

**BIRTA**  
LÍFEYRISSJÓÐUR



**FJÁRFESTINGARSTEFNA 2021**

SAMTRYGGINGARDEILD

SÉREIGNADEILD

TILGREIND SÉREIGN

# Efnisyfirlit

1. UM BIRTU LÍFEYRISSJÓÐ.....	3
2. TILGANGUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR .....	3
3. LAGALEGUR GRUNDVÖLLUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR.....	3
4. SKYNSEMISREGLAN.....	3
5. LANGTÍMAMARKMIÐ OG HUGMYNDAFRÆÐI FJÁRFESTINGA .....	4
6. STJÓRNARHÆTTIR .....	4
6.1 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING .....	5
6.2 SAMSKIPTA- OG SIÐAREGLUR.....	5
6.3 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI.....	5
6.4 EIGENDASTEFNA .....	5
6.5 SAMFÉLAGSLEG ÁBYRGÐ .....	6
6.6 REGLUR UM FJÁRFESTINGAR OG FJÁRFESTINGAHEIMILDIR.....	6
7.    HELSTU EIGNAFLOKKAR.....	6
7.1 TAKMARKANIR GAGNVART EINSTAKA EIGNAFLOKKUM.....	6
7.2 EIGNAFLOKKUN BIRTU .....	7
8.    MARKMIÐ OG VIÐMIÐ UM ÁVÖXTUN OG ÁHÆTTU.....	8
8.1 AÐFERÐAFRÆÐIN .....	8
9.    SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ .....	9
10.    VIÐMIÐUNARVÍSITÖLUR BIRTU.....	10
11.    EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM .....	11
12.    FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGARDEILDAR .....	12
12.1. HELSTU FORSENDUR.....	13
12.1.1 RÉTTINDAKERFI OG ALDURSSAMSETNING SJÓDFÉLAGA .....	13
12.1.2 LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI .....	13
12.1.3 TRYGGINGARFRÆÐILEG STAÐA .....	14
12.1.4 MARKMIÐ UM GJALDMIÐLASKIPTINGU .....	14
12.1.5 MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU.....	15
12.1.6 MEÐALLÍFTÍMI SKULDABRÉFA .....	15
12.1.7 MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU .....	15
12.1.8 MARKMIÐ UM NOTKUN AFLEIÐA.....	17
12.1.9 FASTEIGNATRYGGÐ SKULDABRÉF TIL SJÓDFÉLAGA OG LÖGADILA.....	17
12.1.10 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR.....	17
12.1.11 FJÁRFESTINGAR Í FYRIRTÆKJUM SEM EINGÖNGU SINNA ÞJÓNUSTUVERKEFNUM.....	17
12.2. NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGAR .....	18
13.    FJÁRFESTINGARSTEFNA SÉREIGNARDEILDAR OG DEILDAR UM TILGREINDA SÉREIGN.....	18
13.1 LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI.....	19
13.1.1 INNLÁNSLEIÐIN.....	19
13.1.2 SKULDABRÉFALEIÐIN .....	20
13.1.3. NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA SKULDABRÉFALEIÐARINNAR .....	21
13.1.4 BLANDAÐA LEIÐIN .....	21
13.1.5. NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA BLÖNDUÐU LEIÐARINNAR.....	23
14.    ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA.....	24
14.1. GREINING Á ÁHÆTTUÞOLI SJÓÐSINS.....	24

## 1. UM BIRTU LÍFEYRISSJÓÐ

Birta lífeyrissjóður tók til starfa 1. desember 2016 og varð til við samruna Sameinaða lífeyrissjóðsins og Stafa lífeyrissjóðs. Meginstarfsemi Birtu er að taka á móti iðgjöldum, ávaxta þau og greiða út lífeyri samkvæmt samþykktum. Sjóðurinn starfar í þremur aðaldeildum, þ.e. samtryggingar-, séreignar- og deild um tilgreinda séreign. Aðild að Birtu lífeyrissjóði byggist samkvæmt samþykktum á ákvæðum kjarasamninga stéttarféлага, aðild fyrirtækja eða almennum forsendum. Þeim er líka heimild aðild sem hvorki eru bundnir kjarasamningum tengdra stéttarféлага né njóta ráðningarbundinna starfskjara sem byggð eru á kjarasamningum. Birta er fjórði stærsti lífeyrissjóður landsmanna ef miðað er við hreina eign til greiðslu lífeyris sem var um 472.000 m.kr. í lok október sl.

## 2. TILGANGUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs er mótuð og ákvörðuð af stjórn sjóðsins. Stefnan á við um aðaldeildirnar þjár, samtryggingu, séreign og deild tilgreindrar séreignar, nema annað sé tekið fram. Fjárfestingarstefnunni er ætlað að vera vegvísir fyrir stjórn, fjárfestingaráð, þá þjónustuaðila sem stýra eignum fyrir sjóðinn og aðra hagaðila. Hún er formlegt skjal sem lýsir stefnu sjóðsins við fjárfestingar og ávöxtun fjármuna sjóðfélaga. Í grunninn er fjárfestingarstefnan hugsuð til langs tíma. Engu að síður er hún endurskoðuð árlega af stjórn Birtu með tilliti til efnahagsaðstæðna hverju sinni og breytinga í umhverfi sjóðsins. Fjárfestingarstefnan er aðgengileg á heimasíðu Birtu og er jafnframt kynnt sjóðfélögum á ársfundi sjóðsins.

## 3. LAGALEGUR GRUNDVÖLLUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs er grundvölluð á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfssemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 með síðari breytingum, hér eftir nefnd „Ísj.lögin“. Stefnan er mótuð í samræmi við reglugerð nr. 916/2009 um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignasparnaðar með síðari breytingum. Stefnan byggir í grunninn á 36. gr. Ísj.laganna með síðari breytingum í samræmi við góða viðskiptahætti og með hliðsjón af innri reglum sjóðsins um fjárfestingar. Við mótun fjárfestingarstefnunnar eru hagsmunir sjóðfélaga og ávöxtun á eignum sjóðsins að teknu tilliti til áhættu ávallt hafðir að leiðarljósi.

## 4. SKYNSEMISSREGLAN

Fjárfestingarstefnan er ákvörðuð samkvæmt skynsemissreglu. Sú regla byggir á almennum kröfum sem gerðar eru til stjórnar og starfsmanna Birtu við mótun stefnunnar og þeim fjárfestingum sem gerðar eru í samræmi við hana. Um er að ræða almennar kröfur sem taldar eru skynsamlegar þegar lágmarkskröfum laga sleppir. Skynsemissreglan leitast við að tryggja að fjárfestingarstefnan og fjárfestingar sjóðsins séu byggðar upp með faglegum hætti sem einungis eru til hagsbóta fyrir sjóðinn og sjóðfélaga hans. Megininntak þessarar reglu er að allar fjárfestingar sjóðsins skulu vera byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi í huga.

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 um þetta þá eru í gildi lánareglur þar sem tryggt er að ofangreindar upplýsingar um öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi sé aflað við hverja lánveitingu. Stjórnin setur sjóðnum þannig fjölmargar aðrar reglur og takmarkanir í þessari fjárfestingarstefnu sem taldar eru skynsamur og líklegar til að tryggja að langtíamarkmið sjóðsins í fjárfestingum náist.

Að sama skapi felur skynsemisreglan í sér að tekið sé tillit til þess að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu. Þessu er mætt með því að gæta sérstaklega að fylgni ávöxtunar einstakra eigna og eignaflokka. Sú aðferðafræði sem sjóðurinn notar til að tryggja sem besta áhættudreifingu er lýst í 8. kafla hér á eftir.

## 5. LANGTÍMAMARKMIÐ OG HUGMYNDAFRÆÐI FJÁRFESTINGA

Fjárfestingarstefna Birtu og hugmyndafræði fjárfestinga sjóðsins grundvallast á eftirfarandi langtíma markmiðum sem hafa verið skilgreind að séu best til þess fallin að gæta hagsmuna sjóðfélaga í hvívetna.

- A. Að tryggja að jafnvægi ríki á milli eigna og skuldbindinga sjóðsins, þ.e. að eignir séu ávaxtaðar með því grunnmarkmiði að þær standi undir framtíðarskuldbindingum sjóðsins.
- B. Ná hæstu mögulegu ávöxtun til lengri tíma lítið að teknu tilliti til áhættu og seljanleika eigna út frá gildandi fjárfestingarstefnu hverju sinni og þeim viðmiðum sem þar eru skilgreind.
- C. Viðhalda nægilegri áhættudreifingu eigna með vali á mismunandi eignaflokkum og að teknu tilliti til samfylgni ávöxtunar þeirra á milli.
- D. Leggja áherslu á innra virði og langtíma raunvirðisaukningu í því skyni að tryggja öryggi og gæði eigna og varðveita verðgildi þeirra til langs tíma.
- E. Hafa það að leiðarljósi við fjárfestingaákvörðanir að mótaðilar sjóðsins fylgi viðurkenndum viðmiðum um samfélagslega ábyrgð, beri virðingu fyrir umhverfinu og tileinki sér stjórnarhætti sem eru til þess fallnir að hafa virðisaukandi áhrif til lengri tíma lítið.

## 6. STJÓRNARHÆTTIR

Allar ákvarðanir stjórnar er varða ávöxtun eigna Birtu eru teknar með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi. Við meðferð mála horfir stjórn til 2. kafla stjórnarsýslulaga er varðar sérstakt hæfi stjórnar- og starfsmanna til að taka þátt í ákvörðunum er snúa að fjárfestingum sjóðsins og ávöxtun þeirra. 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.

