



## Mikilvægi fjárfestingastefna fyrir lífeyrissjóði

Íslenska lífeyrissjóðakerfið stendur almennt á traustum fótum og kemur vel úr í alþjóðlegum samanburði. Eitt mikilvægasta hlutverk stjórna lífeyrissjóða er mótun fjárfestingastefnu og hafa eftirlit á því að henni sé framfylgt. Fjárfestingastefnan hefur mest áhrif á framtíðarávöxtun og getu sjóðanna til þess að greiða út lífeyri. Við mótun fjárfestingastefnu er að mörgu að hyggja og hér verður fjallað um helstu atriði er varða fjárfestingastefnur lífeyrissjóða.

### Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða

Samkvæmt lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er stjórnun lífeyrissjóða skylt að móta fjárfestingastefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Stjórnir lífeyrissjóða þurfa því að vera virkir þátttakendur í mótun fjárfestingastefnu. Samkvæmt lögum nær skipting verðbréfaeignar lífeyrissjóðs yfir skuldabréf, innlán og hlutabréf. Helstu lagalegu takmarkanir á fjárfestingum eru að hámark hlutfall eigna lífeyrissjóðs í hlutabréfum er 50%, hámark óskráðra verðbréfa er 10% og sömuleiðis eru takmörk um eignarhlutdeild í verðbréfum sem gefin eru út af sama aðila. Eignir í erlendum gjaldmiðlum mega að hámarki vera 50% en lífeyrissjóðum er heimilt að nota afleiður til þess að minnka áhættu.\*

### Fjárfestingastefna

Með fjárfestingastefnu lífeyrissjóðs er tekin ákvörðun um hvernig eignasamsetning lífeyrissjóðs eigi að vera og ákveðið er hve mikið hlutfall eigi að jafnaði að vera í einstökum eignarflokkum, t.d. erlendum hlutabréfum, skuldabréfum og innlendum hlutabréfum. Mismunandi áhætta felst í mismunandi fjárfestingarkostum og ræður fjárfestingastefna lífeyrissjóða því mestu um áhættu sjóðsins.

### Eignir og skuldbindingar

Tilgangur lífeyrissjóða er greiðsla lífeyris. Ekki er vitað með vissu hve sjóðirnir þurfa að greiða mikið í lífeyri því það fer m.a. eftir því hve lífeyrisþegar lifa lengi. Skuldbindingar sjóðanna eru því óvissar en tryggingastærðfræðingar reikna út væntar skuldbindingar lífeyrissjóða þar sem tekið er tillit til samsetningar sjóðanna, t.d. út frá aldri og kyni. Við tryggingafræðilega úttekt er miðað við að eignir sjóðanna séu tvíþættar, í fyrsta lagi eiga sjóðirnir verðbréfasöfn þegar úttektin er gerð og í öðru lagi fá þeir lífeyrisiðgjöld í framtíðinni því gerð er sú forsenda að sjóðfélagar eigi

\*Nánari upplýsingar um fjárfestingastefnur lífeyrissjóða má finna á [www.althingi.is](http://www.althingi.is) (lög nr. 129/1997) sem og á [www.fme.is](http://www.fme.is)

Nóvember 2002

Sigurður Kristinn Egilsson  
[siggi@kaupthing.net](mailto:siggi@kaupthing.net)

Kaupthing banki hf.  
Eignastýringarsvið  
[www.kaupthing.net](http://www.kaupthing.net)

eftir að greiða í lífeyrissjóðinn áfram. Á sama hátt og skuldbindingar eru ekki þekktar er óvissa tengd því hversu há ávöxtun á núverandi eignum verður sem og hver framtíðariðgjöld verða. Með því að nota tölfræðilegar aðferðir eru væntar framtíðarskuldbindingar og framtíðareignir reiknaðar. Til þess að leggja saman tölur á mismunandi tímabilum er nauðsynlegt að núvirða bæði væntar iðgjaldagreiðslur og lífeyrisútgreiðslur. Við núvirðinguna er samkvæmt reglugerð miðað við 3,5% ávöxtunarkröfu.

Verðbréfaeignir lífeyrissjóða eru einkum þrenns konar: skuldabréf, hlutabréf og verðbréfasjóðir. Hlutabréf og hlutabréfasjóðir eru með breytilegar tekjur þannig að við tryggingafræðilega úttekt er miðað við að verðmæti bréfanna breytist ekki. Á hinn bóginn eru skuldabréf oftast með þekkt greiðsluflæði (sem og skuldabréfasjóðir), að því gefnu að skuldarinn standi í skilum, og í tryggingafræðilegri úttekt er greiðsluflæði skuldabréfa núvirt með 3,5% ávöxtunarkröfu. Þetta þýðir að tryggingafræðilegt verðmæti skuldabréfa með föstum vöxtum sem bera hærri vexti en 3,5% er hærra en markaðsvirði bréfanna.

