





Gjaldmiðlastýring lífeyrissjóða (Currency Overlay)

Fundur hjá Landssamtökum lífeyrissjóða 6. apríl 2005

Arnar Jónsson

Gjaldeyrismarkaðurinn – stærsti fjármálamarkaður í heimi

Erlendur gjaldeyrismarkaður

Dagleg velta (milljónir USD)

Spot	386.963
Forward	130.575
Swaps	655.528
	<u>1.173.066</u>

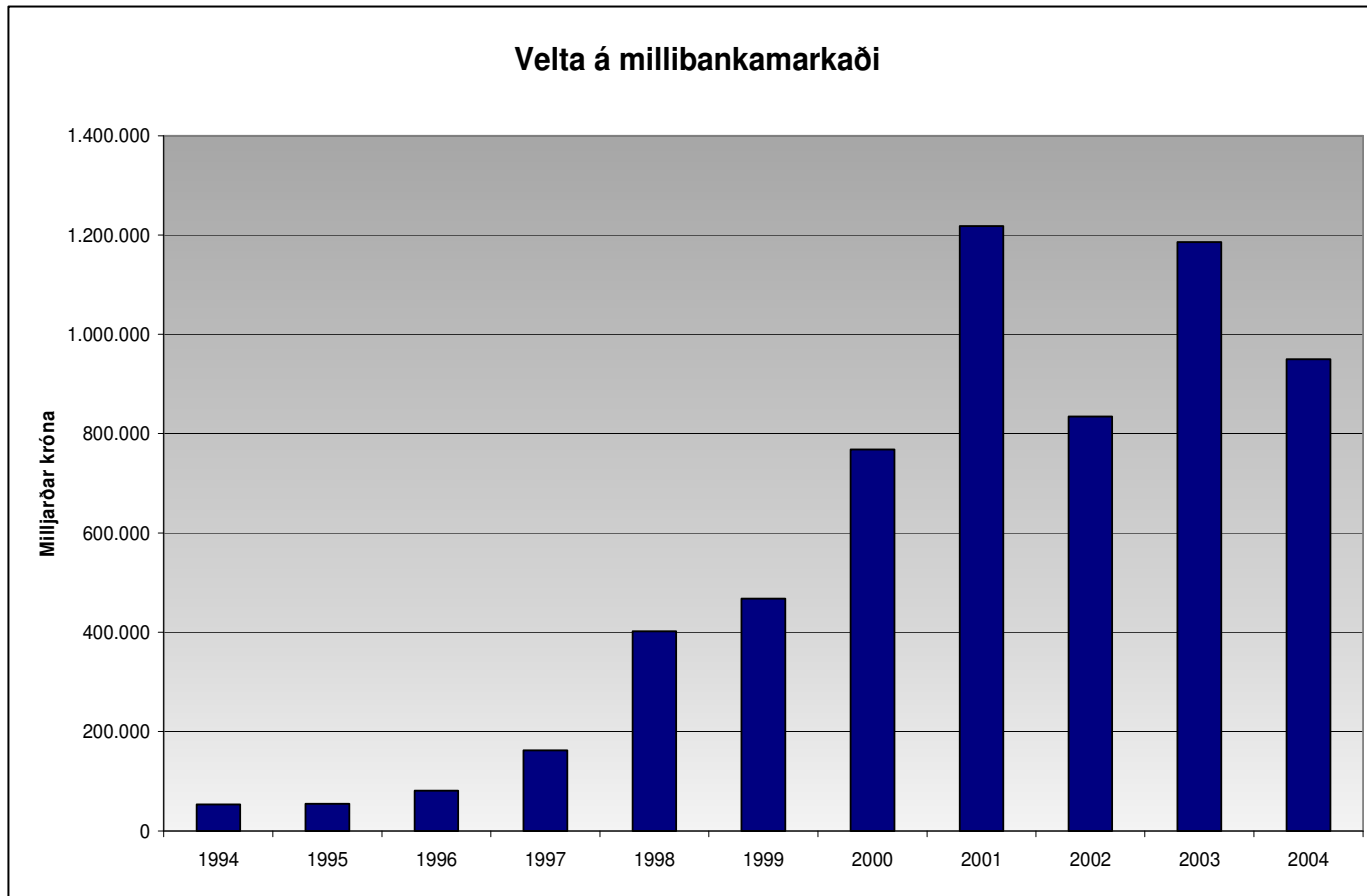
Heimild: BIS, central bank survey 2001

Útistandandi fjárhæðir í gjaldeyrisafleiðum í lok júní 2001
Allar mynir - milljónir USD

Forward og swaps	13.274.760
Skiptasamningar	4.302.469
Keyptir valréttir	1.791.414
Seldir valréttir	1.987.822
	<u>21.356.465</u>

Heimild: BIS, central bank survey 2001

Gjaldeyrismarkaðurinn einnig sá stærsti hér á landi



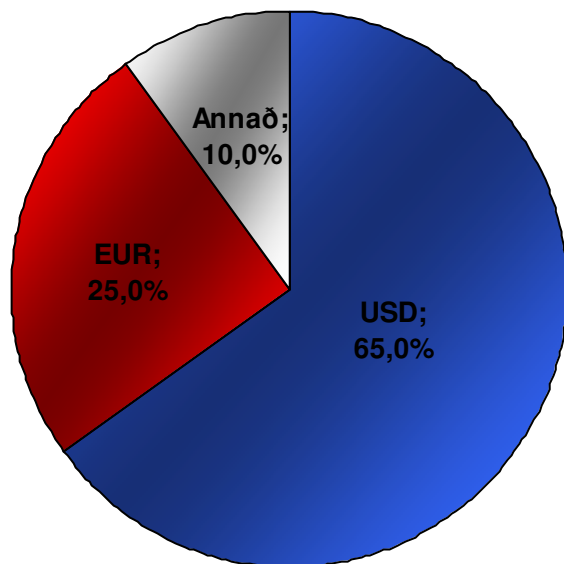
- Velta á millibankamarkaði minnkað
- Heildar markaðurinn samt stækkað
- Áætluð stærð 2,500 milljarðar 2004
- Fleiri og stærri þátttakendur
- Aukinn seljanleiki og minna flökt hefur dregið úr veltu á millibankamarkaði

