

**BIRTA**  
LÍFEYRISSJÓÐUR



**FJÁRFESTINGARSTEFNA 2020**  
SÉREIGNAÐEILDIR

## Efnisyfirlit

1. TILGANGUR.....	3
2. LANGTÍMA MARKMIÐ .....	3
2.1 SKYNSEMISSREGLAN.....	3
3. STJÓRNARHÆTTIR.....	4
3.1 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFA-VIÐSKIPTI.....	4
3.2 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING .....	5
3.3 SAMSKIPTA OG SIÐAREGLUR.....	5
3.4 EIGENDASTEFNA.....	5
3.5 SAMFÉLAGSLEG ÁBYRGÐ .....	5
4. EIGNAFLOKKAR.....	6
5. FORSENDUR.....	6
5.1 LÍFEYRISBYRGÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI .....	6
6. FJÁRFESTINGAR-STEFNA SÉREIGNA-DEILDAR .....	7
6.1 INNLÁNSLEIÐ .....	7
6.1.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu .....	7
6.1.2 Markmið um hlutfall lausafjár.....	7
6.1.3 Önnur viðmið og takmarkanir fjárfestinga.....	7
6.2 SKULDABRÉFALEIÐ .....	7
6.2.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu .....	7
6.2.2 Viðmið um notkun afleiða .....	8
6.2.3 Takmarkanir á fjárfestingum .....	8
6.2.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf og önnur fasteignatryggð veðlán.....	8
6.2.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyris-sjóða.....	8
6.2.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfa-flokka.....	8
6.2.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu .....	9
6.2.8 Markmið um hlutfall lausafjár.....	9
6.2.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns.....	9
6.2.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu skuldabréfaleiðarinnar .....	9
6.2.11 Viðmiðunarvísitölur .....	9
6.3 BLÖNDUÐ LEIÐ .....	9
6.3.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu .....	9
6.3.2 Viðmið um notkun afleiða .....	10
6.3.3 Takmarkanir á fjárfestingum .....	10
6.3.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf .....	11
6.3.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyrissjóða.....	11
6.3.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfa-flokka.....	11
6.3.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu .....	11
6.3.8 Markmið um hlutfall lausafjár.....	12
6.3.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns.....	12
6.3.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu blönduðu leiðarinnar .....	12
6.3.11 Viðmiðunarvísitölur .....	13
7. SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ SEM BIRTA HEFUR SETT SÉR Í FJÁRFESTINGUM.....	13
8. UMFJÖLLUN UM EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM .....	14
9. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA.....	17

## 1. TILGANGUR

Þetta stefnuskjal er fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs, mótuð af stjórn með þátttöku fjárfestingaráðs Birtu. Skjalið á við um séreignardeild Birtu og 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 fjárfestingarreglum Birtu. Við mótnun 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 samhliða:

- A. Ná hæstu mögulegu ávöxtun að teknu tilliti til áhættu og seljanleika eigna.
- B. Viðhalda nægilegri áhættudreifingu eigna.

### 2.1 SKYNSEMISREGLAN

Mótnun fjárfestingarstefnu Birtu lífeyrissjóðs byggir á almennum meginreglum laga, skynsemisreglu. Skynsemisreglan byggir á almennum kröfu sem gerðar eru til stjórnar og starfsmanna Birtu við mótnun fjárfestingarstefnunnar og fjárfestinga í samræmi við hana. Almennar kröfur sem taldar eru skynsamlegar þegar lágmarkskröfum laga sleppir.

Meginreglurnar eru eftirfarandi:

Við mótnun stefnunnar eru hagsmunir sjóðfélaga og ávöxtun á eignum sjóðsins að teknu tilliti til áhættu ávallt haft 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 þátta sem áhrif hafa á lífeyrisbyrðina og framtíðargreiðslufærni.

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 eignarflokkum sem teljast uppfylla ofangreind skilyrði og spá stjórnar og fjárfestingarráðs um vænta arðsemi til lengri tíma að teknu tilliti til áhættu. 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 áhættu einstakra eigna og eignaflokka.