Samkvæmt lögum má tryggingafræðilegur munur á eignum og skuldum ekki vera meiri en 5% í fimm ár, ef það gerist þarf að breyta samþykktum sjóða. Ef eignir sjóða eru meira en 5% lægri en skuldbindingar samkvæmt tryggingafræðilegri úttekt samfellt í fimm ár þarf sjóðurinn að breyta samþykktum og skerða réttindi. Að sama skapi ef eignir eru yfir 5% meiri en skuldbindingar í fimm ár þarf sjóðurinn að breyta samþykktum og auka réttindi. Sömu reglur gilda ef munur á eignum og skuldbindingum er meiri en 10% á einu ári en þá þarf að breyta samþykktum sjóðsins strax.

Að öðru jöfnu má segja að ef raunávöxtun er lægri en 3,5% versnar tryggingafræðileg staða sjóðs en ef ávöxtunin er hærri en 3,5% batnar tryggingafræðileg staða. Þetta er þó örllítið flóknara því eins og áður kom fram er hægt að bæta tryggingafræðilega stöðu með því að auka hlutfall skuldabréfa sem keypt eru á hærri kröfu en 3,5%. Jafnframt geta forsendur fyrir tryggingafræðilegri úttekt breyst, til að mynda með breyttum lífslíkum sjóðfélaga.

### Áhættuþol sjóða

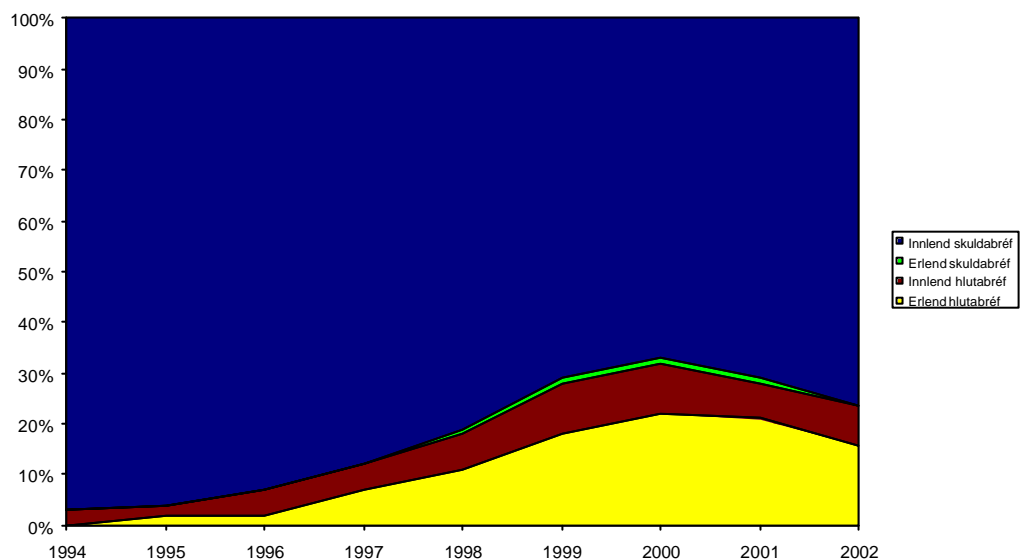
Að öllum líkindum munu lífeyrissjóðir ávallt geta greitt út lífeyri. Ef eignir þeirra rýrna mikið þá neyðast þeir til að skerða réttindi og eðlilegt er að skilgreina markaðsáhættu lífeyrissjóða sem hættu á réttindaskerðingu. Einn algengasti mælikvarði á markaðsáhættu verðbréfasafna er VaR, eða Value-at-Risk, en hann mælir líkur á tapi á ákveðnu tímabili og með ákveðin öryggismörk. SaR, eða Surplus-at-Risk, er samsvarandi mælikvarði fyrir lífeyrissjóði, en hann mælir líkur á að umframeignir verði lægri en tiltekið gildi miðað við ákveðið tímabil og ákveðin öryggismörk. Á svipaðan hátt er hægt að meta líkurnar á réttindaskerðingu með beinum hætti. Hægt er að lýsa heildarmarkaðsáhættu lífeyrissjóða vel með SaR og líkum á réttindaskerðingu. Þessir mælikvarðar eiga þó einkum við þegar litið er til skemmri tíma, eða 1-2 ár fram í tímann. Hafa ber í huga að aðgerðir sem draga úr hættu á réttindaskerðingu til skemmri tíma, geta aukið hættu á réttindaskerðingu til lengri tíma.