Alþjóðlegar fjárfestingar fara vaxandi

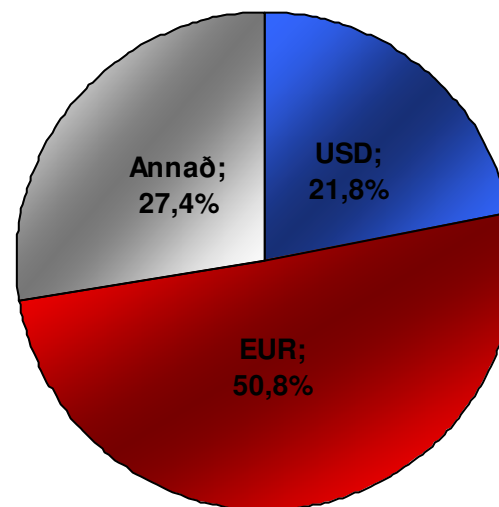
- Fjárfestar leita nýrra ávöxtunarleiða
 - Góðir innlendir fjárfestingarkostir ekki á hverju strái
 - Rými til innlendra fjárfestinga er takmarkað
- Alþjóðlegir fjárfestar standa frammi fyrir gjaldeyrisáhættu auk markaðsáhættu af verðbréfum
 - Aukið flökt (áhætta) í ávöxtun
 - Sem endurspeglast ekki í bættri ávöxtun
 - Fjárfestar þurfa að fá eitthvað fyrir að taka gjaldeyrisáhættu

Dæmigerð erlend myntsamsetning íslensks lífeyrissjóðs

Sjóður



Gengisvísitala Seðlabankans



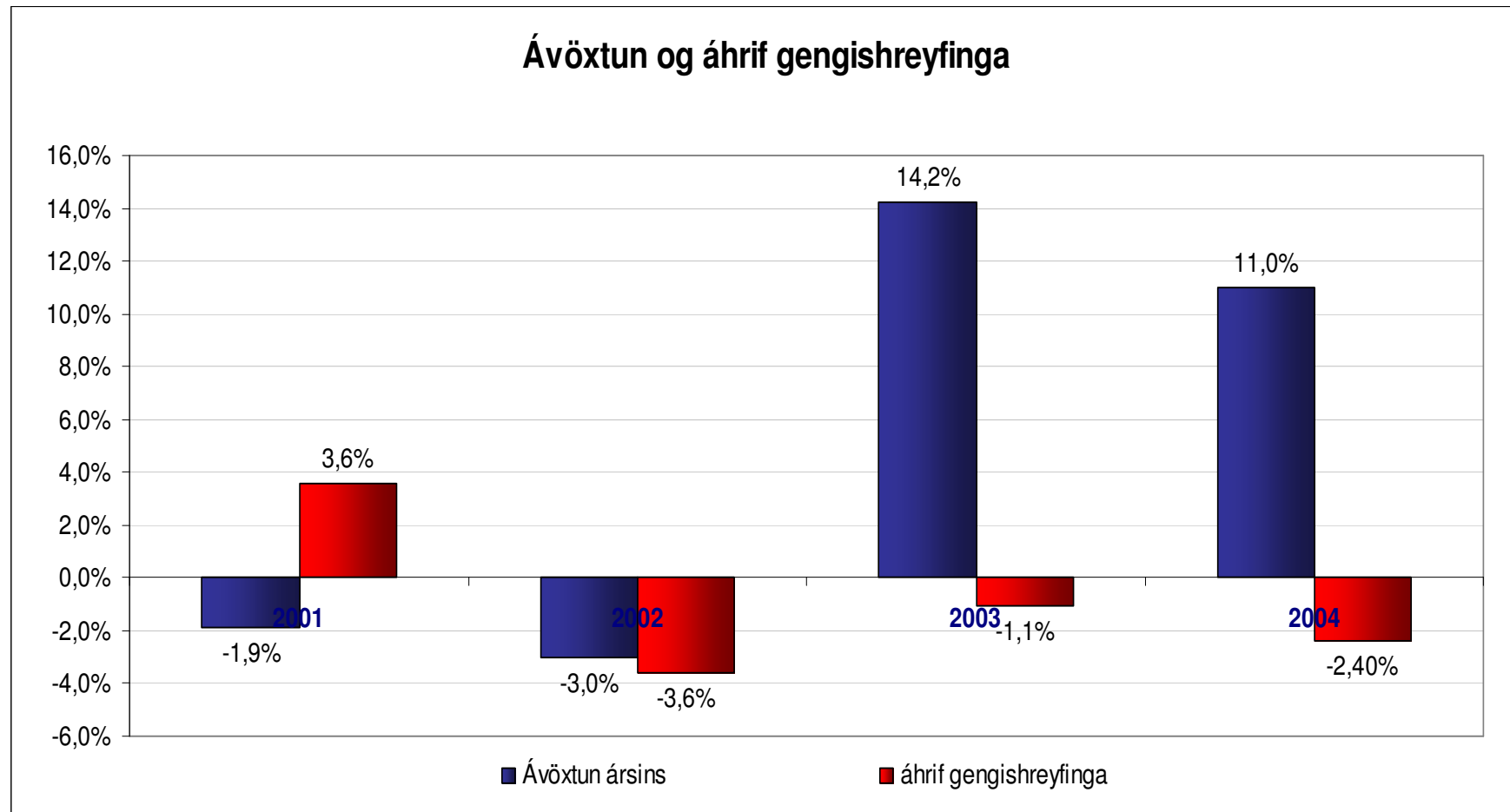
Dæmigert hlutfall dollara í eignasafni er mun hærra en í gengisvísitölu Seðlabankans