### 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 útgefnar 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 VERÐBRÉFA- VIÐSKIPTI

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 verðbréfavíðskiptum sjóðsins eru undanþegnir 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 fjárfestingastefnu Birtu í samræmi við VII. kafla sömu laga. Stjórn Birtu samþykkir og gerir breytingar á fjárfestingastefnu 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 fjárfestingastefnu.

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 sem er tengd fjárfestingastefnu án þess að vera hluti hennar. Markmið eigendastefnu Birtu 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 stofnanafjárfesta 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 fylgiskjöllum I-III við fjárfestingarstefnuna.

## 5. FORSENDUR

Séreignadeild Birtu býður upp á þrjár mismunandi ávöxtunarleiðir, þ.e. innlánsleið, skuldabréfaleið og blandaða leið. Fjárfestingarstefna þessara þriggja ávöxtunarleiða byggir á eftirfarandi forsendum hvað varðar lífeyrisbyrði og framtíðargreiðsluflæði.

### 5.1 LÍFEYRISBYRGÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI

Samkvæmt núgildandi lögum er heimilt að greiða lífeyrissparnað í séreign út í eingreiðslu þegar rétthafi hefur náð 60 ára aldri. Einnig er heimilt að greiða lífeyrissparnaðinn út í eingreiðslu við fráfall sjóðfélaga. Jafnframt er sjóðfélögum heimilt að flytja eignir á milli ávöxtunarleiða og/eða vörsluaðila. Árið 2014 voru samþykkt lög á Alþingi sem heimiluðu greiðslu séreignsparnaðar inn á húsnæðislán upp að ákveðnu marki. Sú heimild er ennþá í gildi. Þessir þættir eru meginþunginn í forsendum Birtu hvað lífeyrisbyrði og framtíðargreiðsluflæði ávöxtunarleiða séreignadeildarinnar varðar.

Fjárfestingarstefnur ávöxtunarleiða séreignadeildar Birtu eru þannig uppbyggðar að eignir þeirra eru að hluta til innlán og/eða auðseljanleg skuldabréf. Þannig er hægt að bregðast strax við mögulegu útstreymi vegna

áðurnefndra þátta sem hafa áhrif á lífeyrisbyrðina og framtíðargreiðsluflæðið. Þá er einnig tekið tillit til greiðsluflæðis af skuldabréfaeign ávöxtunarleiðanna sem styrkir sjóðstreymið til þeirra enn frekar.

Auk áðurgreinds er spá um þróun lífeyrisbyrðar á næstu árum í séreignadeildinni byggð á þegar gerðum samningum til útgreiðslu. Að sama skapi hefur verið tekið tillit til mögulegra flutninga á milli ávöxtunarleiða sem og frá sjóðnum sjálfum. Mat á áhættunni að sjóðfélagar flytji réttindi sín á milli er byggt á reynslu sjóðsins síðustu misseri.

Gert er ráð fyrir í fjárfestingarstefnum ávöxtunarleiðanna þriggja að sjóðfélagar geti flutt allt að 10% af eignum viðkomandi leiðar. Við þessu mögulega útstreymi er hægt að bregðast strax við með innlausn á auðseljanlegum eignum leiðanna, sbr. innlánnum og skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs.

Aðrir þættir sem hafa áhrif er útgreiðsla vegna örorku en þeim greiðslum þarf að dreifa á sjö ár m.v. 100% orkutap og yfir lengri tíma ef orkutap er minna. Það er mat Birtu að þessi þáttur hafi ekki teljandi áhrif á lífeyrisbyrði og greiðsluflæði lífeyris til framtíðar.

## 6. FJÁRFESTINGARSTEFNA SÉREIGNA-DEILDAR

Eins og áður hefur komið fram býður Birta lífeyrissjóður upp á þrjár ávöxtunarleiðir og geta sjóðfélagar nýtt sér eina eða fleiri samtímis. Hægt er að skipta um ávöxtunarleið hvenær sem er.

### 6.1 INNLÁNSLEIÐ

Fjárfestingarstefna innlánsleiðarinnar byggir á einum eignaflokki, þ.e. innlánnum, sbr. fylgiskjal I og felur í sér langtíma markmiðssetningu.