Lífeyrissjóðir þola misvel sveiflur í ávöxtun og geta þess vegna tekið mismikla áhættu. Það er einkum tvennt sem hefur áhrif á hversu mikla áhættu sjóðirnir geta tekið. Í fyrsta lagi hvernig fjárhagsleg staða sjóðanna er og í öðru

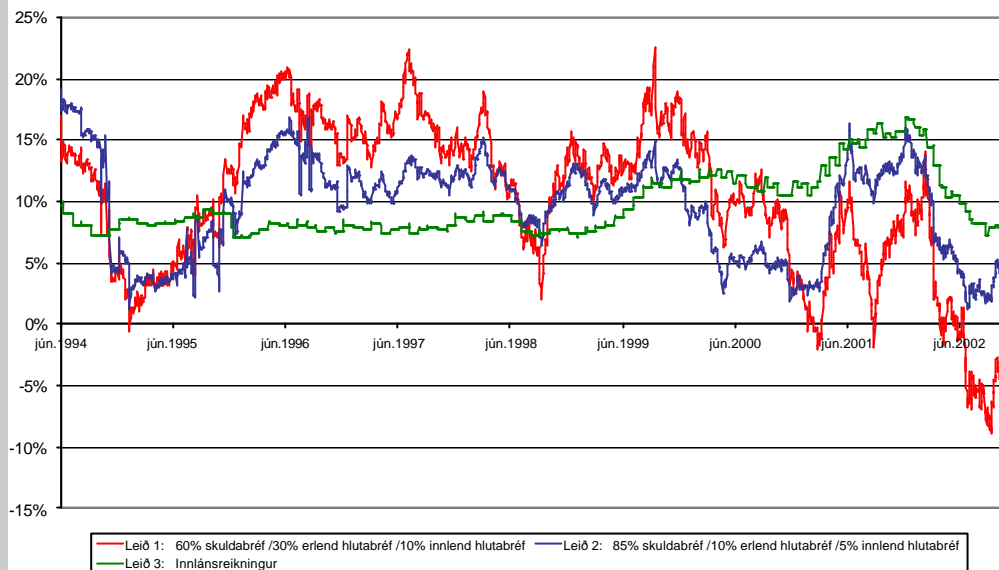
lagi samsetning sjóðfélaga. Fjárhagsleg staða íslenskra lífeyrissjóða er misjöfn en almennt góð. Sjóðir með yngri sjóðfélaga geta leyft sér að taka meiri áhættu en sjóðir þar sem sjóðfélagar eru eldri. Þeir sem eiga eftir að greiða í lífeyrissjóð í mörg ár geta tekið meiri áhættu og fengið hærri vænta ávöxtun. Aftur á móti getur hentað eldri sjóðfélögum að vera með herra hlutfall eigna sinna í ríkisskuldabréfum eða innlánum. Nokkrir lífeyrissjóðir taka ekki lengur við iðgjöldum. Þeir eru kallaðir lokaðir sjóðir og þola síður sveiflur í ávöxtun því framtíðariðgjöld eru engin. Hægt er að færa rök fyrir að slíkir sjóðir eigi að leggja áherslu á örugga og jafna ávöxtun sem má til að mynda fá með íslenskum, löngum, ríkistryggðum skuldabréfum. Einnig gæti verið skynsamlegt að tryggja lágmarksávöxtun með því að velja rétt sambland af hlutabréfum og skuldabréfum.

Á mynd 1 má sjá eignasamsetningu íslenskra lífeyrissjóða. Eins og sjá má voru erlendar eignir lífeyrissjóðanna nánast engar fram til ársins 1996, eftir það jukust þær verulega. Frá árinu 2000 hafa verðlækkarnir verið miklar á erlendum mörkuðum og að sama skapi hefur hlutfall erlendra eigna lækkað verulega.

