við siðferðislegt mat á fjárfestingum sjóðsins. Hugtakið sjálfbær þróun er nátengt hugmyndafræði fjárfestingarstefnu sjóðsins þar sem áhersla er lögð á heildarsýn og langtímahugsun. Eitt af meginmarkmiðum sjóðsins er að hámarka ávöxtun eigna hans að teknu tilliti til áhættu og tryggja þannig hagsmuni sjóðfélaga til lengri tíma án þess að farið sé út fyrir þau mörk sem umhverfið og samfélagið setur okkur. Til að þessi markmið náist vill sjóðurinn samhliða leggja aukna áherslu á sjálfbærni í rekstri fyrirtækja og stuðla þannig að ábyrgu efnahagslífi.

Sjóðurinn lítur á sjálfbæra þróun sem langtímaverkefni sem sífellt þarf að huga að, bæta við og gera betur. Sjóðurinn vísar í þessu tilliti til þeirrar áherslu sem stjórnvöld hér á landi og annars staðar hafa lagt á Heimsmarkmið Sameinuðu þjóðanna um sjálfbæra þróun. Leitast verður við að gera auknar kröfur til þeirra

fyrirtækja sem sjóðurinn fjárfestir í og hafa áhrif á hegðun þeirra í málefnum er varða umhverfið og samfélagslega ábyrgð. Það er mat sjóðsins að fjalla þurfi um þessi mál út frá raunverulegum aðstæðum fyrirtækja að teknu tilliti til þess rekstrar sem um ræðir í hverju tilviki og markaða sem viðkomandi fyrirtæki starfa á. Að mati sjóðsins er stöðug fræðsla og virk umræða í þessum málefnum nauðsynleg. Sjóðurinn er einn af stofnaðilum samtakanna IcelandSIF en tilgangur þeirra er að efla þekkingu fjárfesta og auka umræðu um aðferðarfræði sjálfbærra og ábyrgra fjárfestinga.

Hafa þarf í huga að siðferðisleg viðmið eru þeim takmörkunum háð héraendis að vöntun er á samræmdum tölum til að meta þessi gildi. Að sama skapi skortir ákveðið gagnsæi til að unnt sé að bera þessa þætti saman á milli fyrirtækja. Þá hafa kröfur um skammtímaárangur þá tilhneigingu að vera hamlandi fyrir fyrirtæki í að tryggja framgang siðferðislegra gilda. Sjálfbærni er verkefni sem sífellt þarf að huga að og við getum alltaf bætt okkur og gert betur.

## 8. UMFJÖLLUN UM EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM

Undanfarinn áratug hefur þróunin á alþjóðlegum verðbréfamörkuðum og umhverfi þeirra markast að verulegu leyti af þremur þáttum. Í fyrsta lagi hafa flestir stærstu seðlabankar heims framfylgt einbeittri lágvaxtastefnu þar sem stýrivextir voru í kringum núll svo árum skipti og eru það enn og jafnvel neikvæðir í sumum löndum. Bandaríski

Seðlabankinn hóf þó markvisst að hækka vexti sína undir lok árs 2016 en skipti um gir á seinni hluta árs 2019 og lækkaði þá vexti sína. Í öðru lagi af kröftugum kaupum seðlabanka af verðbréfum af ýmsu tagi, þó einkum ríkisskuldabréfum, í viðleitni til að lækka vexti almennt og reyna með þeim hætti að örva efnahagslíf viðkomandi landa eða svæða. Lætur nærri að efnahagsreikningar stærstu Seðlabanka heims hafi þrefaldast á undanförunum áratug og er vöxturinn án fordæma. Í þriðja lagi miklum hagvexti í Kína og sívaxandi vægi landsins í alþjóðlegu efnahagslífi og viðskiptum og er landið nú næststærsta hagkerfi í heimi á eftir Bandaríkjunum sem enn vegur tæplega einn fjórða af heimshagkerfinu.