Gjaldeyrir og gengisáhætta

$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Afkomuáhrif} \\ \text{erlendrar} \\ \text{fjárfestingar} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Afkomuáhrif} \\ \text{gjaldmiðla} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Heildarafkoma} \\ \text{erlendrar} \\ \text{fjárfestingar} \\ \hline \end{array}$$

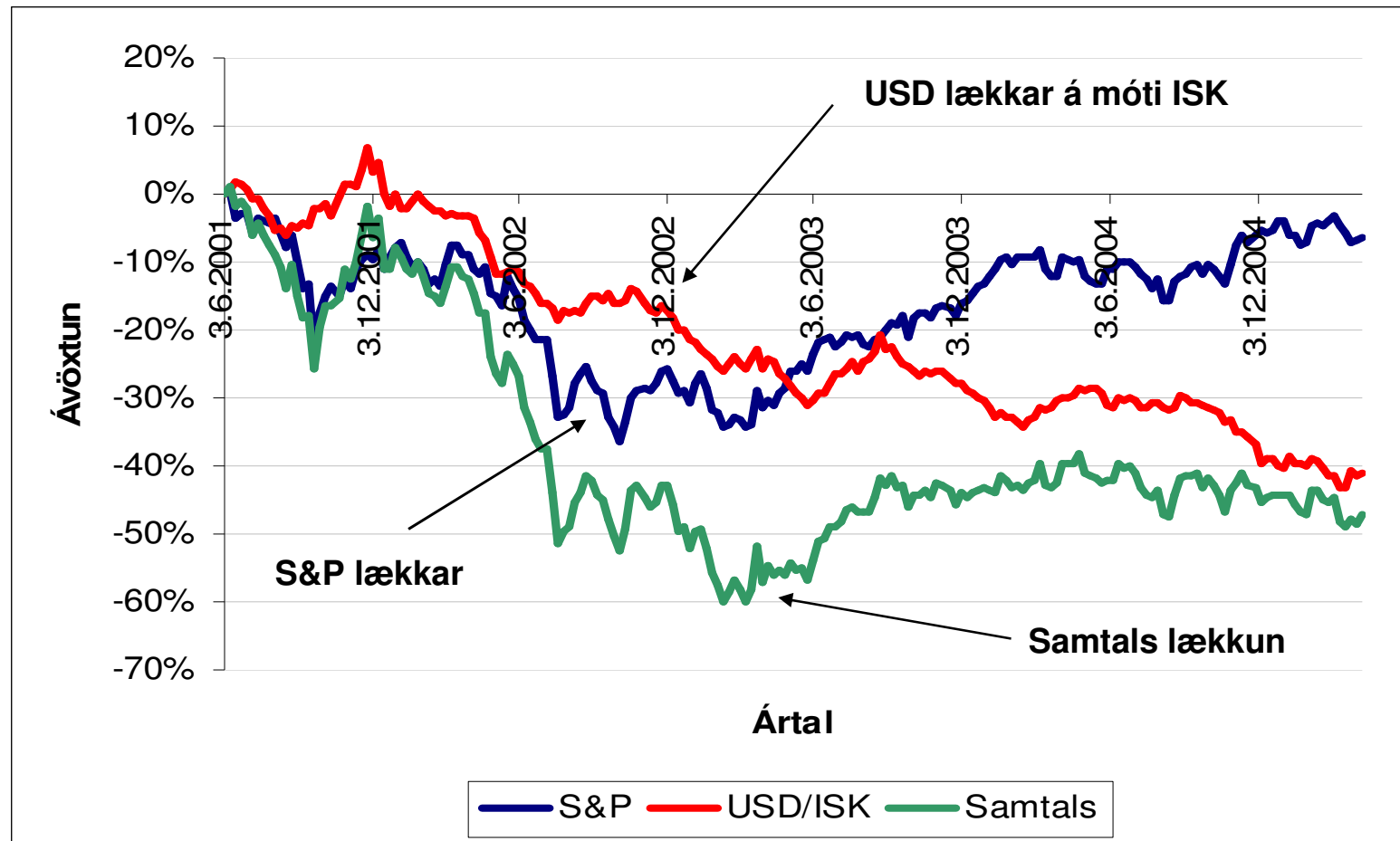
- Virði erlendra eigna í heimamynt er háð gengissveiflum
- Árssveiflur í gengi eru gjarnan af sömu stærðargráðu og ávöxtun af hlutabréfum og mun meiri en nafnávöxtun skuldabréfa
- Sveiflur í gengi geta því haft veruleg áhrif á ársávöxtun erlends eignasafns
- Í þessu samhengi er oft rætt um gjaldeyrisáhættu sem áhættu án ávinnings

Ávöxtun íslenskra sjóða 2001 til 2004



¹Heimild: www.ll.is, m.v. sjóð með 20% erlent safn í hlutföllunum 60% USD og 40% EUR

Samanlögð ávöxtun S&P 500 og USD/ISK



Stýring á gengisáhættu er ekki ný hugmynd

- Erlendir sjóðir hafa langa reynslu af virkri gjaldmiðlastýringu (>20ár)
 - Veruleg lækkun áhættu af erlendum eignasöfnum (minni sveiflur í ávöxtun)
 - Aukin langtíma ávöxtun (að meðaltali um rúmt 1%)*
- Landsbankinn byggir á sjö ára reynslu af gjaldmiðlastýringu þar sem árangur er í samræmi við reynslu erlendra sjóða.
 - 60 fyrirtæki / sveitarfélög og 13 sjóðir í stýringu
 - Langtíma ávöxtun 1,05% árin 2000 - 2003

* Heimild sjá t.d. Baldridge, Meath and Myers, 2000 og Nakakubo 2004.