Mynd 1: Eignasamsetning lífeyrissjóða 1994-2002



Á mynd 2 er breytanleiki í ávöxtun sýndur, á myndinni eru sýnd ávöxtun þriggja ímyndaðra lífeyrissjóða (sjóður1-3). Sjóður 1 er með 30% í erlendum hlutabréfum, 60% í skuldabréfum og 10% í innlendum hlutabréfum. Eins og sjá má hefði ávöxtun þessa sjóðs verið góð lengst af á tímabilinu, hins vegar sést líka að sveiflur í ávöxtun eru töluvert miklar og þar með áhætta sjóðsins. Sjóður 2 er með lægra hlutfall hlutabréfa og herra hlutfall skuldabréfa og eins og sjá má eru sveiflur í ávöxtun töluverðar en mun minni en í sjóði 1. Sjóður 3 er verðtryggður innlánsreikningur sem felur í sér að sveiflur í ávöxtun ráðast nær eingöngu af verðbólgu. Eins og sjá má á mynd 2 er ávöxtun verðtryggðra innlána áhættuminnst en að sama skapi er ávöxtun að jafnaði hærri hjá sjóði 1 og 2 fram til ársins 2000. Það er rökrétt því fjárfestar þurfa að fá hærri ávöxtun til þess að vera tilbúnir til þess að taka meiri áhættu. Hins vegar kemur líka fram á myndinni að á síðustu árum hefur ávöxtun verið mun verri eftir því sem hlutfall hlutabréfa er herra.

Mynd 2: Hlaupandi 12 mánað raunávöxtun mismunandi fjárfestingaleiða


### Skerðing réttinda og ávöxtun undanfarinna ára

Eins og rætt hefur verið um þurfa lífeyrissjóðir að jafnaði að ná 3,5% raunávöxtun á ári til þess að þurfa ekki að skerða réttindi. Á undanförunum árum hafa miklar sviptingar verið á verðbréfamörkuðum. Á mynd 3 er raunávöxtun sýnd fyrir árin 2000–2002. Til einföldunar er einungis gert ráð fyrir þremur eignaflokkum; innlend hlutabréf, innlend skuldabréf og erlend hlutabréf. Vísitölur eru notaðar til að nálga ávöxtun á þessum eignaflokkum (sjá mynd 3).

Mynd 3: Raunávöxtun 2000–2002 m.v. mismunandi fjárfestingastefnur

2000		Skuldabréf á markaðsvirði										
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Innlend hlutabréf	0%	-3,41%	-3,57%	-3,76%	-3,96%	-4,18%	-4,42%	-4,67%	-4,94%	-5,23%	-5,54%	-5,86%
	10%	-5,34%	-5,51%	-5,70%	-5,90%	-6,12%	-6,36%	-6,61%	-6,88%	-7,17%	-7,48%	
	20%	-7,27%	-7,44%	-7,63%	-7,83%	-8,05%	-8,29%	-8,54%	-8,82%	-9,10%		
	30%	-9,19%	-9,36%	-9,55%	-9,75%	-9,98%	-10,21%	-10,47%	-10,74%			
	40%	-11,10%	-11,27%	-11,46%	-11,67%	-11,89%	-12,13%	-12,38%				
	50%	-13,00%	-13,18%	-13,37%	-13,57%	-13,79%	-14,03%					
	60%	-14,89%	-15,07%	-15,26%	-15,46%	-15,69%						
	70%	-16,77%	-16,95%	-17,14%	-17,34%							
	80%	-18,64%	-18,81%	-19,00%								
	90%	-20,49%	-20,67%									
	100%	-22,33%										

2001		Skuldabréf á markaðsvirði										
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Innlend hlutabréf	0%	-8,78%	-7,15%	-5,54%	-3,97%	-2,44%	-0,95%	0,51%	1,92%	3,28%	4,60%	5,87%
	10%	-9,55%	-7,99%	-6,45%	-4,96%	-3,50%	-2,08%	-0,70%	0,63%	1,92%	3,15%	
	20%	-10,38%	-8,89%	-7,43%	-6,00%	-4,62%	-3,27%	-1,97%	-0,72%	0,49%		
	30%	-11,28%	-9,85%	-8,46%	-7,11%	-5,80%	-4,53%	-3,31%	-2,13%			
	40%	-12,23%	-10,88%	-9,56%	-8,28%	-7,04%	-5,85%	-4,70%				
	50%	-13,25%	-11,96%	-10,71%	-9,51%	-8,34%	-7,23%					
	60%	-14,32%	-13,10%	-11,93%	-10,79%	-9,71%						
	70%	-15,45%	-14,30%	-13,20%	-12,14%							
	80%	-16,63%	-15,56%	-14,52%								
	90%	-17,87%	-16,87%									
	100%	-19,16%										