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur ekki verið mjög kröftugur og nokkuð hefur skipst í tvö horn varðandi hagvöxt. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum hefur í stórum dráttum verið ágætur, að hluta til dreginn áfram af kínversku efnahagsvélinni en kröftugur hagvöxtur í Kína hefur t.d. verið mikilvægur fyrir lönd sem reiða sig á framleiðslu og útflutning hrávara. Þó hefur syrt í álinn í mörgum löndum Suður-Ameríku á allra síðustu árum. Hagvöxtur í þróuðum ríkjum hefur verið lægri og eftir atvikum hægur, t.d. í Japan og sumum löndum í Evrópu. Hagvöxtur í Bandaríkjunum var töluvert hægari framan af en menn þar á bæ eiga að venjast þegar uppsveifla hefur tekið við af niðursveiflu í efnahagslífinu. Á móti kemur að uppsveiflan eftir skellinn í kjölfar fjármálakreppunnar hefur verið mjög löng og efnahagslífið í Bandaríkjunum er nú með sterkara móti. Alþjóðlegur hagvöxtur hefur undanfarin ár verið í kringum 3,5% en hefur

heldur verið að lækka að undanförunu í mörgum af stærstu hagkerfum heims.

Að hluta til hafa þeir þættir sem að ofan hafa verið raktir verið að breytast að undanförunu og ræðir þar fyrst þróunina í Kína, en dagar í kringum 10% hagvaxtar virðast liðnir. Í því sambandi ber þó að hafa í huga að hagkerfið hefur stækkað gríðarlega undanfarna áratugi og erfitt að viðhalda sama vaxtarhraða og áður. Lægri hagvaxtartala þýðir engu að síður mjög mikla stækkun hagkerfisins á milli ára og fyrirferð Kína slík að efnahagslegra áhrifa gætir víða, t.d. á hrávörumörkuðum, í erlendum fjárfestingum og spurn eftir fjárfestingavörum og vestrænum neytendavörum. Lágvaxtastefnan ef svo má kalla er enn ríkjandi og Bandaríski Seðlabankinn slóst aftur í lið með öðrum helstu seðlabönkum þegar hann hóf að lækka vexti sína aftur síðla árs 2019. Og heldur hertist á í Evrópu en þar eru vextir ríkisskuldabréfa víða orðnir neikvæðir, jafnvel hjá löndum sem eru mjög skuldsett. Evrópski Seðlabankinn sem hafði gert hlé á kaupum sínum á verðbréfum hóf kaup aftur af krafti á haustmánuðum 2019. Vextir á öðrum verðbréfum öðrum en ríkisskuldabréfum, t.d. fyrirtækjaskuldabréfum, eru einnig í eða við sögulegt lágmark og sama má almennt segja um skuldabréf útgefin af nýmarkaðsríkjum, þó þar séu á undantekningar. Skuldir hafa víða aukist mjög mikið á undanförunum árum og hækkandi vaxtastig kann að skapa erfiðleika þegar svo er í pottinn búið. Jafnvel má ganga svo langt að mjög erfitt sé um vik að hækka vexti, þ.m.t. raunvaxtastig, án þess að það muni leiða til þess að einhverjir útgefendur lendi í erfiðleikum. Þessi mikla skuldaaukning er umfjöllunarefni í

fjármálastöðugleikaskýrslu Alþjóða gjaldeyris-  
sjóðsins sem gefin var út í október 2019 þar sem  
engin fjöður er dregin yfir að ef alþjóðleg  
efnahagsþróun verður óhagfelld geti það eftir  
atvikum leitt til fjármálalegs óstöðugleika. Hvað  
varðar hina miklu stækkun efnahagsreikninga  
seðlabanka vegna kaupa á verðbréfum,  
stundum nefnt „magnbundin íhlutun“ (e.  
quantitative easing), hefur verið nokkur stund á  
milli stríða í þeim efnunum. Bandaríski  
Seðlabankinn sneri taflinu við í upphafi árs 2018  
og hóf að minnka efnahagsreikninginn, fyrst og  
fremst með að endurfjárfesta ekki andvirði  
ríkisskuldabréfa í eigu bankans sem komu á  
gjaldþaga. Evrópski Seðlabankinn hélt sig til  
hliðar fram eftir 2019 en hóf aftur kaup síðla árs  
2019. Japanski Seðlabankinn er ekki af baki  
dottinn og efnahagsreikningur bankans heldur  
áfram að stækka, og bankinn er enn stærsti  
kaupandinn af japönskum ríkisskuldabréfum í  
útboðum japanskra ríkisins. Lítil áhöld eru um að  
hin miklu kaup seðlabanka hafa stutt við  
eignaverð á undanförunum árum, ásamt nánast  
stöðugt lækkandi vöxtum.