#### 6.1.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu

Markmið og viðmið Birtu hvað varðar ávöxtun og áhættu í þessari ávöxtunarleið er að hún beri að öllu jöfnu hæstu vexti hverju sinni á bundnum innlánnum innlánsstofnana. Höfuðstóll innlánsleiðarinnar heldur verðgildi sínu í takt við neysliverðsvísitölu en vextirnir eru hins vegar breytilegir. Ávöxtunarleiðin felur þ.a.l. í sér litla áhættu en þess má vænta að hún gefi einnig lægstu ávöxtunina, af ávöxtunarleiðunum þremur, til lengri tíma litið. Þrátt fyrir að vörsluaðilum séreignarsparnaðar sé heimilt að binda öll innlán hjá sömu innlánsstofnun þá er það stefna stjórnar Birtu að dreifa að jafnaði innlánnum á að minnsta kosti tvo aðila án þess þó að setja sérstök takmörk.

#### 6.1.2 Markmið um hlutfall lausafjár

Að öllu jöfnu eru um 10% af eignum ávöxtunarleiðarinnar í óbundnum innistæðum sem hægt er að ráðstafa samdægurs til að mæta ófyrirséðu útlæði.

#### 6.1.3 Önnur viðmið og takmarkanir fjárfestinga

Töluliðir a. til k. og m. til n. í 4 gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum eiga ekki við um innlánsleið Birtu.

### 6.2 SKULDABRÉFALEIÐ

Fjárfestingarstefna skuldabréfaleiðarinnar byggir á mismunandi tegundaflokkum innlána og verðbréfa sbr. fylgiskjal II og felur í sér langtíma markmiðssetningu.

#### 6.2.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu

Fjárfestingarstefna skuldabréfaleiðarinnar byggir meðal annars á spá stjórnar og fjárfestingaráðs sjóðsins um vænta ávöxtun til framtíðar að teknu tilliti til áhættu. Grundvöllur þeirrar aðferðafræði sem er notuð er lýst í 6. kafla í fjárfestingarstefnuskjali samtryggingardeildar Birtu og deildar um tilgreinda séreign. Jafnframt er tekið mið af núverandi eignasamsetningu við mótun stefnu skuldabréfaleiðarinnar og gert ráð fyrir að sjóðnum takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem sett eru fram í fylgiskjali II.

Í töflunni hér á eftir má sjá þær forsendur sem notaðar eru sem markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu skuldabréfaleiðarinnar.

Eignaflokkar	Vænt ávöxtun	Áhætta
Innlán	2,2%	0,4%
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkissjóðs	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%

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu skuldabréfaleiðarinnar og hvaða áhrif sú stefna hefur á núverandi eignasamsetningu. Mv. nýja fjárfestingarstefnu er vænt nafnávöxtun leiðarinnar 4,6% með 3,1% flökti. Miðað við 2,8% vænta verðbólgu myndi þetta samsvara 1,8% raunávöxtun.

Skuldabréfaleiðin	Fjárfestingastefna	Breytingar mv.
	2020	raunstöðu 30.09.2019
Innlán	1,0%	-3,3%
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	50,0%	-0,1%
Skuldabréf sveitarfélaga	13,0%	-0,2%
Skuldabréf lánastofnana	9,0%	-0,4%
Skuldabréf fyrirtækja	10,0%	2,8%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	17,0%	1,8%
	<b>100%</b>	

### 6.2.2 Viðmið um notkun afleiða

Á ekki við þar sem notkun á afleiðum er óheimil í þessari ávöxtunarleið.

### 6.2.3 Takmarkanir á fjárfestingum

Samanlögð eign skuldabréfaleiðarinnar 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 10% af hreinni eign ávöxtunarleiðarinnar. 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.

Ávöxtunarleiðinni 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%.

### 6.2.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf og önnur fasteignatryggð veðlán

Hvorki er lánað út á ósamþykktar íbúðir né íbúðir sem lúta ákvæðum laga um félagslegar íbúðir. Ekki er lánuð hærri upphæð en sem nemur 90% af brunabótamati og lóðamati, samanlögðu. Skilyrði er að það lán, sem lífeyrissjóðurinn veitir, að viðbættum áhvílandi forgangsveðskuldum, uppfærðum, séu þær verðtryggðar eða óverðtryggðar, sé ekki hærri en sem nemur 65% af fasteignamati eignarinnar skv. Þjóðskrá Íslands, nema um sé að ræða fasteignaviðskipti þar sem miðað er við verð í kaupsamningi ef um íbúðarhúsnæði er að ræða. Ef um er að ræða atvinnuhúsnæði er hámarkið 50% af fasteignamati, kaupsamningsverði eða metnu markaðsverði.