2002		Skuldabréf á markaðsvirði										
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Innlend hlutabréf	0%	-34,07%	-30,39%	-26,56%	-22,58%	-18,43%	-14,13%	-9,67%	-5,03%	-0,23%	4,75%	9,91%
	10%	-30,35%	-26,52%	-22,53%	-18,39%	-14,09%	-9,62%	-4,98%	-0,18%	4,81%	9,97%	
	20%	-26,49%	-22,50%	-18,36%	-14,05%	-9,58%	-4,95%	-0,14%	4,85%	10,01%		
	30%	-22,48%	-18,33%	-14,03%	-9,56%	-4,92%	-0,11%	4,88%	10,04%			
	40%	-18,32%	-14,01%	-9,54%	-4,90%	-0,09%	4,89%	10,06%				
	50%	-14,01%	-9,54%	-4,90%	-0,09%	4,90%	10,06%					
	60%	-9,55%	-4,91%	-0,10%	4,89%	10,05%						
	70%	-4,92%	-0,11%	4,87%	10,03%							
	80%	-0,15%	4,84%	10,00%								
	90%	4,79%	9,95%									
	100%	9,99%										

Víð mat á innlendum hlutabréfum er ICEX15 notuð, innlend skuldabréf eru metin með RS05, BH37 og IBH22. Erlend hlutabréf eru metin með MSCI

Töflurnar eru byggðar upp á þann veg að á ásunum eru hlutfall í innlendum hlutabréfum og innlendum skuldabréfum. Mismunurinn er eign í erlendum

hlutabréfum (100%-innlend hlutabréf-innlend skuldabréf). Ef t.d. 70% af eignum sjóðsins hafa verið í innlendum skuldabréfum og 10% í innlendum hlutabréfum þá er gert ráð fyrir að 20% sé í erlendum hlutabréfum. Árið 2000 var erfitt fyrir innlenda lífeyrissjóði, vextir hækkuðu mikið innanlands og raunávöxtun ríkistryggðra skuldabréfa var um -5,9%, raunlækkun innlendra hlutabréf var um -22,3% og erlend hlutabréf lækkuðu um -3,4% í íslenskum krónum. Eins og sjá má hefðu lífeyrissjóðir ekki getað náð 3,5% raunávöxtun sama hvernig fjárfestingastefnan hefði verið (miðað við hlutlausa stýringu og einungis þrjá fyrrgreinda eignaflokka). Hins vegar þarf að hafa í huga að í töflunni eru skuldabréf gerð upp á markaðsvirði en ef lífeyrissjóðir eiga einstök skuldabréf eru þau gerð upp á kaupkröfu sem endurspeglar ekki endilega raunverulegt markaðsvirði. Þrátt fyrir að skuldabréf lækki um -5,9% þá skilar skuldabréf á kaupkröfu 5–6% raunávöxtun (tapið er ekki innleyst).

Á árinu 2001 lækkaði gengi krónunnar mikið og verðbólga var mikil. Erlend hlutabréf lækkuðu mikið en gengislækkun krónunnar vann að miklu leyti upp þá lækkun svo að lífeyrissjóður sem var með 90–100% í skuldabréfum hefði skilað yfir 3,5% raunávöxtun.

Á árinu 2002 hafa erlend hlutabréf lækkað mikið ásamt því að gengi krónunnar hefur styrkst, ávöxtunarkrafa skuldabréfa hefur lækkað verulega þannig að skuldabréf skila góðri raunávöxtun. Eina leiðin fyrir lífeyrissjóð til þess að skila 3,5% raunávöxtun hefði verið að hafa að hámarki 0–10% í erlendum hlutabréfum eins og staðan er í dag.

Út frá þessum tölum má sjá að umhverfið hefur ekki verið gott fyrir

Mynd 4: Meðal raunávöxtun 2000-2002 m.v. mismunandi fjárfestingastefnur

Skuldabréf á markaðsvirði		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
innlend hlutabréf	0%	-16,56%	-14,58%	-12,60%	-10,62%	-8,64%	-6,67%	-4,70%	-2,74%	-0,79%	1,15%	3,08%
	10%	-15,83%	-13,87%	-11,92%	-9,96%	-8,01%	-6,07%	-4,13%	-2,20%	-0,28%	1,62%	
	20%	-15,15%	-13,22%	-11,29%	-9,36%	-7,44%	-5,53%	-3,62%	-1,72%	0,16%		
	30%	-14,52%	-12,61%	-10,71%	-8,81%	-6,92%	-5,04%	-3,17%	-1,31%			
	40%	-13,94%	-12,07%	-10,19%	-8,32%	-6,47%	-4,62%	-2,78%				
	50%	-13,42%	-11,57%	-9,73%	-7,89%	-6,07%	-4,25%					
	60%	-12,95%	-11,13%	-9,32%	-7,52%	-5,73%						
	70%	-12,54%	-10,75%	-8,97%	-7,20%							
	80%	-12,18%	-10,42%	-8,68%								
	90%	-11,88%	-10,16%									
	100%	-11,63%										