## 6.1 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING

Samkvæmt 29. gr. Isj.laganna 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 7. kafla sömu laga. Stjórn Birtu samþykkir og gerir breytingar á fjárfestingarstefnu og ber ábyrgð á að henni sé framfylgt. Stjórnin felur framkvæmdastjóra og fjárfestingaráði Birtu að fylgja stefnunni eftir og fjárfesta iðgjöldum og öðru ráðstöfunarfé í samræmi við yfirlýsta fjárfestingarstefnu. Þá veitir stjórn Birtu framkvæmdastjóra sjóðsins heimild til að útvista afmörkuðum þáttum eignastýringar til fagaðila í samræmi við grunnstefnu og meginreglur í fjárfestingastarfsemi sjóðsins. 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.

Stjórn Birtu hefur falið innri endurskoðanda að leggja mat á eftirlitsumhverfi sjóðsins og hlítingu 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.

## 6.2 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 sér sérstakar samskipta- og siðareglur sem ætlað er að stuðla að góðum starfsháttum og samskiptum á fjármálamarkaði.

## 6.3 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI

Stjórn Birtu hefur sett sér reglur um viðskipti stjórnar og starfsmanna með fjármálagerninga til samræmis við 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 viðfangsefnum sjóðsins 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.

## 6.4 EIGENDASTEFNA

Birta lífeyrissjóður er virkur þátttakandi á innlendum verðbréfamarkaði og gætir í því ljósi hagsmuna sinna í samræmi við sérstaka eigendastefnu. Eigendastefnan er notuð til hliðsjónar við framkvæmd fjárfestingastefnunnar en meginmarkmið hennar er að skýra og skilgreina afstöðu stjórnar sjóðsins til stjórnarháttá í starfsemi fyrirtækja sem tengjast hagsmunum Birtu og miðla henni til stjórnar og stjórnenda viðkomandi fyrirtækis. Eigendastefna Birtu er aðgengileg á heimasíðu sjóðsins.

## 6.5 SAMFÉLAGSLEG ÁBYRGÐ

Birta lífeyrissjóður er aðili að sáttmála 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 þeirra fyrirtækja sem fjárfest er í en þessir þættir mynda samanlagt UFS-viðmið.

## 6.6 REGLUR UM FJÁRFESTINGAR OG FJÁRFESTINGAHEIMILDIR

Stjórn Birtu hefur sett sér reglur sem tilgreina hvaða fjárfestingar falla innan heimilda framkvæmdastjóra 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. Ísl.laganna eru undanþegnin þessari heimild. Jafnframt eru allar fjárfestingar er teljast óskrýðar 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.

Sérstakt fjárfestingarráð er starfrækt innan sjóðsins. Framkvæmdastjóri veitir fjárfestingarráði heimild til viðskipta í samræmi við fjárfestingarstefnu ásamt öðrum heimildum til fjárfestinga sem stjórn hefur samþykkt. Meginhlutverk fjárfestingarráðsins er að hafa umsjón og eftirlit með verðabréfasafni sjóðsins, gera taktískar breytingar á eignasamsetningu til að stýra ávöxtun og áhættu eignasafnsins, taka ákvarðanir um framkvæmd viðskipta og kynna fjárfestingarstefnu og einstakar fjárfestingar fyrir stjórn sjóðsins. Starfsmenn eignastýringarsviðs sjóðsins framkvæma viðskipti í samræmi við ákvarðanir fjárfestingarráðs og innri reglur sjóðsins um fjárfestingar.

## 7. HELSTU EIGNAFLOKKAR

Fjárfestingarstefnan byggir á tegundaflokkun sem upptalin er í 36. gr. a í Ísl.lögunum að uppfylltum ákveðnum skilyrðum skv. 36 gr. b sömu laga. Í stórum dráttum er um að ræða innlán viðskiptabanka og sparisjóða, fjármálagerninga og fasteignir. Tegundaflokkunin er framsett í fylgiskjölum I (fyrir samtryggingu) og II-VI (fyrir séreign og tilgreinda séreign). Þessa tegundaflokkun styðst sjóðurinn við í hlítinu sinni gagnvart opinberum eftirlitsaðilum og í innra áhættuferli sjóðsins.

### 7.1 TAKMARKANIR GAGNVART EINSTAKA EIGNAFLOKKUM

Samkvæmt Ísl.lögunum gilda rýmri heimildir/skilyrði um tegundaflokkun fyrir séreign en um samtryggingu og tilgreinda séreign. Engu að síður hefur stjórn Birtu ákveðið að beita sömu fjárfestingarheimildum á deildirnar

þrjár. Þetta er gert í þeim tilgangi að sjóðfélagar tilgreindu séreignarinnar eigi þess kost að velja sömu sparnaðarleiðir og eru í boði fyrir sjóðfélaga séreignadeildar Birtu. Þess skal getið að fyrirkomulaginu fylgir ákveðið kostnaðarhagræði og aukin áhættudreifing sem kemur sjóðfélögum hvorrar deildar fyrir sig til góða og takmarkar að óverulegu leyti fjárfestingargetu eða möguleika séreignardeildarinnar.

Þá hefur stjórn sjóðsins sett eftirfarandi viðmið á fjárfestingarstefnur deildanna þriggja hvað varðar mótaðilaáhættu ýmist í samræmi við c. lið 36. gr. Isj.laganna eða þrengt viðmiðin umfram það sem löggin krefjast.

- Samanlögð eign viðkomandi deildar í verðbréfum, skv. 2. tl. – 6. tl. 36. gr. a. Isj.laganna, 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. tölu. 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% hlutafjár eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis.
- Óheimilt er að binda meira en 25% af hreinni eign viðkomandi deildar í innlánnum og verðbréfum sama banka eða sparisjóðs. Jafnframt er óheimilt að binda meira en 10% af heildareignum sjóðsins í sértryggðum skuldabréfum sama útgefanda.
- 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 stærri hluta en 20% í félagi sem eingöngu sinnir þjónustuverkefnum fyrir sjóðinn.
- 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%.

## 7.2 EIGNAFLOKKUN BIRTU

Sú tegundaflokkun sem sjóðurinn byggir á í markmiðssetningu einstakra eignaflokka innan eignasafnsins og er lögð til grundvallar við stýringu á eignum sjóðsins er með aðeins öðru sniði en að ofan greinir. Sú flokkun skiptist í yfirflokka mismunandi fjármálagerninga og er til þess fallin að lýsa betur því sem þar er undirliggjandi heldur en form viðkomandi fjárfestingar. Eftirfarandi tafla sýnir þá eignaflokkun sem um ræðir.

### EIGNAFLOKKAR

#### 1. Innlán

#### 2. Ríkisskuldabréf

#### 3. Skuldabréf sveitarfélaga

#### 4. Skuldabréf lánastofnana

*Nánar: Sértryggð og ósértryggð skuldabréf lánastofnana og váttryggingarfélaga að undanskildum vikjandi skuldabréfum þessara sömu útgefanda*

## 5. Fasteignaveðtryggð skuldabréf

*Nánar: Verðtryggð og óverðtryggð sjóðfélagalán Birtu og stök veðskuldabréf til lögaðila*

## 6. Skuldabréf fyrirtækja

*Nánar: Skráð og óskráð skuldabréf fyrirtækja, þ.e. einstakar skuldabréfaútgáfur, skuldabréf annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu og víkjandi skuldabréf.*

## 7. Innlend hlutabréf

*Nánar: Skráð og óskráð innlend hlutabréf, stök eða í verðbréfasjóðum og/eða í fjárfestingasjóðum*

## 8. Erlend hlutabréf

*Nánar: Skráð hlutabréf, stök bréf, í sérgreindum söfnum og/eða verðbréfasjóðum*

## 9. Erlend skuldabréf

*Nánar: Verðbréfasjóðir*

## 10. Sérhæfðar fjárfestingar

*Nánar: Innlendir og erlendir fagfjárfestasjóðir. Hlutabréf, fasteignir, innviðir, kredit- og vogunarsjóðir*

## 8. MARKMIÐ OG VIÐMIÐ UM ÁVÖXTUN OG ÁHÆTTU

Í grunninn byggir fjárfestingarstefnan á hugmyndafræði sjóðsins í fjárfestingum. Sú hugmyndafræði endurspeglar langtímavæntingar stjórnar Birtu um ávöxtun og áhættu og samfylgni ávöxtunar þeirra eignaflokka sem eru til grundvallar í eignasafni sjóðsins. Mat stjórnar á þessum þáttum byggist á langtímameðaltölum og sögulegri frammistöðu eignaflokka.

Þrátt fyrir ofangreint er stefnan endurskoðuð árlega til skemmri tíma, þ.e. til næstu 12 mánaða. Við þá endurskoðun eiga sér stað hliðranir á vikmörkum og/eða lítilsháttar breytingar á markaðsvigtum ákveðinna eignaflokka að teknu tilliti til innra og ytra umhverfi sjóðsins til skamms tíma. Mat á væntri ávöxtun einstakra eignaflokka til skamms tíma byggir á sameiginlegri markaðskönnun stjórnar Birtu og fjárfestingaráðs sjóðsins. Niðurstaða þeirrar könnunar að teknu tilliti til sögulegs flókt viðmiðunarvísitalna Birtu er haft til hliðsjónar við ákvarðanir um taktískar breytingar á eignsafni sjóðsins næstu 12 mánuði. Að sama skapi er haft til hliðsjónar, að öllu öðru óbreyttu, að til meðallangs tíma leiti ákveðnir eignaflokkar í átt að langtímajafnvægi ef frávik frá því er til staðar við núverandi markaðsaðstæður.

### 8.1. AÐFERÐAFRÆÐIN

Grundvöllur þeirrar aðferðafræði sem sjóðurinn notar við mótnu fjárfestingarstefnu deildanna þriggja byggir á kenningum Harry Markowitz frá 1952 um hagkvæmstu samsetningu verðbréfasafna. Aðferðin gengur út á að blanda saman verðbréfaeignum í safn í því hlutfalli sem annað hvort hámarkar ávöxtun að gefinni ákveðinni áhættu, þ.e. flókt 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 á hverjum tíma. Miðað við gefnar forsendur og ákveðin skilyrði eiga þessi verðbréfasöfn það öll sameiginlegt að ekki er hægt að auka ávöxtun þeirra án þess að auka um leið áhættu. Að sama skapi er ekki hægt að draga úr áhættu þeirra án þess að það komi niður á væntri ávöxtun.