Lengi vel var litið framhjá gjaldeyrisstýringu

- Mistúlkun
 - “Zero sum”
 - Eykur áhættudreifingu
 - Sjóðstjórar sjá um gjaldeyrisáhættuna
- Vantraust
 - Ekki auðvelt að útskýra gjaldeyrisstýringu
 - Skortur á stöðluðum árangursmælingum
 - Fáir sérfræðingar með góðan sögulegan árangur
- Ýmis álitamál
 - Hvernig passar gjaldeyrisstýringin inn í eignasöfn sjóða?
 - Gjalddeyrisstýring sem eignaflokkur
 - Áhættustýring eða sókn í “Alfa”
 - Hvernig virkar þetta í praksís?
 - Val á viðmiði
 - Lánalínur
 - Upplýsingagjöf / árangursmæling
 - Sjóðstreymi vegna samninga

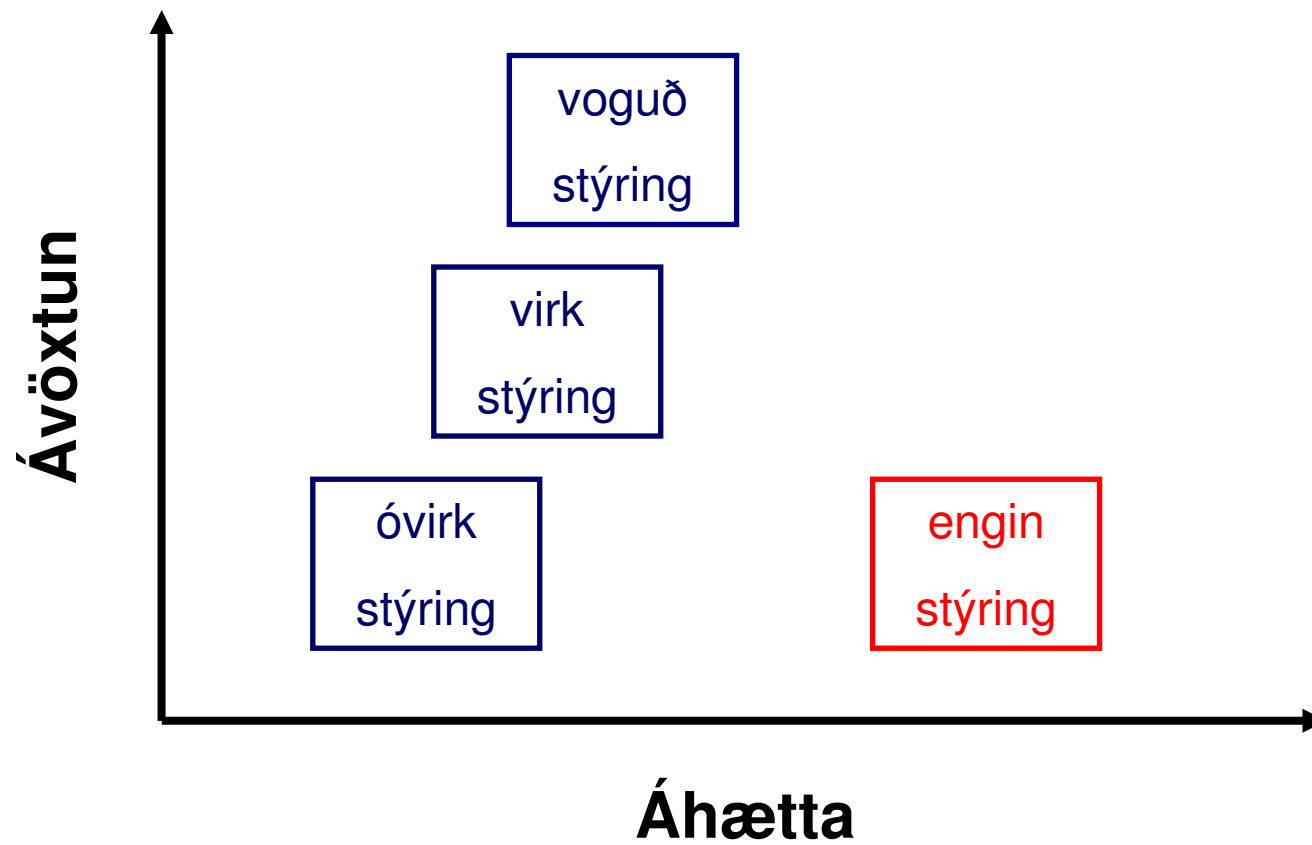
Hvað breyttist?