Hlutabréfamarkaðir hafa hækkað mikið  
undanfarinn áratug. Til dæmis hefur árleg  
ávöxtun Heimsvísitölu hlutabréfa (MSCI World)  
verið um 14% að meðaltali frá því að hinn  
langvinni hækkunarfasi á alþjóðlegum hluta-  
bréfamörkuðum hófst í mars 2009. Af stórum  
hlutabréfamörkum hefur verið mjög mikil  
hækkun á bandarískum hlutabréfamarkaði og  
langt umfram það sem raunhæft er að búast við  
til lengdar. Þó má hafa í huga að þetta  
uppskeruríka tímabil hófst eftir gríðarlegar  
lækkunir þannig að í upphafi var ekki úr háum

söðli að falla. Á sama tímabili hafa hækkunir á  
nýmörkuðum og í Evrópu verið mun minni þó að  
kröftugar séu. Þegar horft er til skemmri tíma, t.d.  
síðustu tveggja ára, er forskot bandaríska  
markaðarins mjög mikið. Sá árangur byggist svo  
á mikilli hækkun fárra fyrirtækja sem flest  
tengjast upplýsingatækni eða samskipta-  
geiranum beint eða óbeint. Árið 2019 stefnir í að  
verða afar gott ár á flestum mörkuðum þó að  
efnahagsskilyrði hafi að ýmsu leyti verið að  
versna og órói verið á hinu stjórnmalalega sviði,  
bæði milli landa og innan landa. Að vanda eru  
skiptar skoðanir um verðlagningu á hlutabréfa-  
mörkuðum en ef horft er til verðmælikvarða sem  
taka tillit til meðalhagnaðar yfir langt tímabil þá er  
verð orðið mjög hátt. Mjög lágir vextir kunna að  
réttlæta hærra verð hlutabréfa en áður og mikið  
fé er til staðar sem þarf að finna sér bólstað og  
þegar svo um ræðir getur verð orðið hærra en  
ella væri.

Innlent efnahagslíf tekst nú á við erfiðar  
aðstæður, fyrst og fremst eftir áföll í  
ferðaþjónustu og í minna mæli í sjávarútvegi.  
Hagvöxtur gæti orðið eilítið neikvæður fyrir árið  
2019 en hagkerfið tekið að vaxa aftur á næsta ári  
þó að óvarlegt sé að gera ráð fyrir kröftugum  
viðsnúningi. Gengi krónu hefur verið nokkuð  
stöðugt eftir að hafa veikst töluvert frá miðju ári  
2017 til ársloka 2018. Vaxtahækkunarferli  
Seðlabanka Íslands sem hófst síðla árs 2018 var  
ekki langlíft en bankinn hóf að lækka vexti sína  
aftur í maí 2019 til að bregðast við versnandi  
horfum um hagvöxt. Bankinn gaf jafnframt til  
kynna að svigrúm væri til frekari vaxtalækkana  
ef svo bæri undir og reyndist það gefa tóninn því  
vextir bankans héldu áfram að lækka.



Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði, hvort sem um ræðir verðtryggð eða óverðtryggð skuldabréf hefur lækkað og að því leyti blasir við ný mynd á innlendum skuldabréfamarkaði þar sem vextir hafa lengi verið háir. Hrein útgáfa ríkisbréfa hefur verið mjög lítil eða neikvæð á undanförunum árum og ekki eru horfur á neinum kaflaskiptum í þeim efnum þegar til skemmri tíma er lítið. Nýtt framboð markaðsskuldabréfa hefur að uppistöðu verið sértryggð skuldabréf viðskiptabankanna, skuldabréf sveitarfélaga eða fyrirtækja í eigu sveitarfélaga, skuldabréf Lánasjóðs sveitarfélaga og skuldabréf gefin út af fasteigna-félögum. Horfur eru á að framangreindir útgefendur muni halda sínu striki á næsta ári með reglulegum útgáfum.

Eftir frekar tvö tíðindalítil ár frá 2016-2018 þá tók vísitala Aðallista Kauphallar að hækka í upphafi árs 2019. Eins og áður þarf að hafa í huga að fá félög eru skráð í Kauphöllina og þegar horft er til hlutabréfavísitalna getur vægi einstakra félaga verið hátt, og hefur verið svo í gegnum tíðina. Þetta þýðir að mikil lækkun eða hækkun á gengi einstakra félaga getur leitt til skarpra sveifna í viðkomandi vísitölu, án þess að miklar hreyfingar séu á gengi annarra félaga í vísitölu. Hækkunin sem hófst í upphafi ársins má einmitt rekja til þess, þ.e. mikillar hækkunar á einu félagi. Rekstur skráðra fyrirtækja hefur almennt gengið vel þó að rekstrarumhverfi sumra fyrirtækja hafi orðið harðrægara en áður, eins og rekstartölur bera með sér. Erfitt er með einhlítum hætti að álykta um horfur á innlendum hlutabréfamarkaði á næstunni. Um samspil margra þátta ræðir s.s. beina rekstrarafkomu einstakra fyrirtækja og horfur til skemmri og