Í meðfylgjandi töflu má sjá þær forsendur sem notaðar eru við útreikning framfallsins en um er að ræða bæði vænta ávöxtun og flókt viðkomandi eignaflokks til næstu 12 mánaða. Eins og áður segir byggja tölurnar um vænta ávöxtun á spá stjórnar sjóðsins og fjárfestingaráðs á helstu eignaflokkum stefnunnar, sbr. eignaflokkun Birtu í kafla 7.2, en jafnframt spáir stjórn og fjárfestingaráð fyrir um verðbólgu, stöðu krónunnar (veiking/styrking) gagnvart helstu gjaldmiðlum sem og stýrivexti Seðlabanka Íslands.

Við mat á áhættu einstakra eignaflokka safnsins er byggt á mánaðarlegu flókti viðkomandi viðmiðunarvísitalna síðustu 12 mánaða en í 10. kafla hér á eftir má sjá hverjar eru viðmiðunarvísitölurnar. Þann fyrirvara verður að hafa á að raunveruleg markaðsáhætta fæst ekki metin eingöngu út frá flókti viðkomandi eignaflokks. Þ.a.l. er sögulegt flókt að mörgu leyti takmarkaður mælikvarði við mat á markaðsáhættu til framtíðar en engu að síður sá mest viðeigandi í framfallsútreikningum.

EIGNAFLOKKAR	VÆNT NAFNÁVÖXTUN	VÆNT RAUNÁVÖXTUN	VÆNT ÁHÆTTA/FLÓKT
Innlán	0,1%	-3,4%	0,5%
Ríkisskuldabréf	2,8%	-0,8%	2,7%
Skuldabréf sveitarfélaga	3,2%	-0,4%	13,3%
Skuldabréf lánastofnana	3,3%	-0,3%	1,9%
Skuldabréf fyrirtækja	4,8%	1,1%	2,7%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	4,2%	0,5%	1,7%
Innlend hlutabréf	9,0%	5,2%	16,1%
Erlend hlutabréf	2,6%	-1,0%	23,4%
Erlend skuldabréf	-2,8%	-6,2%	14,0%
Sérhæfðar fjárfestingar	4,2%	0,6%	18,7%
Verðbólga	3,6%		

Taka þarf tillit til ákveðinna takmarkana við ákvörðun á fjárfestingarstefnunni er lúta sérstaklega að innlendum markaðsaðstæðum sem gera sjóðnum ekki kleift að fjárfesta til samræmis við þá hagkvæmstu eignasamsetningu sem framfallið gefur m.v. þær forsendur um áhættu og ávöxtun sem lagðar eru þar til grundvallar. Annars vegar 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. Hins vegar eru þau gögn sem notuð eru til grundvallar við mat á flókti viðkomandi eignaflokka og samdreifni ávöxtunar söguleg gögn vísitalna. Tekið er tillit til þess við ákvörðun á nýrri fjárfestingarstefnu að í ákveðnum tilvikum endurspeglar viðkomandi vísitölur ekki nægjanlega vel einstaka eignaflokka sjóðsins.

## 9. SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ

Siðferðislegt viðmið Birtu í fjárfestingum er sjálfbær þróun og ábyrgar fjárfestingar í samræmi við viðmið Sameinuðu þjóðanna en eins og fram kom í kafla 6.5 hér á undan að þá er Birta lífeyrissjóður aðili að reglum

Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar. Reglurnar falla vel að hlutverki og eðli starfsemi Birtu enda hefur sjóðurinn þýðingarmiklu samfélagslegu hlutverki að gegna og haghafar gera kröfu um að sjóðurinn axli samfélagslega ábyrgð.

Hugtakið sjálfbær þróun er nátengt hugmyndafræði fjárfestingarstefnu sjóðsins þar sem áhersla er lögð á heildarsýn og langtímahugsun í sjálfbærum rekstri allra mótaðila Birtu. Sjálfbær þróun (e. *sustainable development*) er þ.a.l. leiðarljós sjóðsins við mat á fjárfestingum sem fellur undir siðferðislegt mat. Eitt af meginmarkmiðum Birtu er að hámarka ávöxtun eigna að teknu tilliti til áhættu og tryggja þannig hagsmuni sjóðfélaga til lengri tíma með þau takmörk til hliðsjónar sem umhverfið og samfélagið setur. Til að þessi markmið nái fram að ganga leggur sjóðurinn aukna áherslu á sjálfbærni hjá öllum sínum mótaðilum og stuðlar þannig að ábyrgu efnahagslífi.

Birta 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. Birta mun leitast við að gera auknar kröfur til þeirra fyrirtækja sem sjóðurinn fjárfestir í og reyna að 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 ábygrra fjárfestinga. Hafa þarf í huga að siðferðisleg viðmið eru þeim takmörkunum háð hérlandis að vöxtun 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 bæta um betur frá ári til árs.

## 10. VIÐMIÐUNARVÍSITÖLUR BIRTU

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

EIGNAFLOKKAR	VIÐMIÐUNARVÍSITÖLUR
Innlán	OMX Iceland 3M NI, ríkisvixlar með 3 mánaða meðaltíma
Ríkisskuldabréf	90% OMX Iceland 10YI / 10% OMX Iceland 10YNI, verðtryggt og óverðtryggt ríkisbréf
Skuldabréf sveitarfélaga	LSS24/ LSS34/ LSS55 (samsett vísitala), helstu flokkar útgefnir af Lánasjóði sveitarfélaga
Skuldabréf lánastofnana	Skuldabréfavísitala sértrygðrar útgáfu banka, (reiknuð af Kviku banka og forverum)
Fasteignaveðtryggt skuldabréf	HFF150644 (3 mánaða meðalávöxtunarkrafa), íbúðabréf gefin út af ÍLS með lokagjalddaga 2044
Skuldabréf fyrirtækja	Fyrirtækjaskuldabréfavísitala, (reiknuð af Kviku banka og forverum)
Innlend hlutabréf	OMX Iceland All-Share GI, vísitala skráðra félaga í Kauphöll, arðgreiðsluleiðrétt
Erlend hlutabréf	MSCI All Country Total Return, heimsvísitala ásamt nýmörkuðum, arðgreiðsluleiðrétt
Erlend skuldabréf	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, erlend skuldabréfavísitala
Sérhæfðar fjárfestingar	75% MSCI All Country TR / 25% OMX Iceland All-Share GI

## 11. EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM

Allar götur frá fjármálakeppunni fyrir rúmum 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 hafa lengstum verið í kringum núll og jafnvel neikvæðir í sumum löndum þegar leið á tímabilið. Bandaríski seðlabankinn gaf þó aðeins annan tón undir loks árs 2016 þegar hann hóf markvisst að hækka vexti sína. Bankinn skipti þó um gír á seinni hluta árs 2019 og hóf að lækka vexti sína hægt og bítandi. Vextir bankans lækkuðu svo nánast í einu stökki á fyrri slóðir þegar heimsfaraldurinn skall á.

Í öðru lagi af kröftugum kaupum seðlabanka á 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. Í kjölfar heimsfaraldursins hafa kaup seðlabanka færst gífurlega í aukana. Lætur nærri að efnahagsreikningar stærstu Seðlabanka heims hafi fjórfaldast á undanföllum áratug og vöxturinn á árinu 2020 hefur verið 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. Hinum efnahagslega uppgang í Kína undanfarinn áratug og áratugi sér m.a. stað í því að mörg kínversk fyrirtæki eru nú í hópi veltuhæstu og verðmætustu fyrirtækja í heimi. Hlutdeild landsins í alþjóðaviðskiptum hefur einnig vaxið gríðarlega allt frá því að landið varð hluti af Alþjóðaviðskiptastofnuninni (WTO) árið 2001.

Allt fram til þessa árs hafði alþjóðlegur hagvöxtur frá lokum fjármálakreppunnar ekki verið mjög kröftugur og nokkuð skipst í tvö horn varðandi hagvöxt. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum hafði í stórum dráttum verið ágætur, að hluta til knúinn 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 hafði syrt í álinn í mörgum löndum Suður-Ameríku og sum landanna lent í miklum efnahagslegum hremmingum. Hagvöxtur í þróuðum ríkjum hafði almennt verið lægri og eftir atvikum hægur, t.d. í Japan og í nokkrum löndum í Evrópu sem hafa töluverða efnahagslega vigt. Hagvöxtur í Bandaríkjunum var jafnframt töluvert hægari framan af en menn þar á bæ eiga að venjast þegar uppsveifla hefur tekið við af niðursveiflu í efnahagslífinu. Á móti kom að þangað til í upphafi þessa árs hafði uppsveiflan eftir skellinn í kjölfar fjármálakreppunnar verið mjög löng og staða efnahagslífsins í Bandaríkjunum sterk og atvinnuleysi mjög lágt. Alþjóðlegur hagvöxtur var lengi framan af 3-3,5% en tók að lækka nokkuð á árinu 2018 þegar hægja tók á efnahagslífinu í mörgum af stærstu hagkerfum heims.

Alþjóðlegt efnahagslíf var þegar komið í nokkuð þrönga stöðu þegar heimsfaraldurinn skall á í upphafi þess árs. Í kjölfarið snarhemaði hið alþjóðlega hagkerfi og efnahagsstarfsemi dróst gríðarlega saman. Viðbúíð er að hagvöxtur í mörgum löndum verði neikvæður um 5-10% á þessu ári. Horfur eru á að kínverska hagkerfið verði eina stóra hagkerfið þar sem hagvöxtur verður jákvæður í ár. Í þeim efnum ber þó að hafa í huga að Kínverjar hafa úr háum söðli að falla en hagvöxtur þar á bæ var miklu hærri en í öðrum stórum hagkerfum áður en faraldurinn skall á. Hagvöxtur er því að dragast mikið saman í Kína þó að hagvöxtur 2020 verði ekki neikvæður. Einnig má hafa í huga að á undanföllum árum hafði hagvöxtur í Kína verið að minnka smátt og smátt þó að vöxturinn væri mjög hár í samanburði við flest önnur lönd, enda getur verið erfitt að viðhalda sama vaxtarhraða þegar hagkerfi hafa stækkað mjög mikið á tiltölulega stuttum tíma.