- Aukið traust og skilningur á gjaldmiðlastýringu
 - Óháðar úttektir á stýringaraðilum (Wm Mercer, Watson Wyatt, Russel Mellon)
 - Sjóðstjórar sjá **ekki** um gjaldeyrisáhættuna
 - Ráðstefnur og námskeið: Notendum og stýringaraðilum fjölgar
- Breyttar aðstæður á mörkuðum
 - Fremur slök ávöxtun á erlendum hlutabréfum síðustu ár
 - Vaxandi skilningur á því að leita þurfi fleiri leiða til að auka ávöxtun – skuldbindingar vaxa
 - Skammtíma- og langtímasjónarmið takast á
- Breytt viðhorf til gjaldeyrisstýringar
 - Klassísk stýring (overlay) komin vel á veg – almennt viðurkennd aðferð hér á landi
 - Hægt að ná fram “Alfa” í gjaldeyri
 - Litið á gjaldeyri sem hverja aðra fjárfestingu
 - Fjölbreyttar afurðir í boði

Gjaldeyrir er tækifæri

- Gjaldeyrismarkaðurinn er ekki skilvirkur
 - Yfir 80% viðskipta snúast ekki um hagnað (seðlabankar, fyrirtæki, ferðamenn, ...)
- Hægt er að hagnast á þróun gengis gjaldmiðla
 - Tölulegar aðferðir nýta reglu í skammtíma hegðun gengis, t.d. sterka leitni
 - Hagfræðilegar breytur hjálpa til við að spá fyrir um gengi til meðallangs og langs tíma
 - Þekking/reynsla af markaðnum hjálpar til við að segja til um þróunina

Blæbrigði gjaldmiðlastýringa



Útfærsla og afrakstur

Takmörkun
áhættu

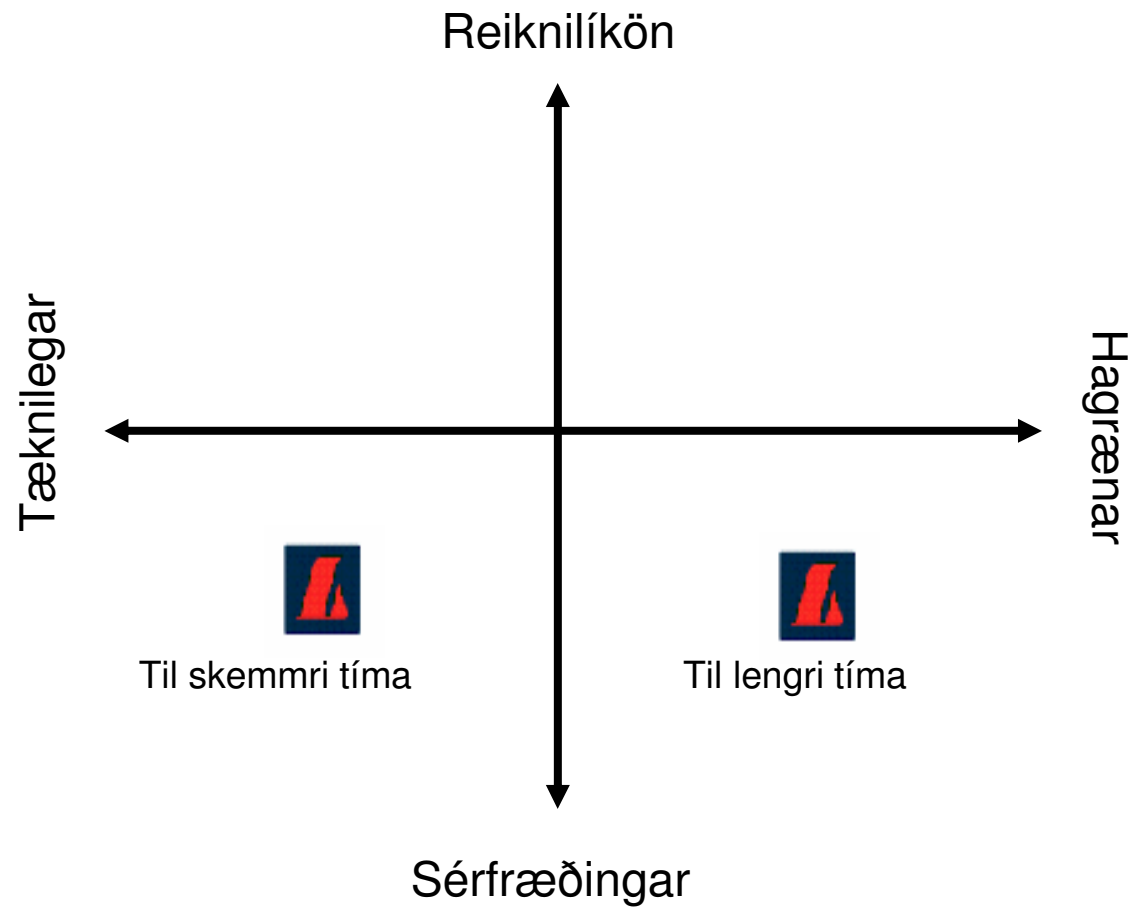


Aukið "Alfa"

	Markmið	Rammi	Virðisauki
Óvirk stýring	Viðhalda föstu strategísku varnarhlutfalli	Aldrei vikið frá varnarhlutfalli	Góð framkvæmd viðskipta
Virk stýring	Vikið er frá varnarhlutfalli	0-100% varnarhlutfall, aðeins valdar myntir leyfðar	Takmörkun áhættu með möguleika á hagnaði (upside)
Voguð stýring	Tækifæri nýtt í stöðu og á markaði	Einhver vogun, flestar myntir leyfðar	Gjaldeyrir ein uppspretta ávöxtunar
Alfa	Fjárfest í gjaldeyri eins og öðrum eignaflokkum	Áhætturammar, t.d. VaR og fylgnimunur	Áhættustöðluð ávöxtun