### 6.2.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyrissjóða

Á ekki við þar sem þessi ávöxtunarleið fjárfestir ekki í þjónustufyrirtækjum

### 6.2.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfaklokka

Um það bil þrjú fjórðu verðbréfaeigna skuldabréfaleiðarinnar eru í innlendum skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru óuppgreiðanleg. Þetta eru skuldabréf með



ríkisábyrgð, sveitarfélagabréf og sértrygð bréf lánastofnana. Meðaltími þessara bréfa var um 6,8 ár mv. 30.09. sl. Önnur skuldabréf í eigu ávöxtunarleiðarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtrygð skuldabréf eru með uppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Að teknu tilliti til þeirra bréfa var meðaltími skuldabréfasafns leiðarinnar um 7,5 ár þann 30.09 sl.

Val á meðaltíma skuldabréfa í þessari ávöxtunarleið tekur mið af væntri ávöxtun og seljanleika allra skuldabréfaflokka leiðarinnar en markmiðið er 9 ár með 3 ára vikmörkum.

### 6.2.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu

Hlutfall skuldabréfaleiðarinnar í virkri stýringu þann 30.09 sl. var um 85%. Það sem telst til virkrar stýringar eru öll verðbréf og innlán deildarinnar að undanskildum eignaflokknum önnur fasteignaveðlán. Markmið ávöxtunarleiðarinnar er að um 80% hennar séu í virkri stýringu með 10% vikmörkum.

### 6.2.8 Markmið um hlutfall lausafjár

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

### 6.2.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns

Markmið stjórnar Birtu um atvinnugreinaskiptingu 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 heildar eignum á hverjum tíma. Til hliðsjónar um mat á atvinnugreinaskiptingu eru vísitöluviðmið Birtu.

### 6.2.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu skuldabréfaleiðarinnar

Markmiðið er að öll skuldabréf og innlán þessarar ávöxtunarleiðar séu í íslenskum krónum, með lítilsháttar vikmörkum, sbr. fylgiskjal II.

### 6.2.11 Viðmiðunarvísitölur

Skuldabréfaleiðin notar meðfylgjandi vísitölur til viðmiðunar um árangur ávöxtunar einstakra eignaflokka.

Eignaflokkar	Viðmiðunarvísitala
Innlán	OMX13MNI
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkisjóðs	OMX10YI 90%/OMX110NI 10%
Skuldabréf sveitafélaga	LSS 24-34-55
Skuldabréf lánastofnana	Sértrygð vísitala / samsett
Skuldabréf fyrirtækja	Fyrirtækjavísitala / samsett
Fasteignaveðtrygð skuldabréf	HFF 44 (3 mánaða meðalkrafa)

## 6.3 BLÖNDUÐ LEIÐ

Fjárfestingarstefna blönduðu leiðarinnar byggir á mismunandi tegundaflokkum innlána og verðbréfa sbr. fylgiskjal III og felur í sér langtíma markmiðssetningu.

### 6.3.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu

Fjárfestingarstefna blönduðu leiðarinnar byggir meðal annars á spá stjórnar og fjárfestingaráðs sjóðsins um vænta ávöxtun til framtíðar að teknu tilliti til áhættu. Grundvöllur þeirrar aðferðafræði sem er notuð er lýst í 6. kafla í fjárfestingarstefnuskjali samtryggingardeildar Birtu og

deildar um tilgreinda séreign. Jafnframt er tekið mið af núverandi eignasamsetningu við mótun stefnu blönduðu leiðarinnar og gert ráð fyrir að sjóðnum takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem sett eru fram í fylgiskjali III.

Í töflunni hér á eftir má sjá þær forsendur sem notaðar eru sem markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu blönduðu leiðarinnar.