Við mat á innlendum hlutabréfum er ICEX15 notuð, innlend skuldabréf eru metin með RS05, BH37 og IBH22. Erlend hlutabréf eru metin með MSCI

lífeyrissjóði undanfarin ár og á mynd 4 má sjá hvernig meðalávöxtun hefur verið yfir tímabilið í heild, þ.e. 2000-2002 miðað við sömu forsendur. Algengt er að fjárfestingastefna lífeyrissjóða geri ráð fyrir að 70% eigna sé í innlendum skuldabréfum, 20% í erlendum hlutabréfum og 10% í innlendum hlutabréfum. Þannig var t.d. eignasamsetning meðallífeyrissjóðs í ársbyrjun 2002. Athyglisvert er að á tímabilinu 2000–2002 hefði meðallífeyrissjóður ekki náð 3,5% raunávöxtun miðað við gefnar forsendur. Hafa ber í huga að hér er miðað við að skuldabréf séu gerð upp á markaðsvirði og hlutlausa stýringu. Ef þau eru gerð upp á kaupkröfu og tapið ekki innleyst hefðu þau skilað 5–6% raunávöxtun og lífeyrissjóðir hefðu getað náð 3,5% raunávöxtun. Miðað við mynd 4 má sjá að sjóður, sem fjárfesti 100% í skuldabréfum, hefði skilað 3,1% ávöxtun á ári en þyrfti að skila 3,5% miðað við tryggingafræðilega úttekt. Þessi munur leiðir til þess að tryggingafræðilegur halli yrði að öllu óbreyttu 0,4% á ári eða 1,2% yfir þriggja ára tímabil. Miðað við fjárfestingu meðallífeyrissjóðs hefði tryggingafræðilegur halli verið 5,7% á ári eða um 17% á tímabilinu. Rétt er að hafa í huga að verulegur hluti eigna íslenskra lífeyrissjóða er í framtíðariðgjöldum sem gerir það að verkum að áhrifin verða ekki svona mikil.



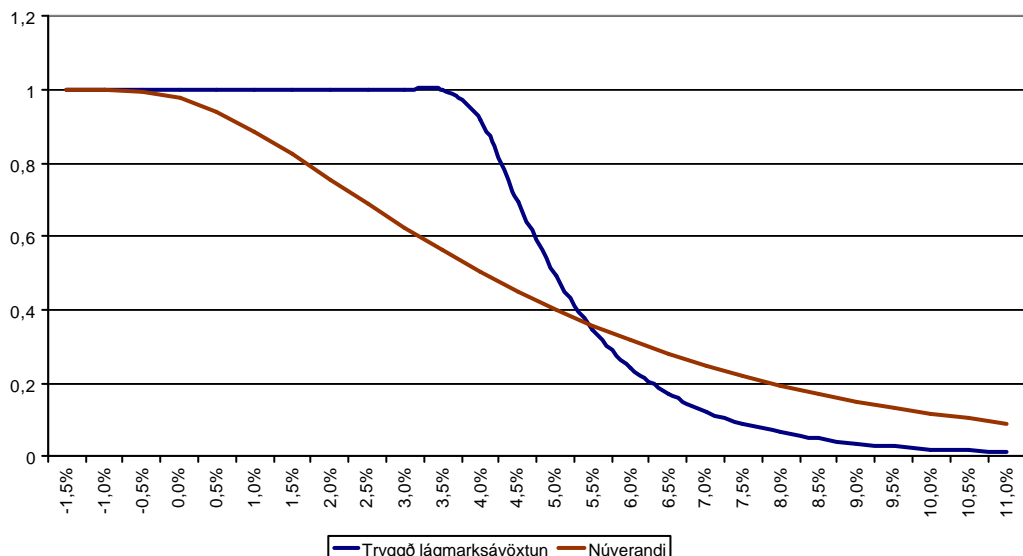
Einnig núvirða tryggingastærðfræðingar skuldabréf miðað við 3,5% kröfu óháð markaðsvirði sem gerir það að verkum að tryggingafræðileg staða batnar enn frekar.