Aðferðir

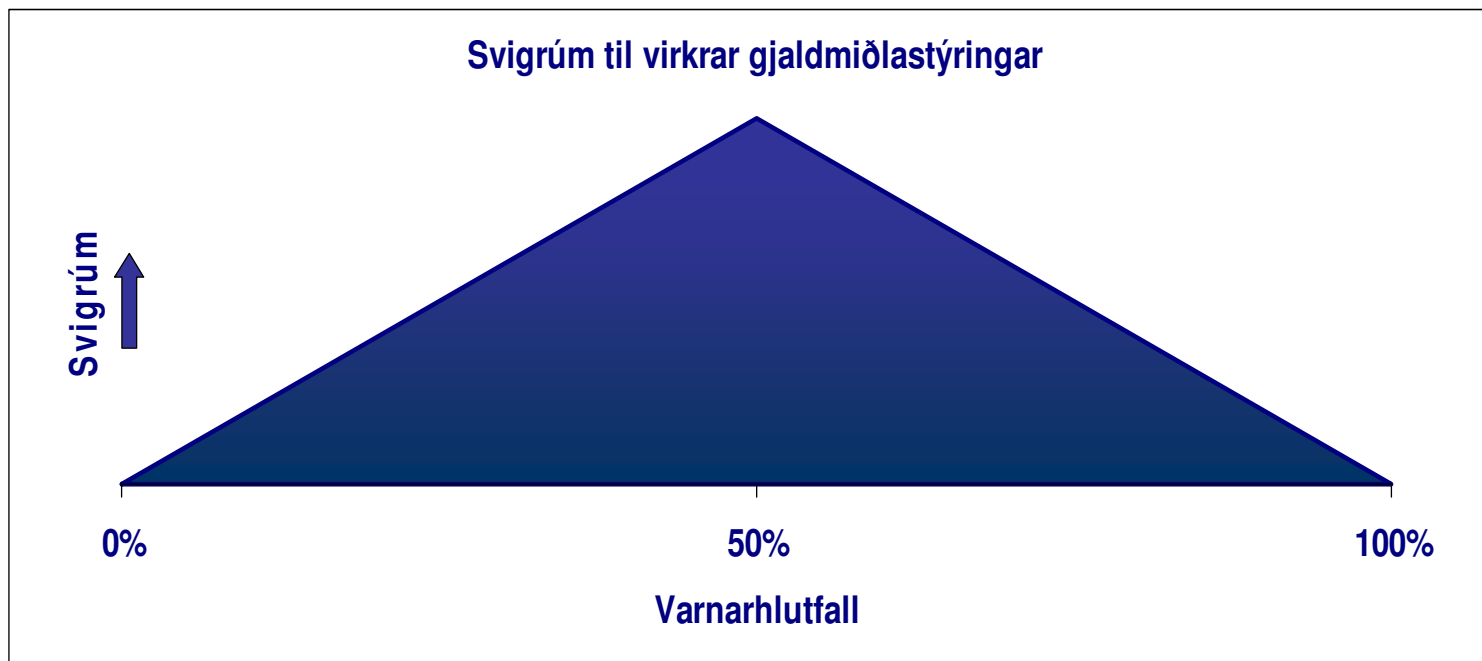


Grunnurinn lagður

- Lífeyrissjóður skilgreinir eignasafn
 - Heildarupphæð
 - Hlutföll mynta
- Lífeyrissjóður skilgreinir fjárfestingastefnu
 - Blæbrigði stýringar (óvirk, virk, voguð)
 - Stýringarstefna (Varnarhlutfall, áhætta (VaR), ...)
 - Viðmið vegna árangursmælinga
- Stýringaraðili og lífeyrissjóður vinna í sameiningu skýran aðgerðaramma
 - Val á verkfærum
 - Leyfileg frávik frá varnarhlutfalli/viðmiði
 - Upplýsingagjöf

Varnarlutfall og viðmið

- Varnarlutfall (h) ákvarðar hversu hátt hlutfall eignasafns skal verja ef viðhorf til gengisþróunar er hlutlaust