Eignaflokkar	Vænt ávöxtun	Áhætta
Innlán	2,2%	0,4%
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkissjóðs	4,1%	4,9%
Skuldabréf sveitarfélaga	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%

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu blönduðu leiðarinnar og hvaða áhrif sú stefna hefur á núverandi eignasamsetningu. Mv. nýja fjárfestingarstefnu er vænt nafnávöxtun leiðarinnar 3,2% með 6,3% flökti. Miðað við 2,8% vænta verðbólgu myndi þetta samsvara 0,4% raunávöxtun.

Þá hefur sú breyting átt sér stað á milli ára að eignaflokkurinn „erlend skuldabréf“ kemur nýr inn í fjárfestingastefnu 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.

Blandaða leiðin	Fjárfestingastefna 2020	Breytingar mv. raunstöðu 30.09.2019
Innlán	1,0%	-1,9%
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	23,0%	-5,0%
Skuldabréf sveitarfélaga	3,0%	0,5%
Skuldabréf lánastofnana	7,0%	-0,2%
Skuldabréf fyrirtækja	9,0%	4,8%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	2,0%	-0,2%
Innlend hlutabréf	12,0%	1,0%
Erlend hlutabréf	35,0%	-6,3%
Erlend skuldabréf	8,0%	8,0%
	<b>100%</b>	

### 6.3.2 Viðmið um notkun afleiða

Á ekki við þar sem notkun á afleiðum er óheimil í þessari ávöxtunarleið.

### 6.3.3 Takmarkanir á fjárfestingum

Samanlögð eign blönduðu leiðarinnar 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 10% af hreinni eign ávöxtunarleiðarinnar. 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% hlutafjár eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis.

Ávöxtunarleiðinni 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%.

Hámarkshlutdeild í hlutafé einstakra fyrirtækja er 20% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu.

#### 6.3.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf

Hlutfall fasteignaveðtryggðra skuldabréfa kemur fram í fylgiskjöllum I og II. Veðsetningarhlutföll, veðandlög og aðrir skilmálar sem sjóðurinn ákvarðar koma fram í gildandi reglum sjóðsins á hverjum tíma. Séreignadeildin kaupir eingöngu fasteignaveðtryggð skuldabréf sem gefin eru út af lögaðila.

#### 6.3.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyrissjóða

Á ekki við þar sem þessi ávöxtunarleidd fjárfestir ekki í þjónustufyrirtækjum.

#### 6.3.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfa-flokka

Rúmlega þriðjungur verðbréfaeigna ávöxtunarleidarinnar er í innlendum skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru úppgreiðanleg. Þetta eru skuldabréf með ríkisábyrgð, sveitarfélagabréf og sértryggð skuldabréf lánastofnana. Meðaltími þessara bréfa var um 7,7 ár mv. 30.09. sl. Önnur skuldabréf í eigu ávöxtunarleidarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf eru með uppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Að teknu tilliti til þeirra bréfa var meðaltími skuldabréfasafns blönduðu leiðarinnar um 7,8 ár þann 30.09 sl.

Val á meðaltíma skuldabréfa í þessari ávöxtunarleidd tekur mið af væntri ávöxtun og

seljanleika allra skuldabréfaflokka leiðarinnar en markmiðið er 8 ár með 3 ára vikmörkum.

#### 6.3.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu

Hlutfall verðbréfaeigna blönduðu leiðarinnar í virkri stýringu þann 30.09 sl. var um 98% af eignasafninu. Það sem telst til virkrar stýringar eru öll verðbréf og innlán deildarinnar að undanskildum eignaflokknum önnur fasteignaveðlán. Markmið ávöxtunarleidarinnar er að um 95% hennar séu í virkri stýringu með 5% vikmörkum.

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 samanborðið við heimsvísitölu hlutabréfa. Þ.a.l. telur Birta þessa sjóði vera hluta af þeim eignum sem tilheyra virkri stýringu.

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.

- Sambjöppun 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 samþjöppun 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 eignarhaldstímabili og fellur vel að hugmyndafræði Birtu umlangtíma-fjárfestingar.
- 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 samþjöppuðu en jafnframt vel dreifðu safni verðbréfa má halda sértækri áhættu safnsins í skefjum, sem kæmi til með að skila sér í 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.