Þar sem flestir íslenskir lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar má velta því fyrir sér hvort skilyrði laga um 5% halla í fimm ár og 10% halla í eitt ár séu of ströng og geri það að verkum að fjárfestingastefnur lífeyrissjóða verði of áhættufælnar sem samkvæmt fræðunum leiði til þess að vænt ávöxtun sjóðanna verði lægri en ella. Að jafnaði er ávöxtun hærrí eftir því sem herra hlutfall er í hlutabréfum (skv. sögulegum gögnum) en að sama skapi er áhættan meiri. Rétt að velta fyrir sér hvort skilyrði laga um tryggingafræðilegan halla stangist á því samkvæmt ofangreindum töflum hefðu flestir lokaðir lífeyrissjóðir farið undir 10% mörkin á árunum 2000–2002 þrátt fyrir að vera með varkára fjárfestingastefnu. Auðvelt er að færa rök fyrir því að eðlileg takmörk séu 5% halli í fimm ár en 10% skilyrðið eru í raun mun strangara. Undanfarin ár sýna að ef lífeyrissjóðir vilja forðast að skerða réttindi þurfa fjárfestingastefnur að vera mjög varkárar sem gæti bitnað á væntri langtímaávöxtun. Hins vegar þarf að hafa í huga að sjóðfélagar eru á mismunandi aldri og þess vegna henta mismunandi fjárfestingastefnur mismunandi sjóðum.

### Lágmarksávöxtun

Lífeyrissjóðir setja sér flestir markmið um ávöxtun, til lengri eða skemmri tíma. Ef lífeyrissjóður setur sér það markmið að ná 3,5% raunávöxtun að lágmarki er í dag tiltölulega auðvelt að tryggja þá ávöxtun með kaupum á ríkisskuldabréfum með föstum vöxtum því raunávöxtunarkrafa þeirra er í dag um 5–6%. Það þýðir að ef slík bréf eru keypt og þeim haldið út líftíma bréfanna skila þau 5–6% raunávöxtun á ári, að því gefnu að ríkið standi við skuldbindingar sínar. Ef sett eru markmið um hærri ávöxtun en skuldabréf gefa þarf að leita annarra leiða, til dæmis með því að bæta við hlutabréfum. Hlutabréf eru í eðli sínu mun áhættusamari fjárfesting en ríkisskuldabréf. Hins vegar er hægt að tryggja ákveðna lágmarksávöxtun með samblandi skuldabréfa og hlutabréfa. Tökum dæmi um lífeyrissjóð sem fjárfestir til sjö ára fyrir 1 milljón og vill tryggja sér 3,5% lágmarksávöxtun til sjö ára. Hann getur keypt skuldabréf fyrir 880 þúsund (88%) sem gefa 5,4% verðtryggða ávöxtun næstu sjö ár og sett 12%

Mynd 5: Líkindadreifing ávöxtunar



í áhættufjárfestingar (t.d. hlutabréf). Þrátt fyrir að allar áhættufjárfestingar töpuðust nær sjóðurinn 3,5% raunávöxtun yfir tímabilið.

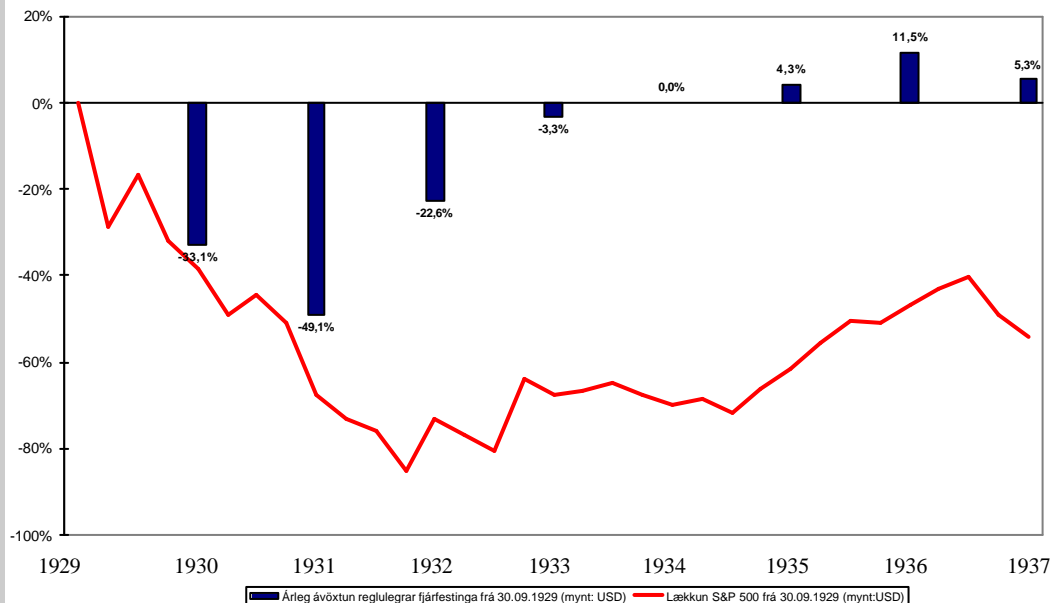
Á mynd 5 er líkindadreifing ávöxtunar sýnd þar sem 3,5% ávöxtun er tryggð. Það felst ákveðinn fórnarkostnaður í því að tryggja sér ákveðna lágmarksávöxtun því líkur á hærri ávöxtun minnka um leið. Fá ef nokkur dæmi eru um að vel dreift safn hlutabréfa tapist algjörlega. Ef stuðst er við líkindadreifingu ávöxtunar hlutabréfa út frá sögulegum gögnum er hægt með tölfræðilegum aðferðum að móta fjárfestingastefnu sem miðar t.d. að því að 95% líkur séu á að ávöxtun verði hærri en 3,5%. Ef sjóðurinn vill tryggja að ávöxtun verði ekki neikvæð gæti hann sett um það bil 30% í áhættufjárfestingar og 70% í skuldabréf miðað við að skuldabréf gæfu 5,4% raunávöxtun í 7 ár.