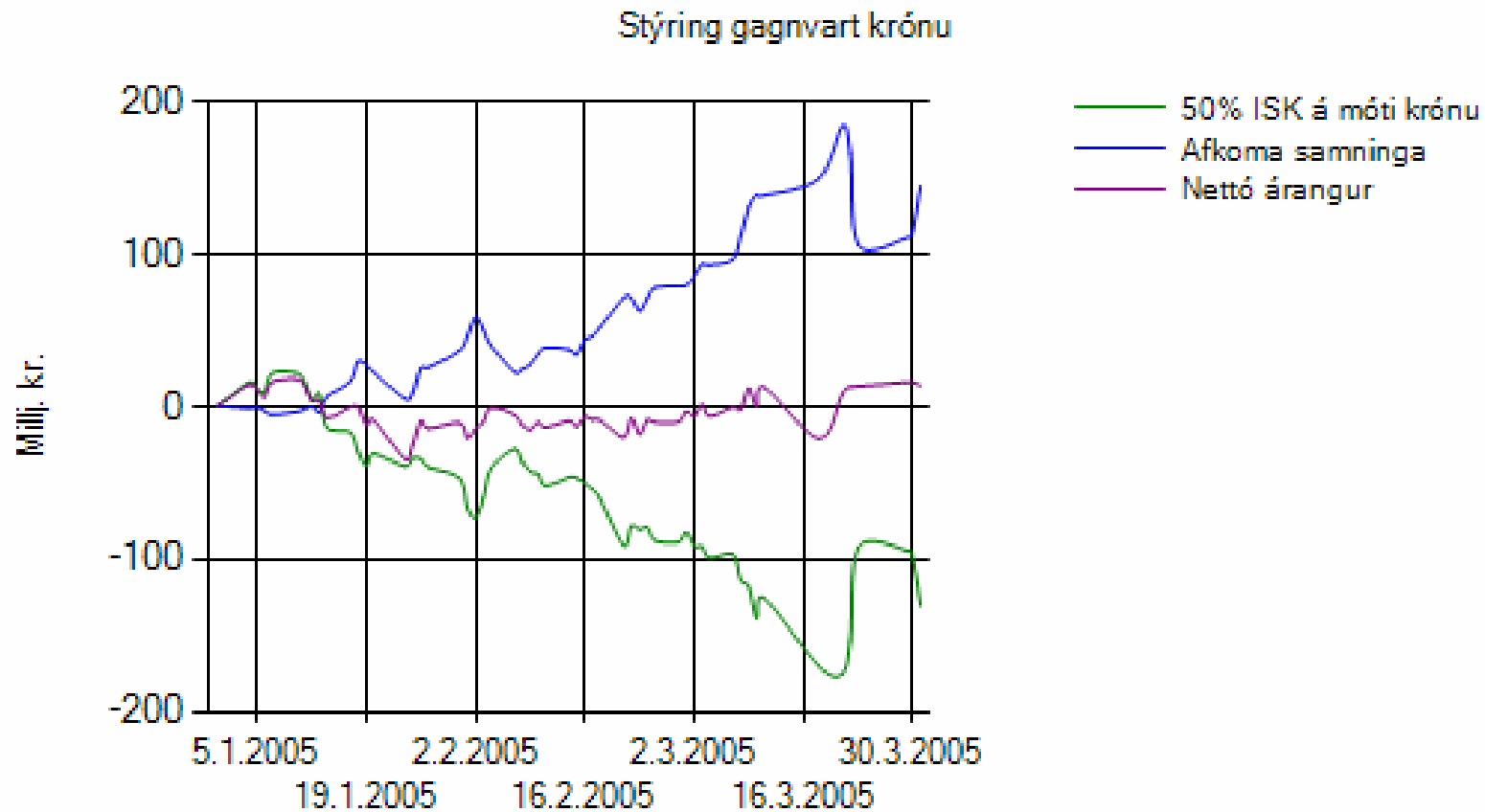


- Eðlilegt viðmið vegna árangursmælingar er eignasafn með hlutfallið h varið og hlutfallið $1-h$ óvarið