Þegar faraldurinn skall á í upphafi árs og alþjóðlegt efnahagslíf snarhemaði voru vextir Seðlabanka víðast hvar í kringum núll og svigrúm til frekari lækkana lítið. Bandaríski Seðlabankinn nýtti það svigrúm sem hann hafði og lækkaði stýrivexti sína nánast í einu vettvangi langleiðina niður í núll. Jafnframt opnuðu allir stærstu seðlabankar gáttir sínar enn frekar með umfangsmiklum kaupum á ríkisverðbréfum og öðrum skuldabréfum þó í minni mæli væri. Þær gáttir munu áfram standa opnar. Langtímavextir voru orðnir mjög lágir áður en til faraldursins kom og jafnvel neikvæðir eins og í sumum Evrópulöndum. Vextir í nýmarkaðslöndum eru þó hærri en þar ræðir oft hvers greiðsluhæfi er metið lakara eða þar sem verðbólga er hærri en á þróuðum mörkuðum. Skuldir hafa víða aukist mjög mikið á undanförunum árum og að sumu leyti mun keyra um þverbak í ár þar sem gríðarlegur halli verður á rekstri margra ríkissjóða. Hækkandi vaxtastig, þ.m.t. raunvaxtastig, kann að skapa erfiðleika þegar svo er í pottinn búið. Að þessu leyti má e.t.v. segja að peningamálayfirvöld hafi að einhverju leyti verið að mála sig út í horn, þó að aðstæður sem þurfti að mæta hafi fyrst og fremst skapað þá stöðu.

Alþjóðlegir hlutabréfamarkaðir lækkuðu hratt og mikið í kjölfar faraldursins. Lækkunin var þó gengin tilbaka nokkrum mánuðum seinna. Þegar horft er yfir lengra tímabil þá er að baki gífurlega farsælt tímabil en ávöxtun Heimsvísitölu hlutabréfa (MCI) verið um 13% að meðaltali frá því að hinn langvinni hækkunarfasi á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum hófst í mars 2009. Ávöxtun af þessum toga er langt umfram það sem raunhæft er að búast við til lengdar. Löngum farsælum tímabilum á hlutabréfamörkuðum hafa í gegnum tíðina fylgt lakari tímabil. Af stórum hlutabréfamörkuðum sker bandaríski hlutabréfamarkaðurinn sig úr en sem dæmi má nefna að árleg ávöxtun S&P 500 vísitölnunnar hefur verið tæp 17% að meðaltali á sama tíma. Hækkunarir á evrópskum mörkuðum og nýmörkuðum hafa yfirleitt verið mun minni á undanförunum árum. Þegar horft er til skemmi tíma, t.d. síðustu 3-5 ára er forskot bandaríska markaðarins mjög mikið einkum í samanburði við evrópska markaði. Það forskot byggist á mikilli hækkun fárra stórfyrirtækja sem flest tengjast upplýsingatækni eða samskiptageiranum beint eða óbeint, og hafa mikinn markaðslegan styrk.

Þegar á árinu 2019 var farið að gefa á bátinn í innlendu efnahagslífi, fyrst og fremst eftir áföll í ferðaþjónustu. Faraldurinn lagðist því af miklum þunga á efnahagsástand sem þegar var tvísýnt og gerði út um vonir um hraða viðreisn í ferðaþjónustu. Eins og í flestum öðrum löndum verður mikill samdráttur í efnahagslífinu í ár eða hátt í 10% en búast má við að hagvöxtur aukist á ný á næsta ári. Sú mynd blasir jafnframt við að nokkurn tíma muni taka að vinna upp að fullu hinn mikla samdrátt þessa árs.

## 12. FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGARDEILDAR

Eins og fram kemur í 8. kafla hér á undan er grundvöllur þeirrar aðferðarfræði sem sjóðurinn notar við mótun fjárfestingarstefnu deildanna þriggja byggður á kenningum Markowitz um hagkvæmstu samsetningu verðbréfasafna. Í fjárfestingarstefnu samtryggingar er einnig stuðst við framlengingu á líkani Markowitz sem tekur tillit til þróunar á skuldbindingu þeirrar deildar og samfylgni ávöxtunar eignaflokka við þá skuldbindingu. Þegar tekið er tillit til þróun skuldbindingar 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 framtíðarskuldbindingu deildarinnar.

Lífeyrisskuldbindingar samtryggingardeildar Birtu eru verðtryggðar og meðaltími þeirra er um 18,3 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.

## 12.1. HELSTU FORSENDUR

Allmargar forsendur koma við sögu við mótun og ákvörðun á fjárfestingarstefnu samtryggingardeildarinnar. Hér á eftir verður fjallað um hverja og eina þeirra.

### 12.1.1 RÉTTINDAKERFI OG ALDURSSAMSETNING SJÓÐFÉLAGA

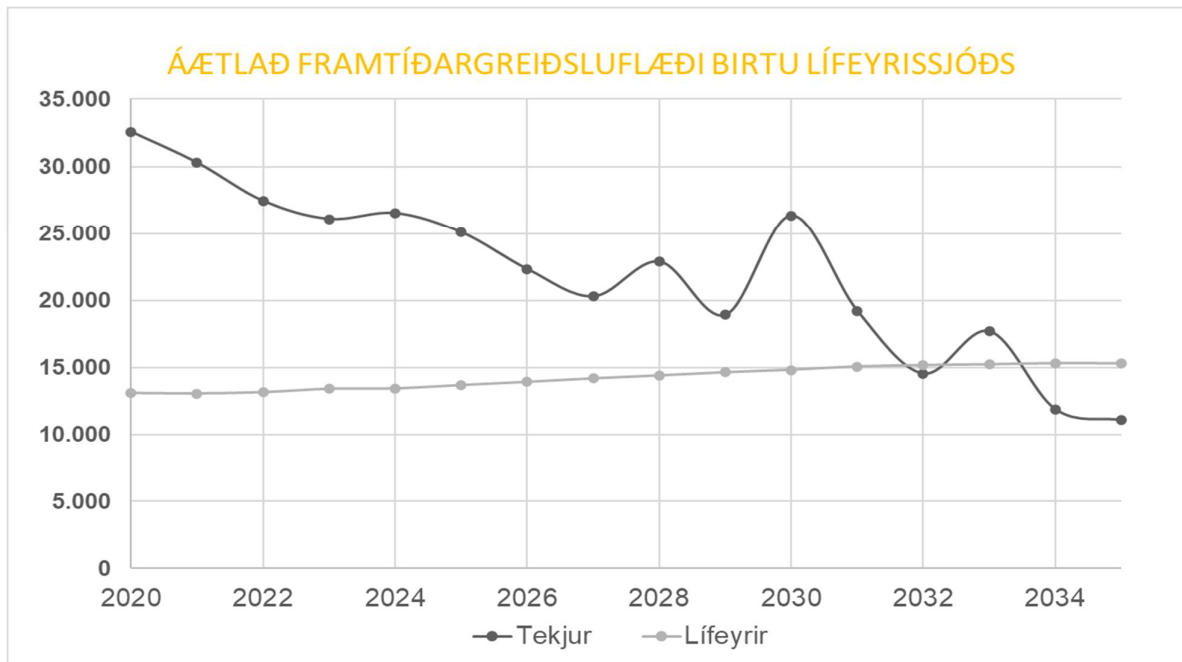
Réttindakerfi Birtu er aldurstengt kerfi þar sem iðgjöld mynda réttindi í samræmi við þann tíma sem þau ávaxtast í sjóðnum. Iðgjald sem greitt er snemma á starfsævinni veitir þannig meiri réttindi en iðgjald sem greitt er seinna á ævinni. Þannig veitir iðgjald 25 ára sjóðfélaga ekki sömu réttindi og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

Í árslok 2019 áttu 97.630 einstaklingar réttindi í samtryggingadeild Birtu og var meðalaldur greiðandi sjóðfélaga 41,6 ár. Þá skiptust iðgjöldin þannig að 47,0% þeirra voru vegna sjóðfélaga yngri en 50 ára, 29,0% voru vegna sjóðfélaga yngri en 40 ára og 13,5% voru vegna sjóðafélaga yngri en 30 ára. Þessi aldurssamsetning sjóðfélaga skapar deildinni forsendu til að uppfylla þau langtímamarkmið sem lögð hafa verið til grundvallar stefnu hennar.

### 12.1.2 LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI

Samhliða hækkun á lögbundnu iðgjaldi hefur lífeyrisbyrði samtryggingardeildar, þ.e. iðgjöld sem hlutfall af lífeyrisgreiðslum að viðbættu greiðsluflæði af skuldbréfaeign deildarinnar, lækkað nokkuð frá því sem var og má gera ráð fyrir að þetta hlutfall, sem var rúmlega 65% í árslok 2019, haldist nokkuð stöðugt alla jafna næstu 5 árin. Hér er ekki tekið tillit til nýliðunar sjóðfélaga sem myndi styrkja sjóðsflæðið til deildarinnar enn frekar. Ef þessi spá gengur eftir má áætla að framtíðargreiðsluflæði vegna lífeyrisskuldbindinga muni verða að meðaltali um 47% af ráðstöfunarfé til nýfjárfestinga á næstu 5 árum. Uppsöfnuð fjárfestingaþörf á þessu sama tímabili er þá áætluð um 70 ma. kr. umfram útgreiðslur. Ofangreind þróun gerir samtryggingunni kleift að vinna samkvæmt þeim langtímamarkmiðum sem lögð hafa verið til grundvallar í fjárfestingarstefnu sjóðsins.