### 6.3.8 Markmið um hlutfall lausafjár

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

### 6.3.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns

Markmið stjórnar Birtu um atvinnugreina-skiptingu verðbréfasafns blönduðu leiðarinnar er að hún endurspegli eftir bestu getu markaðsaðstæður á þeim mörkuðum sem unnið er á. Markmiðið er að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildar eignum á hverjum tíma. Til hliðsjónar um mat á atvinnugreina-skiptingu eru vísitöluviðmið Birtu.

### 6.3.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu blönduðu leiðarinnar

Gjaldmiðlasamsetning blönduðu leiðarinnar var þann 30.09 sl. þannig að um 57,0% af verðbréfaeigninni var bundið í íslenskum krónum og um 43,0% í erlendum gjaldmiðlum. Markmið ársins 2020 kemur fram í fylgiskjali III.

Markmið Birtu um erlenda gjaldmiðla-samsetningu er að vægi einstakra gjaldmiðla endurspegli sem næst gjaldmiðlasamsetningu hlutabréfavísitölu Morgan Stanley á hverjum tíma með 10% vikmörkum fyrir einstaka gjaldmiðil. Í töflunni hér á eftir má sjá gjaldmiðlaskiptingu heimsvísitölnunnar mv. 31. okt. sl.

#### 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 hlutabréfavísitölu Morgan Stanley 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 skal vera í íslenskum krónum annars vegar og erlendum gjaldmiðlum hins vegar. Umrædd markmið og vikmörk þeirra má sjá í fylgiskjali III

#### 6.3.11 Viðmiðunarvísitölur

Blandaða leiðin 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

## 7. 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 gír á seinni hluta árs 2019 og lækkaði þá vexti sína. Í öðru lagi af kröftugum kaupum seðlabanka af verðbréfum af ýmsu tagi, þó einkum ríkis-skuldabréfum, 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 undanförnum 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 gjalddaga. 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 (MCI) verið um 14% að meðaltali frá því að hinn langvinni hækkunarfasi á alþjóðlegum hlutabréfa- mörkuðum 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 lækkanir þannig að í upphafi var ekki úr háum söðli að falla. Á sama tímabili hafa hækkanir 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 hluta- bréfamörkuðum 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 ferðapjónustu 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 litið. 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 fasteignafélögum. Horfur eru á að framan- greindir útgefendur muni halda sínu striki á næsta ári með reglulegum útgáfum.

Eftir frekar tvö tíðindalítill 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 sveiflna í



viðkomandi vísitölu, án þess að miklar hreyfingar séu á gengi annarra félaga í vísitölnni. 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 rekstrartölur 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 flökt 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 með því að móta fjárfestingastefnu sem miðar að því að 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 starfar 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.

## 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 fjárfestingastefnu 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 28. nóvember 2019.

Fursey Ólafsdóttir  
Birta Jónsdóttir  
Jón Þorgerður  
Hilmar Hólm  
Pál Ólafur  
Drömla Jónsdóttir  
Guðr. Elva Hjörleifs  
Dávíð Halsteinsson

Fylgiskjal I

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

Markmið um samsetningu eigna

Séreignardeild / innlánsleið



	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Hámark samkvæmt samþykktum	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Lægri	Efri				Lægri	Efri		Lægri	Efri
<i>I hlutfelli af heildareignum lífeyrissjóðs</i>											
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs											
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf											
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga											
B.b. Innlán	100,0%			100,0%							
B.c. Sértryggð skuldabréf											
C.a. Skuldabréf og vixlar lánaðstafnana og váttryggingafélaga											
C.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS											
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal félaga, og vikjandi...											
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu											
E.a. Hlutabréf félaga											
E.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu											
E.c. Fasteignir											
F.a. Afleiður											
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður											
Eignir í erlendum gjaldmiðli	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%						