### Endurfjárfesting

Þegar búið er að setja vel ígrundaða fjárfestingastefnu er ekki síður mikilvægt að halda sig við hana nema forsendur hennar breytast verulega. Í því felst að kaupa til viðbótar í lækkandi mörkuðum og að innleysa hagnað í hækkandi mörkuðum. Í dag eru margir lífeyrissjóðir töluvert undir markmiðum í erlendum hlutabréfum. Með slíkri ráðstöfun í lækkandi mörkuðum er í raun verið að taka ákvörðum um að breyta fjárfestingastefnu og þar með markmiði um ávöxtun og áhættu. Það er eitt að breyta markmiðum á vægi erlendra hlutabréfa sem út af fyrir sig getur átt rétt á sér. Hins vegar er erfiðara að réttlæta að nýta ekki lækkandi markaði ef forsendur fjárfestingastefnu hafa ekki breyst. Hér er ekki meiningin að vera með ráðleggingu um kaup á erlendum hlutabréfum heldur frekar að lífeyrissjóðir haldi sig við fjárfestingastefnu sem mótuð hefur verið nema forsendur hafi breyst.

Ef horft er til S&P 500 vísitölunnar þarf að fara meira en 60 ár aftur í tímann til að sjá meiri lækkanir á vísitölunni en á undanförunum þremur árum. Mynd 6 sýnir þróun á S&P 500 vísitölunni í kreppunni miklu (1929–1936) en þá lækkaði vísitalan um 86% á nokkrum árum. Ef fjárfest hefði verið frá toppi verðsveiflunnar og út kreppuna með jöfnu millibili (ársfjórðungslega) hefði tekið fjögur ár til að fá jákvæða meðalávöxtun (innri ávöxtun) á fjárfestinguna og á árinu 1936 er ávöxtun orðin að meðaltali um og yfir 10% þrátt fyrir að vísitalan hafi á sama tímabili lækkað um 40%-50% (sjá mynd 6).

Mynd 6: Ávöxtun hlutabréfa í kreppunni miklu frá 1929



**Samantekt**

Lífeyriskerfið hér á Íslandi stendur á traustum fótum og hefur verið byggt upp af mikilli skynsemi. Lög um lífeyrissjóði setja mikilvægan ramma fyrir lífeyrissjóði og þarf stöðugt að vera í mótun. Eitt af mikilvægustu hlutverkum stjórna lífeyrissjóða er að móta fjárfestingastefnu og hafa eftirlit með að henni sé framfylgt, enda mun fjárfestingastefnan hafa mesta áhrif á framtíðarávöxtun sjóðsins og getu hans til þess að greiða út lífeyri. Skilgreina þarf áhættuþol sjóðsins og markmið og móta fjárfestingastefnu í samræmi við það. Valfrlsi fyrir sjóðfélaga á mismunandi fjárfestingastefnum er jafnframt lykilatriði þar sem sama stefna hentar ekki öllum.

---

Höfundur er aðstoðarframkvæmdarstjóri á eignastýringu stofnanafjárfesta hjá Kaupþing banka