Samkvæmt áætluðu greiðsluflæði samtryggingar Birtu til framtíðar duga tekjur fyrir greiðslu lífeyris a.m.k. til ársins 2032. Eftir það fer að ganga á eignasafn deildarinnar. Samkvæmt þessum áætlunum hefur samtryggingin 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.



### 12.1.3 TRYGGINGARFRÆDILEG STAÐA

Tryggingarlegur framreikningur um mitt þetta ár gaf þá niðurstöðu að heildaskuldbindingar samtryggingarinnar námu 2,71% umfram heildareignir. Til samanburðar voru skuldbindingarnar í árslok 2019 1,81% hærri en heildareignir. Þá er vakin athygli á því að Félag Íslenskra tryggingarstærðfræðinga hefur nú endurmetið lífslíkur með hliðsjón af spá til framtíðar í stað þess að byggja eingöngu á sögulegri reynslu eins og gert hefur verið hingað til. Þá liggur ekki ljóst fyrir á þessari stundu hvenær þessi uppfærsla verður tekin upp. Verulegar breytingar á lífslíkum til hækkunar geta breytt tryggingarfræðilegri stöðu samtryggingar Birtu til hins verra að öllu öðru óbreyttu. Þá er ekki ólíklegt að einhverjum mótvægisáðgerðum verði beitt samhliða, eins og t.a.m. seinkun upphafs á töku ellilífeyris. Ekki er tekið sérstakt tillit til þessa við mótun stefnunnar að öðru leyti en því að sjóðurinn er meðvitaður um stöðu mála og mun endurmeta stefnu sína þegar liggur ljóst fyrir hvenær upptaka nýrra viðmiða mun eiga sér stað.

### 12.1.4 MARKMIÐ UM GJALDMIÐLASKIPTINGU

Gjaldmiðlasamsetning samtryggingardeildar Birtu í lok október sl. var þannig að um 65,2% af verðbréfaeignum og innlánnum var bundið í íslenskum krónum og um 34,8% í erlendum gjaldmiðlum. Þá hefur stjórn sjóðsins sett sér það markmið að þetta hlutfall verði 36,5% í árslok 2021, með 10,0% vikmörkum, sem þýðir þá hækkun um 1,7 prósentustig frá því sem var í lok október sl.

Stjórn Birtu horfir fyrst og fremst til þess að eignir sjóðsins í erlendum gjaldmiðlum séu vel dreifðar á milli einstakra eignaflokka, atvinnugreina og landssvæða og einblína síður á hver undirliggjandi gjaldmiðill viðkomandi eignar er. Stjórn Birtu setur því deildinni ekki ákveðin markmið um vægi einstakra gjaldmiðla heldur einungis markmið um það hversu stórt hlutfall af eignasafninu skuli vera í íslenskum krónum annars vegar og erlendum gjaldmiðlum hins vegar. Það sama á við um gjaldmiðlasamsetningu fyrir einstaka

tegundaflokka samkv. a. lið 36.gr. Ísl. laganna en markmið/heimildir hvers flokks fyrir sig má sjá í fylgiskjali I fyrir samtryggingardeild.

### 12.1.5 MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU

Markmið stjórnar Birtu um atvinnugreinaskiptingu eignasafnsins er að hún endurspegli eftir bestu getu markaðsaðstæður á þeim verðbréfamörkuðum sem unnið er á, hvort heldur hér innanlands eða erlendis. Almenna markmiðið er að fjárfesta í mismunandi atvinnugreinum í því skyni að ná fram aukinni áhættudreifingu þó með því skilyrði að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildareignum deildarinnar á hverjum tíma. Undantekningar frá þessu markmiði eru ákveðnir eignaflokkar sem tengjast opinberum rekstri eða lánnum til einstaklinga beint eða óbeint. Um er að ræða ríkisskuldabréf, skuldabréf sveitarfélaga, sértryggt skuldabréf lánastofnana og lánveitingar til sjóðfélaga Birtu. Til hliðsjónar við mat á atvinnugreinaskiptingu eru viðmið Birtu sem byggð eru á ÍSAT 2008 fyrir innlend verðbréf og GICS (e. *Global Industry Classification Standard*) fyrir erlend verðbréf

### 12.1.6 MEÐALLÍFTÍMI SKULDABRÉFA

Eins og áður hefur komið fram er meðaltími áfallinna skuldbindinga í samtryggingardeild Birtu um 18,3 ár en lengd skuldbindingarinnar er ein helsta forsenda sjóðsins við val á skuldabréfum. Í lok október sl. voru 22,6% eigna samtryggingar í innlendum skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru úppgreiðanleg á lánstímanum. Um er að ræða skuldabréf með ríkisábyrgð, skuldbréf sveitarfélaga og skuldabréf útgefin af lánastofnunum. Meðaltími þessara bréfa var um 8,4 ár í lok október sl. og lækkar um 0,2 ár á milli ára. Þá hefur stjórn sjóðsins sett sér það markmið að meðaltími úppgreiðanlegra skuldabréfa deildarinnar sé um 9 ár með 3 ára vikmörkum. Þá leiðir uppbygging sjóðsins af sér að reynt er alla jafna að halda meðaltíma skuldabréfa eins löngum og kostur er að teknu tilliti til framboðs bréfa og markaðsvaxta hverju sinni.

Önnur skuldabréf í eigu deildarinnar, s.s. skuldabréf fyrirtækja og fasteignaveðlán til sjóðfélaga og lögaðila eru með úppgreiðsluheimild á líftíma viðkomandi bréfa. Þá er meirihluti sjóðfélagalána Birtu með breytilegum vöxtum. Í markmiðssetningu um meðaltíma á skuldabréfaeign sjóðsins er ekki tekið tillit til skuldabréfa sem eru með heimild til úppgreiðslu á lánstímanum

### 12.1.7 MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU

Það er megintilgangur virkrar stýringar að leitast við að skila ávöxtun á ákveðnum eignaflokki og/eða eignasafni umfram fyrirfram skilgreint viðmið að teknu tilliti til kostnaðar og áhættu. Í grunninn má segja að þetta sé skilgreining á hugtakinu virk stýring. Hlutlaus stýring gengur hins vegar út á það að eignir og hlutfall þeirra innan ákveðins eignaflokks sé stýrt með það að markmiði að eignaflokkurinn líkist viðmiðunarvísitölu hans sem best. Eins og fjallað var um í 10. kafla hér á undan setur stjórn Birtu ákveðin viðmið fyrir hvern eignaflokk í safni sjóðsins og er það markmiðið að hver eignaflokkur nái að skila betri árangri en viðmið hans. Þ.a.l. er markmið um hlutfall eigna í virkri stýringu í samtryggingardeild sjóðsins 100%.

Eðli málsins samkvæmt getur virk stýring verið mismunandi eftir því um hvaða eignaflokk er að ræða. Þá þarf ekki endilega að vera jákvæð fylgni á milli aukinnar áhættu og virkrar stýringar. Dæmi eru um það að virk

stýring sé notuð í þeim eina tilgangi að dreifa áhættu þar sem fáar eignir vega hlutfallslega þungt í viðkomandi viðmiðunarvísitölu.

Hugtakið hermiskekkja (e. *tracking error*) segir til um frávik ávöxtunar eigna og viðkomandi vísitölusafns eða viðmiðs. Hermiskekkjan er þ.a.l. notuð sem ákveðinn mælikvarði á virka stýringu. Ávöxtunargreining Birtu á eignasafni samtryggingardeildar sjóðsins gefur þá niðurstöðu að hermiskekkjan sé um 2,3% að meðaltali á ári frá ársbyrjun 2015. Þá er það markmið stjórnar Birtu að hermiskekkja deildarinnar fari ekki umfram 4,0% á ársgrunni.

Sem dæmi um hvernig Birta beitir virkri stýringu á erlenda hlutabréfasafn sjóðsins er að um helmingur af hlutabréfaeigninni er stýrt í gegnum vísitölusjóði og helmingi í gegnum virka hlutabréfasjóði, stök bréf eða sérgreind hlutabréfasöfn. Um þetta hlutfall gilda 10% vikmörk í báðar áttir. Í þessu tilviki teljast vísitölusjóðirnir að forminu til vera hlutlaus 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 hins vegar virkri stýringu á slíka sjóði með því að tímasetja viðskipti og yfir- eða undirvigta ákveðin landsvæði í sammanburði við heimsvísitölu hlutabréfa.

Í þeim tilvikum þar 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 sambjöppun 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**. Þarf ekki að koma niður á virkni sjóðs að teknu tilliti til virkrar hlutdeildar. Með sambjöppuðu en jafnframt vel dreifðu safni verðbréfa má halda sértækri áhættu safnsins í skefjum, sem gæti skilað sér í hóflegri hermiskekkju. Að mati Birtu er hófleg hermiskekkja um 5% að meðaltali hvað erlend hlutabréf varðar.

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.



### 12.1.8 MARKMIÐ UM NOTKUN AFLEIÐA

Ekki er markmið að nota afleiður. Sjóðnum er samkvæmt lögum heimilt að ávaxta fé sitt með gerð afleiðusamninga er draga úr áhættu hans. Samkvæmt fjárfestingarreglum Birtu þarf framkvæmdastjóri heimild frá stjórn sjóðsins til notkunar á afleiðum. Ef markaðsaðstæður á árinu 2021 gefa til kynna að sjóðurinn þurfi að verja sig gegn skammtímasveiflum á innlendum eða erlendum verðbréfamörkuðum eða sveiflum í einstaka gjaldmiðlum mun framkvæmdastjóri óska eftir heimild frá stjórn sjóðsins til kaupa á valréttum tengdum þessum mörkuðum. Slík kaup yrðu alltaf gerð í þeim eina tilgangi að draga hlutfallslega úr áhættu sjóðsins á viðkomandi eignaflokka.