lengri tíma, vexti og þróun vaxta, geðslag á markaði, þróunina í efnahagslífinu og þrótt þess við erfiðari aðstæður og þróun í alþjóðlegu efnahagslífi. Þættir sem hver um sig skipta máli og hafa eftir atvikum áhrif hvor á annan og hver á aðra.

## 9. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA

Mælikvarði Birtu á áhættu verðbréfa er ekki bara flókt ávöxtunar. Stjórn Birtu hefur sett sérstaka áhættustefnu sem er skjalfest stefna um þá áhættu í starfsemi lífeyrissjóðsins sem stjórnin er tilbúin að taka í samræmi við markmið og framtíðarsýn sjóðsins. Lífeyrissjóðum ber skylda til að koma upp heildaráhættustýringu, sbr. ákvæði laga og reglugerða. Fjárfestingastefna þessi er sett á grundvelli 20. gr. laga nr. 129/1997 um lífeyrissjóði þar sem segir að lífeyrissjóðir megi fjárfesta í framseljanlegum verðbréfum á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrirfram kunngerðri fjárfestingarstefnu. Áhættustefna Birtu byggir auk þess á ákvæðum laga og reglugerða. Auk þess sem stuðst er við tilmæli OECD/IOPS er varðar áhættustjórnkerfi lífeyrissjóða. Markmiðið er að bregðast við áhættu með áhættustýringu sem miðar að því að minnka líkur á skerðingu á réttindum sjóðfélaga til lengri tíma, ásamt því að móta fjárfestingastefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma m.t.t. ávöxtunar og áhættu.

Markaðsáhætta er hættan á fjárhagslegu tapi eða óhagstæðum breytingum á fjárhagslegri stöðu sem stafar beint eða óbeint af sveiflum á virði eigna. Mælikvarði á markaðsáhættu slíkra verðbréfa er jafnan flökt ávöxtunar verðbréfa, reiknað sem frávik ávöxtunar. Fjárhæð í húfi (VaR, e. Value at Risk) er notað til að meta umfang hugsanlegs taps miðað við gefnar líkur. 95% eða 99,5% VaR gefur til dæmis til kynna að undir eðlilegum kringumstæðum verði fjárhagslegt tap vegna breytinga á markaðsvirði eigna ekki verra en það VaR segir til um með 95% eða 99,5% líkum.

### 9.1 GREINING Á ÁHÆTTUÞOLI SJÓÐSINS

Áhætta er skilgreind sem hættan á fjárhagslegu tapi sem leiðir af atburði og fellur undir einn eða fleiri af þeim áhættuþáttum sem lífeyrissjóðurinn skilgreinir. Nær þessi áhætta bæði til atvika er lúta að eignum og skuldbindingum sjóðsins.

Áhættuþol er skilgreind sem sú áhætta sem lífeyrissjóðurinn þolir án þess að grípa þurfi til sérstakra aðgerða. Áhættuþol samtryggingardeildar tekur mið af tryggingafræðilegri stöðu hverju sinni.

Áhættuvilji er skilgreindur sem sú áhætta sem stjórn sjóðsins er reiðubúin að taka. Í fylgiskjali við áhættustefnu er sett fram áhættuvilji og áhættuþol fyrir helstu áhættuþætti, á mælanlegan hátt, eins og mögulegt er.

## Staðfesting stjórnar Birtu lífeyrissjóðs

Stjórn Birtu ber ábyrgð á og hefur umsjón með fjármunum sjóðfélaga hvort heldur sem um ræðir samtryggingu eða séreignarsparnað. Stjórnin hefur sett sér skýra fjárfestingarstefnu um einstaka deildir og mótað sérstaka stefnu um samval eigna henni til stuðnings. Stjórn Birtu hefur þar að auki sett sjóðnum fjölmargar reglur sem byggja á lögum og reglugerðum sem um sjóðinn gilda.

Þannig samþykkt af stjórn og framkvæmdastjóra Birtu þann 30. janúar 2020.