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

Dagsetning: 28. nóvember 2018

*Guðný Skofova*  
 Formaður stjórnar

*Paulinn Jónsdóttir*  
 Varformaður stjórnar

*Þórunn Þórunn*  
 Guðr. Eira Hjörleif

*Þórunn Þórunn*  
 Davíð Halldórsson

*Þórunn Þórunn*  
 Ólafur Sývasson

*Jakob Jónsson*  
 Varformaður stjórnar

*Þórunn Þórunn*  
 Guðr. Eira Hjörleif

*Þórunn Þórunn*  
 Davíð Halldórsson

*Þórunn Þórunn*  
 Ólafur Sývasson

Framkvæmdarstjóri

## Fylgiskjal II

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

Markmið um samsetningu eigna

Séreignadeild / skuldabréfaleið



	I.						VI. Vikmörk* Lægrí
	Markmið um eignasamsetningu	II. Vikmörk* Lægrí Efri	Núverandi eignasamsetning	Hámark skv. samþykktum	III. Gengisbundin verðbréf	III. Vikmörk* Lægrí Efri	
<i>f hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs</i>							
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	50,0%	60,0%	53,1%	60,0%	0,0%	10,0%	
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	17,0%	25,0%	17,5%	25,0%			
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	13,0%	10,0%	12,7%	14,0%			
B.b. Innlán	1,0%	0,0%	2,4%	10,0%	0,0%	5,0%	
B.c. Sértryggð skuldabréf	8,0%	10,0%	6,9%	10,0%			
C.a. Skuldabréf og vixlar lánaðstofnana og váttryggingafélaga	1,0%	2,0%	0,0%	2,0%			0,0%
C.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS							
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og vikjandi...	5,0%	3,0%	4,6%	7,0%			0,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	3,0%	1,0%	2,8%	5,0%			0,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%			0,0%
E.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	2,0%	5,0%	0,0%	5,0%			0,0%
E.c. Fasteignir							
F.a. Afleiður							
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður							
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,0%</b>			

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

Dagsetning: 28. nóvember 2019

Ingrið Skelstra  
Formaður stjórnar

Blundur Þorsteinsson  
Varformaður stjórnar

Helmi Jóhannsson  
Gudrun Elva Hjálber  
Dagur Halldórsson  
Ólafur Sigurðsson  
Frankvæmdarstjóri

## Fylgiskjal III

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

Markmið um samsetningu eigna

Séreignardeild / blönduð leið



	I. Markmið um eignasamsetningu		II. Vikmörk* Lægri Efri		Núverandi eignasamsetning	Hámark samkvæmt samþykktum	III. Gengisbundin verðbréf	III. Vikmörk* Lægri Efri		IV. Óskráð verðbréf		VI. Vikmörk* Lægri Efri	
<i>I hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs</i>													
A.a. Ríkisvæðing, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	23,0%	34,0%	27,5%	34,0%		34,0%							
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	2,0%	0,0%	2,2%	0,0%		6,0%					0,0%		1,0%
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	3,0%	0,0%	2,5%	0,0%		6,0%							
B.b. Innlán	1,0%	0,0%	2,9%	0,0%		4,0%							
B.c. Sértryggð skuldabréf	7,0%	4,0%	7,1%	10,0%		10,0%							
C.a. Skuldabréf og vixlar lánaðstofnana og váttryggingafélaga													
C.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS	43,0%	35,0%	41,3%	49,0%		49,0%	43,0%	35,0%	49,0%				
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal félaga, og vikjandi...	1,0%	0,0%	1,0%	2,0%		2,0%	1,0%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	5,0%	2,0%	3,3%	7,0%		7,0%	1,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	0,5%	5,0%		5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%
E.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	15,0%	10,0%	11,7%	20,0%		20,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%
E.c. Fasteignir													
F.a. Afleiður													
F.b. Aðrir fjármálagæringar, þó ekki afleiður													
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>45,0%</b>	<b>36,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>55,0%</b>		<b>55,0%</b>							

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

Dagsetning: 28. nóvember 2019

Ingóbjörg Elvís  
Formaður stjórnar

Gunnar Þorsteinsson  
Varaformaður stjórnar

Helga Elvís  
Guðr. Elva Hjörleif

Þórunn Elvís  
David Halldórsson

Þórunn Elvís  
Ólafur Þorsteinsson

Ingóbjörg Elvís  
Formaður stjórnar

Gunnar Þorsteinsson  
Varaformaður stjórnar

Helga Elvís  
Guðr. Elva Hjörleif

Þórunn Elvís  
David Halldórsson

Þórunn Elvís  
Ólafur Þorsteinsson

Frankvæðingastjóri