### 12.1.9 FASTEIGNATRYGGÐ SKULDABRÉF TIL SJÓÐFÉLAGA OG LÖGAÐILA

Stjórn Birtu hefur sett reglur um lánveitingar vegna fasteignatryggðra lána til sjóðfélaga Birtu. Veðsetningarhlutföll, veðandlög og aðrir skilmálar sem sjóðurinn ákvarðar koma fram í gildandi lánareglum sjóðsins á hverjum tíma en þær má finna á heimasíðu Birtu. Lán til sjóðfélaga eru eingöngu veitt úr samtryggingardeild sjóðsins.

Markmið stjórnar Birtu er að fasteignaveðtryggð skuldabréf fari ekki umfram 20% af eignasafni sjóðsins með 5% vikmörkum. Eignaflokkurinn skiptist á milli lána til sjóðfélaga Birtu, annars vegar og lögaðila, hins vegar. Hvað varðar veðlán til lögaðila gilda ákveðnar reglur. Lán eru eingöngu veitt á föstum verðtryggðum vöxtum og taka lánskjör mið af gæðum veðandlags, veðsetningarhlutfalli, áreiðanleika og greiðslugetu útgefanda. Einnig taka lánskjör mið af vöxtum skráðra markaðsskuldabréfa, markaðsaðstæðum og mati á þeirri áhættu sem sjóðurinn tekst á hendur með veitingu slíkra lána. Alla jafna miðast lánveitingar sjóðsins til lögaðila í þessum eignaflokki við að lánsfjárhæðin fari ekki umfram 50% af mati viðkomandi veðandlags ef um atvinnuhúsnæði er að ræða og ekki umfram 65% ef um íbúðarhúsnæði er að ræða.

### 12.1.10 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR

Markmið og vikmörk hvað varðar hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali I undir eignaflokknum innlán í bönkum og lánastofnunum, nánar tiltekið eignaflokkur B.b. Í tilviki samtryggingar er um að ræða óbundnar innistæður viðskiptabanka og sparisjóða, bæði í íslenskum krónum og erlendum gjaldmiðlum, sem hægt er að ráðstafa samdægurs.

### 12.1.11 FJÁRFESTINGAR Í FYRIRTÆKJUM SEM EINGÖNGU SINNA ÞJÓNUSTUVERKEFNUM

Í dag á samtryggingin eignir í nokkrum félögum sem sinna eingöngu þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóði. Hvað fjárhæðir varðar eru þær óverulegar í hlutfallslegu samhengi við stærð sjóðsins. Samkvæmt 3. mgr. b-liðar 36. gr. Isj.laganna er sjóðnum heimilt að eiga stærri hluta en 20% í félagi sem eingöngu sinnir þjónustuverkefnum fyrir sjóðinn. Þrátt fyrir þessa heimild laganna er það ekki eitt af markmiðum stjórnar Birtu að samtryggingin fjárfesti í slíkum félögum.

## 12.2. NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGAR

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu samtryggingar fyrir árið 2021 samkvæmt eignaflokkun Birtu. Um er að ræða markmiðssetningu einstakra eignaflokka og vikmörk þeirra.

EIGNAFLOKKAR BIRTU	STEFNA 2021	EFRI VIKMÖRK	NEDRI VIKMÖRK	EIGNASAMSETNING MV. 31.10.2020
Innlán	1,0%	3,0%	0,0%	0,9%
Ríkisskuldabréf	17,0%	19,0%	15,0%	17,2%
Skuldabréf sveitarfélaga	3,5%	5,5%	1,5%	3,7%
Skuldabréf lánastofnana	2,0%	3,5%	0,5%	2,0%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	20,0%	25,0%	15,0%	22,2%
Skuldabréf fyrirtækja	7,0%	10,0%	4,0%	6,9%
Innlend hlutabréf	13,5%	15,0%	10,0%	12,4%
Erlend hlutabréf	28,5%	31,0%	26,0%	28,1%
Sérhæfðar fjárfestingar	7,5%	9,0%	6,0%	6,6%

Miðað við þær forsendur sem fram koma í kafla 8.1 hér á undan og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá er vænt nafnávöxtun miðað við stöðu eignasafns samtryggingardeildar í lok október sl. 5,0% með 6,9% flökti. Miðað við sömu forsendur og **nýja fjárfestingarstefnu** er vænt nafnávöxtun 5,1% með 8,0% flökti. Miðað við gefnar forsendur um 3,6% verðbólgu yrði vænt raunávöxtun 1,5%.

Fylgiskjal I sýnir þessa sömu fjárfestingarstefnu samkvæmt þeirri tegundaflokkun sem sett er fram í a-lið 36. gr. Isj.laganna. 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 þar fram.

## 13. FJÁRFESTINGARSTEFNA SÉREIGNARDEILDAR OG DEILDAR UM TILGREINDA SÉREIGN

Séreignardeild Birtu og deild um tilgreinda séreign bjóða upp á þrjár mismunandi sparnaðarleiðir fyrir sjóðfélaga. Þær eru innlánsleið, skuldabréfaleið og blönduð leið. Eins og nöfn þeirra gefa til kynna eru leiðirnar mismunandi með tilliti til einstakra eignaflokka og áhættustigs. Þá eru þær hugsaðar fyrir mismunandi æviskeið og geta sjóðfélagar nýtt sér eina þeirra eða fleiri samtímis. Í lok október sl. var bókfært verðmæti þessara sparnaðarleiða um 18.600 m. kr. og eru þær alfarið gerðar upp á markaðskröfu.

Grundvöllur þessa sparnaðar er annars eðlis en í samtryggingu þar sem inneign sjóðfélaga í séreignadeild, hvort heldur hefðbundinni eða tilgreindri, byggist á krónuframlagi sjóðfélagans að viðbætti áunninni ávöxtun á það framlag.

Rétt eins og um samtryggingardeildina koma margar forsendur við sögu við mótun og ákvörðun á fjárfestingarstefnu séreignadeildarinnar og deildar um tilgreinda séreign. Þær forsendur sem fram koma í köflum 7, 8, 9 og 10 hér á undan eiga við um þessar deildir líka. Aðrar forsendur sem eiga sérstaklega við um séreignina og tilgreindu séreignina verður fjallað um í köflunum hér á eftir.

## 13.1 LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI

Samkvæmt núgildandi lögum er heimilt að greiða lífeyrissparnað út í eingreiðslu þegar réttthafi hefur náð 60 ára aldri í tilviki séreignar og 62 ára aldri í tilviki tilgreindrar séreignar. Einnig er heimilt að greiða lífeyrissparnaðinn út í eingreiðslu við fráfall sjóðfélaga. Jafnframt er sjóðfélögum þessara tveggja deilda heimilt að flytja eignir á milli sparnaðarleiða og/eða til annarra vörsluaðila séreignarlífeyrissparnaðar.

Á árinu 2014 voru samþykkt lög á Alþingi sem heimiluðu greiðslu séreignasparnaðar inn á húsnæðislán upp að ákveðnu marki. Þessi heimild er tímabundið úrræði sem gildir til 30. júní 2021. Þann 1. apríl sl. var svo lögfest heimild til að sækja um tímabundna útgreiðslu séreignasparnaðar vegna samdráttaráhrifa veirufaraldursins í efnahags- og atvinnulífi landsmanna. Þetta er hliðstæð aðgerð og gripið var til í kjölfar bankahrunsins forðum. Hámarksúttekt á einstakling er 12 milljónir sem greiðast má út á 15 mánuðum að lágmarki. Útgreiðslutíminn styttest hlutfallslega ef þessi fjárhæð er lægri. Heimild þessi gildir til ársloka. Þess ber að geta að báðar heimildirnar eiga eingöngu við um hefðbundna séreign, ekki tilgreinda.

Taka þarf tillit til ofangreindra heimilda í forsendum Birtu hvað lífeyrisbyrði og framtíðargreiðsluflæði þessara þriggja sparnaðarleiða varðar. Til viðbótar byggir spá um þróun lífeyrisbyrðar á næstu árum á þegar gerðum samningum til útgreiðslu þessa sparnaðar. Að sama skapi þarf að taka tillit til mögulegra flutninga á milli sparnaðarleiða og/eða til annarra vörsluaðila séreignasparnaðar. Mat á þeirri áhættu að sjóðfélagar flytji réttindi sín á milli ávöxtunarleiða eða annarra vörsluaðila sem bjóða upp á slíkan sparnað er byggt á reynslu sjóðsins síðustu misseri. Gert er ráð fyrir í nýjum fjárfestingarstefnum leiðanna þriggja að sjóðfélagar geti flutt eða tekið til sín allt að 10% af eignum hvernar leiðar án þess að það komi niður á lausafjárlutfalli deildanna eða fari út fyrir þau vikmörk sem eru til grundvallar hverjum eignaflokki. Mögulegu ústreymi umfram þetta hlutfall væri þá hægt að bregðast við með sölu/innlausn á öðrum auðseljanlegum eignum leiðanna eins og skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs, sveitarfélags eða sértrygðum skuldabréfum íslensku bankanna.

Aðrir þættir sem geta haft áhrif á lífeyrisbyrði þessara sparnaðarleiða er útgreiðsla vegna örorku en þeim greiðslum þarf að dreifa yfir sjö ára tímabil m.v. 100% orkutap og yfir lengra tímabil ef orkutap er minna. Það er hins vegar mat sjóðsins að þessi þáttur hafi ekki teljandi áhrif á lífeyrisbyrðina til hækunar frá því sem nú er.

### 13.1.1 INNLÁNSLEIÐIN

Eins og nafnið gefur til kynna byggir fjárfestingarstefna innlánsleiðarinnar á einum eignaflokki, þ.e. innlánnum banka og sparisjóða.