Lárus Þórisson  
Rannveig Jónsdóttir  
Guðrún Hjörleifsdóttir  
Jakob Jónsson  
Hilmar Hólmsson  
Pálmi H.  
Drauglindur Jónsdóttir

## Fylgiskjal I

Skipting fjárfestinga eftir tegundaflokkum sbr. 36 gr. laga nr. 129/1997 með síðari breytingum

Markmið um samsetningu eigna

Samtryggingardeild



Í hlutfalli af heildareignum lifeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Hámark skv. samþykktum	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Lægri	Efri				Lægri	Efri		Lægri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	20,0%	17,0%	27,0%	20,7%	27,0%	1,0%	0,0%	3,0%			
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	16,0%	10,0%	20,0%	17,1%	20,0%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	4,0%	2,0%	6,0%	4,4%	6,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	1,0%
B.b. Innlán	1,0%	0,0%	4,0%	1,3%	4,0%	0,5%	0,0%	2,0%			
B.c. Sértryggð skuldabréf	3,0%	2,0%	6,0%	2,6%	6,0%	0,0%	0,0%	1,0%			
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga	0,5%	0,0%	1,0%	0,4%	1,0%						
C.b. Hlutdeildarskrirteini og hlutir í UCTS	22,5%	17,5%	27,5%	22,2%	27,5%	22,5%	17,5%	27,5%			
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskipti félaga, og vikjandi....	5,0%	3,0%	7,0%	4,8%	7,0%	0,5%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	3,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskipti annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	4,0%	2,0%	7,0%	4,3%	7,0%	0,5%	0,0%	1,0%	2,0%	0,0%	3,0%
E.a. Hlutabréf félaga	16,0%	12,0%	18,0%	16,3%	18,0%	4,0%	2,0%	6,0%	2,0%	1,0%	3,0%
E.b. Hlutdeildarskrirteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	8,0%	4,0%	12,0%	6,0%	12,0%	6,0%	4,0%	8,0%	8,0%	4,0%	12,0%
E.c. Fasteignir											
F.a. Afleiður											
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður											
<b>Eignir í lendum gjaldmiðli</b>	<b>35,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>50,0%</b>	<b>32,0%</b>	<b>50,0%</b>						

\* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi flokki fjárfestinga

Dagsetning: 28. nóvember 2019

Ingibjörg Ólafsdóttir  
Formaður stjórnar

Stjórnarskipulag  
Stjórnarskipulag  
Stjórnarskipulag

Jakob Jónsson  
Varaformaður stjórnar

Drönn Jónsdóttir  
Gudr. Elva Þjörleif

Davíð Halldórsson

Ólafur Sýrdósson  
Frákvæmdarstjóri

## Fylgiskjal II

Skipting fjárfestinga eftir tegundaflokkun sbr. 36 gr. laga nr. 129/1997 með síðari breytingum

Markmið um samsetningu eigna

T-deild tilgreindrar séreignar



	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Hámark skv. samþykktum	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk* Efri
		Lægri	Efri				Lægri	Efri		
<i>I hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs</i>										
A.a.	Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs									
A.b.	Fasteignaveðtryggð skuldabréf									
B.a.	Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	25,0%								
B.b.	Innlán		20,0%	28,0%	30,0%					
B.c.	Sértryggð skuldabréf									
C.a.	Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga									
C.b.	Hlutdeildarskrifteini og hlutir í UCITS	55,0%	45,0%	50,8%	65,0%	35,0%	25,0%	40,0%		
D.a.	Skuldabréf og peningamarkaðsskjal félaga, og vikjandi...									
D.b.	Skuldabréf og peningamarkaðsskjal annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu									
E.a.	Hlutabréf félaga									
E.b.	Hlutdeildarskrifteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	20,0%	10,0%	21,2%	30,0%					
E.c.	Fasteignir									
F.a.	Aflleiður									
F.b.	Aðrir fjármálagæringar, þó ekki aflleiður									
Eignir í erlendum gjaldmiðli		35,0%	25,0%	29,3%	40,0%					

\* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi flokki fjárfestinga

Dagsetning: 28. nóvember 2019

Formaður stjórnar

*Ingófríð Ólafsd.*

Formaður stjórnar

*Guðrún Þorsteinsdóttir*

*Guðr. Elva Þórlut-*

*David Haldrupsson*

*Ólafur Sigurðsson*

Frákvæmdarstjóri

Varaformaður stjórnar

*Ólafur Þorsteinsdóttir*

*Guðr. Elva Þórlut-*

*David Haldrupsson*

*Ólafur Sigurðsson*

Frákvæmdarstjóri