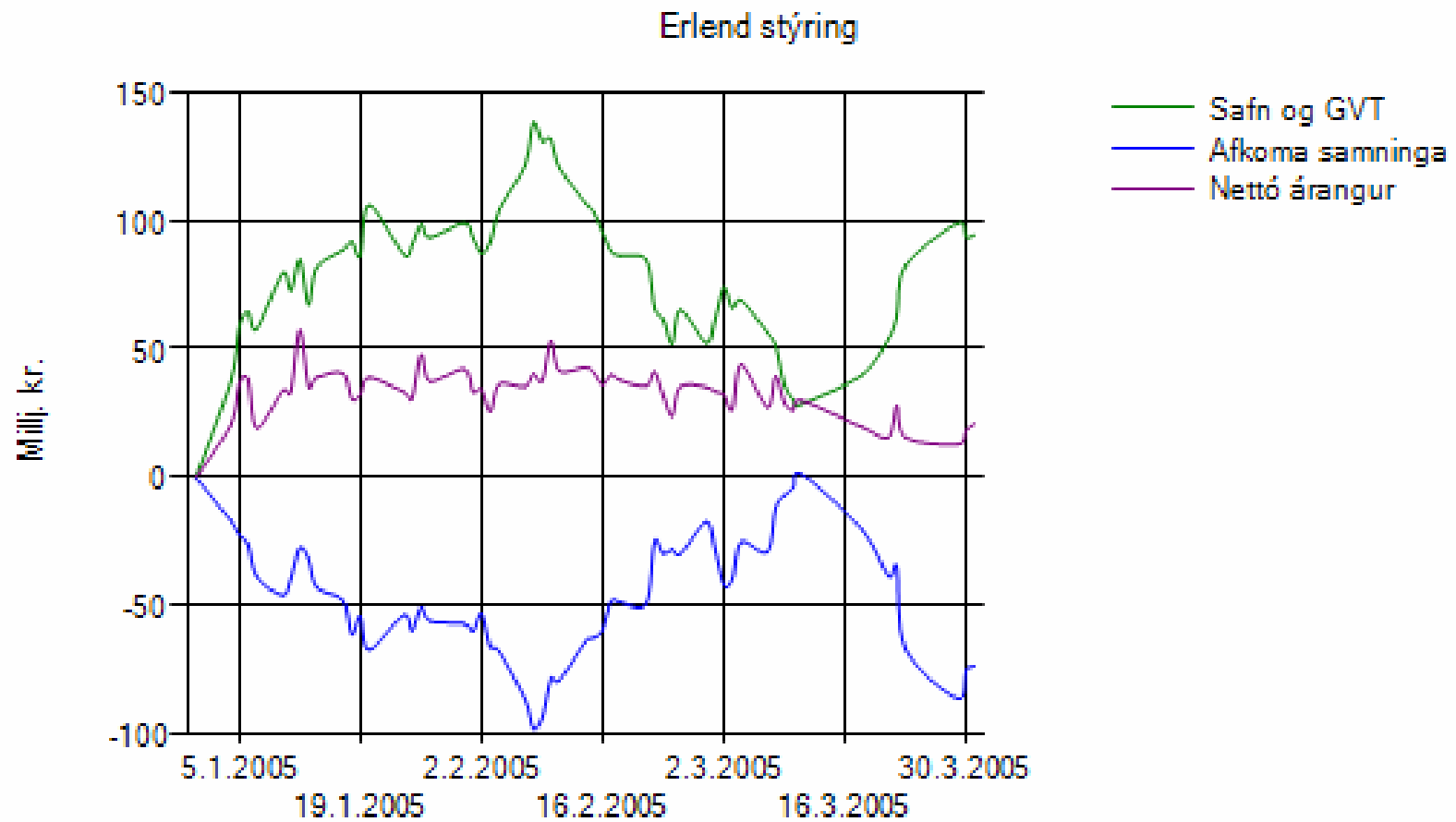
Ávinningur gjaldmiðlastýringar

- Ávinningur í stefnu og starfsemi
 - Betri skilningur á og eftirlit með áhættu eignasafns
 - Skilgreining, mæling og stýring á áhættu verður eðlilegur hluti af fjárfestingastefnu
 - Vinnubrögð við stýringu á áhættu verða markvissari og betur skilgreind
- Ávinningur í afkomu
 - Verulega dregur úr sveiflum í ávöxtun
 - Bætt ávöxtun til lengri tíma litið

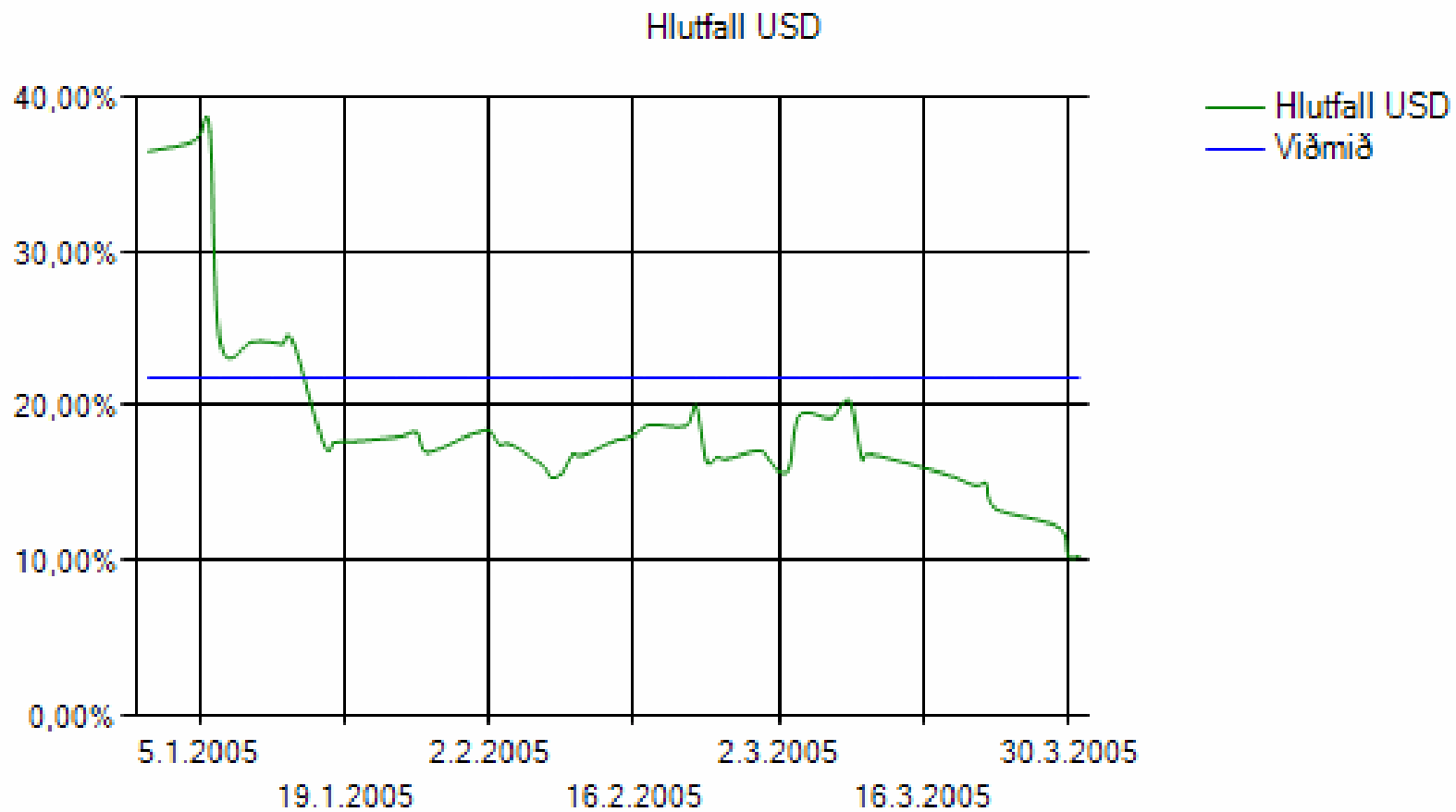
Daglegur árangur stýringar



Þróun erlendra krossa skiptir máli



Hlutfall USD í heildarsöfnum hefur farið lækkandi ... veiking USD



Gjaldmiðlastýring er langtímaverkefni

- **Innleiðing áhættu- og gjaldmiðlastýringar**
 - **0 - 6 mánuðir**
 - Eignir skráðar í upplýsingakerfi gjaldmiðlastýringar
 - Sjóður kynnist ráðgjöf og lærir á skýrslur
 - Stefna mörkuð og viðmið og aðgerðarammi skilgreindur
 - Virk gjaldmiðlastýring kynnt fyrir stjórn
 - **6 - 12 mánuðir:**
 - Fyrstu aðgerðir
 - **1 - 2 ár:**
 - Þegar reynsla er komin á virka stýringu eru markmið og aðgerðarammi endurskoðuð
 - **Eftir tvö ár:**
 - Virk áhættu- og gjaldmiðlastýring orðin hluti af stefnu sjóðsins