Markmið og viðmið Birtu hvað varðar ávöxtun og áhættu þessarar sparnaðarleiðar er að leiðin beri alla jafna hæstu vexti sem bjóðast á bundnum innlánnum banka og sparisjóða á hverjum tíma. Höfuðstóll innlánsleiðarinnar heldur verðgildi sínu í takt við neysliverðsvísitölu en vextirnir eru hins vegar breytilegir. Sparnaðarleiðin felur þ.a.l. í sér litla áhættu. Markmið leiðarinnar er að ávallt séu um 10% af eignum hennar í óbundnum innistæðum sem hægt er að ráðstafa samdægurs til að mæta bæði hefðbundnum greiðslum og/eða öðru ófyrirséðu útlæði, sbr. umfjöllun í kafla 13.1 hér á undan.

Að mati stjórnar Birtu þá eiga önnur markmið, sbr. 5. gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum, en hér hafa komið fram, ekki við um þessa sparnaðarleið.

### 13.1.2 SKULDABRÉFALEIÐIN

Fjárfestingarstefna skuldabréfaleiðarinnar byggir á nokkrum eignaflokkum skuldabréfa ásamt innlánnum banka og sparisjóða.

#### 13.1.2.1 MARKMIÐ UM GJALDMIÐLASKIPTINGU

Markmið þessarar sparnaðarleiðar hvað varðar gjaldmiðlaskiptingu er þannig háttáð að öll skuldabréf og innlán skulu vera í íslenskum krónum, með lítilsháttar vikmörkum sbr. fylgiskjal II.

#### 13.1.2.2 MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU

Markmið um atvinnugreinaskiptingu leiðarinnar nær eingöngu til þriggja eignaflokka, þ.e. fasteignaveðtryggðra skuldabréfa, fyrirtækjaskuldabréfa og sérhæfðra fjárfestinga. Almenna markmiðið er að fjárfesta í mismunandi atvinnugreinum í þessum eignaflokkum í því skyni að ná fram aukinni áhættudreifingu að því tilskyldu að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildareignum þessarar sparnaðarleiðar. Til hliðsjónar við mat á atvinnugreinaskiptingu eru viðmið Birtu sem byggð eru á ÍSAT 2008 fyrir innlendar eignir.

#### 13.1.2.3 MARKMIÐ UM MEÐALLÍFTÍMA SKULDABRÉFA

Rúmlega 70% af verðbréfaeignum skuldabréfaleiðarinnar eru í innlendum skuldabréfum, skráðum á markaði, með föstum vöxtum. Viðkomandi bréf eru úppgreiðanleg samkvæmt skilmálum þeirra. Um er að ræða skuldabréf með ábyrgð ríkis, sveitarfélaga og lánastofnana. Meðaltími þessara bréfa var um 6,4 ár m.v. lok október sl. og lækkar um 0,7 ár á milli ára. Markmið stjórnar Birtu er að meðaltíminn sé 7 ár með 3 ára vikmörkum. Önnur skuldabréf leiðarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf til lögaðila eru með uppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Í markmiðssetningu um meðaltíma á skuldabréfaeign sjóðsins er ekki tekið tillit til skuldabréfa sem eru með heimild til uppgreiðslu á lánstímanum. Almenna markmiðið er að þau bréf hafi a.m.k. 5 ára uppgreiðslubann frá útgáfudegi þar sem því verður komið við og að teknu tilliti til markaðsvaxta hverju sinni.

#### 13.1.2.4 MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU

Vísað er í kafla 12.1.7 hér á undan hvað varðar skilgreiningu á virkri stýringu. Hlutfall eigna skuldabréfaleiðarinnar í virkri stýringu í lok október sl. var 100% og er það mat stjórnar Birtu að það markmið haldist óbreytt næstu 12 mánuði.

#### 13.1.2.5 MARKMIÐ UM FASTEIGNAVEÐTRYGGÐ LÁN TIL SJÓÐFÉLAGA OG LÖGAÐILA

Það er markmið stjórnar Birtu að fasteignaveðlán til sjóðfélaga séu ekki veitt úr séreignadeildum sjóðsins. Hins vegar hefur sparnaðarleiðin heimild til að veita veðlán til lögaðila og er markmiðið að sá eignaflokkur sé 13% af eignasafni skuldabréfaleiðarinnar með 2% vikmörkum. Hér gilda sömu reglur hvað varðar lánskör, gæði veðandlags, veðsetningarhlutfall o.s.frv. eins og um sambærileg lán í samtryggingardeild, sbr. kafli 12.1.9 hér á undan.

### 13.1.2.6 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR

Markmið og vikmörk hvað varðar hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali III undir eignafloknum innlán í bönkum og lánastofnunum, nánar tiltekið eignaflokkur B.b. Í tilviki skuldabréfaleiðarinnar er um að ræða óbundnar innistæður viðskiptabanka og sparisjóða, eingöngu í íslenskum krónum sem hægt er að ráðstafa samdægurs

Að mati stjórnar Birtu þá eiga önnur markmið, sbr. 5. gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum, en hér hafa komið fram, ekki við um þessa sparnaðarleið.

### 13.1.3. NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA SKULDABRÉFALEIÐARINNAR

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu skuldabréfaleiðarinnar fyrir árið 2021 samkvæmt eignaflokkun Birtu. Um er að ræða markmiðssetningu einstakra eignaflokka og vikmörk þeirra.

EIGNAFLOKKAR BIRTU	STEFNA 2021	EFRI VIKMÖRK	NEDRI VIKMÖRK	EIGNASAMSETNING MV. 31.10.2020
Innlán	2,0%	7,0%	0,0%	5,2%
Ríkisskuldabréf	47,0%	50,0%	44,0%	47,3%
Skuldabréf sveitarfélaga	11,0%	13,0%	9,0%	11,0%
Skuldabréf lánastofnana	13,0%	15,0%	11,0%	13,0%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	13,0%	16,0%	10,0%	13,8%
Skuldabréf fyrirtækja	10,0%	13,0%	6,0%	7,5%
Sérhæfðar fjárfestingar	4,0%	7,0%	2,0%	2,2%

Miðað við þær forsendur um vænta ávöxtun og áhættu sem fram koma í kafla 8.1 hér á undan og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá er vænt nafnávöxtun m.v. við stöðu eignasafns skuldabréfaleiðarinnar í lok september sl. 3,3% með 1,8% flökti. Miðað við sömu forsendur og **nýja fjárfestingarstefnu** er vænt nafnávöxtun 3,3% með 1,2% flökti. Miðað við gefnar forsendur um 3,6% verðbólgu yrði þá vænt raunávöxtun -0,3%.

Fylgiskjal III sýnir þessa sömu fjárfestingarstefnu samkvæmt þeirri tegundaflokkun sem sett er fram í a-lið 36. gr. Isj.laganna. Gert er ráð fyrir að það takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem þar eru sett fram.

### 13.1.4 BLANDAÐA LEIÐIN

Fjárfestingarstefna blönduðu leiðarinnar byggir á sömu eignaflokkum verðbréfa og samtryggingardeildin ásamt innlánnum banka og sparisjóða.

#### 13.1.4.1 MARKMIÐ UM GJALDMIÐLASKIPTINGU

Gjaldmiðlasamsetning blönduðu leiðarinnar m.v. lok október sl. var þannig að um 60,5% af verðbréfaeignum og innlánnum var bundið í íslenskum krónum og um 39,5% í erlendum gjaldmiðlum. Þá hefur stjórn sjóðsins sett sér stað markmið að þetta hlutfall verði í 42,0% í árslok 2021, með 5% vikmörkum, sem þýðir hækkun um 2,5 prósentustig frá því sem nú er.

Stjórn Birtu horfir fyrst og fremst til þess að eignir þessarar sparnaðarleiðar í erlendum gjaldmiðlum séu vel dreifðar á milli einstakra eignaflokka, atvinnugreina og landssvæða og einblína síður á hver undirliggjandi gjaldmiðill viðkomandi eignar er. Stjórn Birtu setur því deildinni ekki ákveðin markmið um vægi einstakra gjaldmiðla heldur einungis markmið um það hversu stórt hlutfall af eignasafninu skuli vera í íslenskum krónum annars vegar og erlendum gjaldmiðlum hins vegar. Það sama á við um gjaldmiðlasamsetningu fyrir einstaka tegundaflokka samkv. a. lið 36.gr. Isj.laganna en markmið/heimildir hvers flokks fyrir sig má sjá í fylgiskjali IV.

#### 13.1.4.2 MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU

Markmið um atvinnugreinaskiptingu leiðarinnar nær til fimm eignaflokka, þ.e. fasteignaveðtryggðra skuldabréfa, fyrirtækjaskuldabréfa, innlendra og erlendra hlutabréfa og sérhæfðra fjárfestinga. Almenna markmiðið er að fjárfesta í mismunandi atvinnugreinum í þessum eignaflokkum í því skyni að ná fram aukinni áhættudreifingu að því tilskyldu að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildareignum þessarar sparnaðarleiðar. Til hliðsjónar við mat á atvinnugreinaskiptingu eru viðmið Birtu sem byggð eru á ÍSAT 2008 fyrir innlend verðbréf og GICS (e. *Global Industry Classification Standard*) fyrir erlend verðbréf.

#### 13.1.4.3 MARKMIÐ UM MEÐALLÍFTÍMA SKULDABRÉFA

Tæplega 35% af verðbréfaeignum blönduðu leiðarinnar er í innlendum skuldabréfum, skráðum á markaði, með föstum vöxtum. Viðkomandi bréf eru úppgreiðanleg samkvæmt skilmálum þeirra. Um er að ræða skuldabréf með ábyrgð ríkis, sveitarfélagabréf og skuldabréf lánastofnana. Meðaltími þessara bréfa var um 7,2 ár m.v. lok október sl. og lækkar um 0,5 ár á milli ára. Markmið stjórnar Birtu er að meðaltíminn sé 7 ár með 3 ára vikmörkum. Önnur skuldabréf leiðarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf til lögaðila eru með úppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Við markmiðssetningu um meðaltíma á skuldabréfaeign sjóðsins er ekki tekið tillit til skuldabréfa sem eru með heimild til úppgreiðslu á lánstímanum Almenna markmiðið er að þau bréf hafi a.m.k. 5 ára úppgreiðslubann frá útgáfudegi þar sem því verður komið við og að teknu tilliti til markaðsvaxta hverju sinni.

#### 13.1.4.4 MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU

Vísað er í kafla 12.1.7 hér á undan hvað varðar skilgreiningu á virkri stýringu. Hlutfall eigna blönduðu leiðarinnar í virkri stýringu í lok október sl. var 100% og er það mat stjórnar Birtu að það markmið haldist óbreytt næstu 12 mánuði.

#### 13.1.4.5 FASTEIGNAVEÐTRYGGÐ LÁN TIL SJÓDFÉLAGA OG LÖGAÐILA

Það er markmið stjórnar Birtu að fasteignaveðlán til sjóðfélaga séu ekki veitt úr séreignadeildum sjóðsins. Hins vegar hefur sparnaðarleiðin heimild til að veita veðlán til lögaðila og er markmiðið að sá eignaflokkur sé 1,5% af eignasafni skuldabréfaleiðarinnar með 1,5% vikmörkum, þ.e. að eignaflokkurinn geti sveiflast niður í 0% af eignasafninu og upp í 3,0%. Hér gilda sömu reglur hvað varðar lánskjör, gæði veðandlags, veðsetningarhlutfall o.s.frv. eins og um sambærileg lán í samtryggingardeild, sbr. kafli 12.1.9 hér á undan.

#### 13.1.4.6 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR

Markmið og vikmörk hvað varðar hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali IV undir eignaflokknum innlán í bönkum og lánastofnunum, nánar tiltekið eignaflokkur B.b. Í tilviki skuldabréfaleiðarinnar er um að ræða óbundnar innistæður viðskiptabanka og sparisjóða, eingöngu í íslenskum krónum sem hægt er að ráðstafa samdægurs

Að mati stjórnar Birtu þá eiga önnur markmið, sbr. 5. gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum, en hér hafa komið fram ekki við um þessa sparnaðarleið.

#### 13.1.5. NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA BLÖNDUÐU LEIÐARINNAR

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu blönduðu leiðarinnar fyrir árið 2021 samkvæmt eignaflokkun Birtu. Um er að ræða markmiðssetningu einstakra eignaflokka og vikmörk þeirra.

EIGNAFLOKKAR BIRTU	STEFNA 2021	EFRI VIKMÖRK	NEDRI VIKMÖRK	EIGNASAMSETNING MV. 31.10.2020
Innlán	4,0%	10,0%	0,0%	3,7%
Ríkisskuldabréf	23,0%	26,0%	20,0%	23,1%
Skuldabréf sveitarfélaga	2,0%	3,0%	1,0%	2,0%
Skuldabréf lánastofnana	9,0%	11,0%	7,0%	9,0%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	1,5%	3,0%	0,0%	2,0%
Skuldabréf fyrirtækja	5,5%	8,0%	3,0%	4,6%
Innlend hlutabréf	14,0%	15,5%	12,5%	13,8%
Erlend hlutabréf	37,5%	44,0%	34,0%	39,6%
Sérhæfðar fjárfestingar	3,5%	7,5%	1,5%	2,2%

Miðað við þær forsendur um vænta ávöxtun og áhættu sem fram koma í kafla 8.1 hér á undan og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá er vænt nafnávöxtun m.v. við stöðu eignasafns blönduðu leiðarinnar í lok september sl. 3,2% með 9,6% flökki. Miðað við sömu forsendur og **nýja fjárfestingarstefnu** er vænt nafnávöxtun 3,7% með 10,1% flökki. Miðað við gefnar forsendur um 3,6% verðbólgu yrði þá vænt raunávöxtun 0,1%.

Fylgiskjal IV sýnir þessa sömu fjárfestingarstefnu samkvæmt þeirri tegundaflokkun sem sett er fram í a-lið 36. gr. Isj.laganna. 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 IV.

## 14. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA

Lífeyrissjóðum ber skylda til að koma upp heildaráhættustýringu, sbr. ákvæði laga og reglugerða, auk þess sem almenn viðskipta- og neytendasjónarmið kalla á hana. Heildaráhættustýring er skilgreind sem eftirlitskerfi sem felur í sér reglur, verkferla og verklag sem sameiginlega miða að því að greina, mæla, meta, stýra og fylgjast með áhættu í starfsemi sjóðsins.

Mælikvarði stjórnar Birtu á áhættu verðbréfa er ekki bara flökt ávöxtunar heldur hefur hún 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 hans. Áhættustefna Birtu byggir á ákvæðum laga og reglugerða, auk þess sem stuðst er við tilmæli OECD/IOPS er varðar áhættustjórnkerfi lífeyrissjóða. Lífeyrissjóðurinn leitast við að horfa á heildaráhættu og samspil einstakra áhættuþátta með það að markmiði 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.

Heildaráhættustýring og það eftirlitskerfi sem sjóðurinn hefur sett upp hvað varðar eignasafn sjóðsins felur m.a. í sér eftirlit með fjárhagslegri áhættu og mótaðilaáhættu sjóðsins. Fjárhagsleg áhætta tekur til meðal annars vöktunar á vaxta- og endurfjárfestingaráhættu, uppgreiðsluáhættu, markaðsáhættu og gjaldmiðlaáhættu. Áhættustýring sinnir daglegu eftirliti með fylgni lífeyrissjóðsins við fjárfestingarstefnu. Ef fjárfestingarheimild er að fullu nýtt eða komin umfram heimildir er stjórn sérstaklega gerð grein fyrir ástæðum þess.

### 14.1. GREINING Á ÁHÆTTUÞOLI SJÓÐSINS

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

Áhættuþol er skilgreint 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 hefur stjórn sett fram áhættuvilja sinn og skilgreint hefur verið áhættuþol sjóðsins, eins og mögulegt er á mælanlegan hátt, fyrir helstu áhættuþætti samtryggingar og séreignardeilda.



## 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.

Reykjavík, 26. nóvember 2020

Stjórn Birtu

Þórunn Jónsdóttir

Þórunn Eggertsdóttir

Stjórn Birtu

Stjórn Birtu

Þórunn Jónsdóttir

David Aabsteinsson

Guðrún Elfa Hjörleifs

Klaumur Sigurðsson

## Fylgiskjal I

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

## Samtryggingardeild



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Lægri	Efri			Lægri	Efri		Lægri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	17,0%	15,0%	19,0%	17,2%						
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	18,0%	15,0%	25,0%	20,4%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	3,5%	1,5%	5,5%	3,7%				0,0%	0,0%	1,0%
B.b. Innlán	1,0%	0,0%	3,0%	0,9%						
B.c. Sértryggð skuldabréf	2,0%	0,5%	3,5%	1,7%						
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga	0,0%	0,0%	3,0%	0,3%						
C.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir í UCITS	24,0%	20,0%	28,0%	23,3%	24,0%	20,0%	28,0%			
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi...	5,0%	3,0%	8,0%	4,8%	1,0%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%	3,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	4,0%	2,0%	7,0%	3,9%	1,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	2,0%
E.a. Hlutabréf félaga	18,0%	10,0%	20,0%	17,2%	4,5%	0,0%	7,0%	2,5%	0,0%	5,0%
E.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	7,5%	6,0%	9,0%	6,6%	5,5%	4,0%	7,5%	7,5%	0,0%	9,0%
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>36,0%</b>	<b>26,0%</b>	<b>46,0%</b>	<b>34,8%</b>						

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

## Fylgiskjal II

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

Séreignardeild og tilgreind séreign

Innlánsleið



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Lægri	Efri			Lægri	Efri		Lægri	Efri
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 lánastofnana og váttryggingafélaga										
C.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir í UCITS										
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi...										
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu										
E.a. Hlutabréf félaga										
E.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu										
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>						

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

## Fylgiskjal III

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

Séreignardeild og tilgreind séreign

Skuldabréfaleið



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Lægri	Efri			Lægri	Efri		Lægri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	47,0%	44,0%	50,0%	47,3%	0,0%	0,0%	5,0%			
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	13,0%	10,0%	16,0%	13,8%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	11,0%	9,0%	13,0%	11,0%						
B.b. Innlán	2,0%	0,0%	7,0%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%			
B.c. Sértryggð skuldabréf	12,0%	11,0%	15,0%	11,9%						
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga	1,0%	0,0%	2,0%	1,1%				0,0%	0,0%	2,0%
C.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir í UCITS										
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi...	7,0%	3,0%	9,0%	5,3%				0,0%	0,0%	1,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	3,0%	1,0%	4,0%	2,2%				0,0%	0,0%	1,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%				0,0%	0,0%	0,1%
E.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	4,0%	2,0%	7,0%	2,2%				0,0%	0,0%	5,0%
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>100,0%</b>						

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

## Fylgiskjal IV

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

Séreignardeild / tilgreind séreign

Blönduð leið



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Lægri	Efri			Lægri	Efri		Lægri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	17,0%	15,0%	25,0%	23,1%						
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	1,5%	0,0%	3,0%	2,0%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	2,0%	1,0%	3,0%	2,0%				0,0%	0,0%	1,0%
B.b. Innlán	4,0%	0,0%	10,0%	3,7%						
B.c. Sértryggð skuldabréf	7,0%	0,0%	15,0%	9,0%						
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga										
C.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir í UCITS	43,0%	35,0%	49,0%	39,5%	40,0%	37,0%	45,0%			
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi...	2,0%	1,0%	3,0%	1,7%	1,0%	0,0%	2,5%	0,0%	0,0%	2,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	3,5%	2,0%	5,0%	2,9%	1,0%	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	2,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%				0,0%	0,0%	1,0%
E.b. Hlutdeildarskirteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	20,0%	15,0%	25,0%	16,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	5,0%
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>42,0%</b>	<b>37,0%</b>	<b>47,0%</b>	<b>39,5%</b>						

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

Dagsetning: 17. desember 2020