



Fjárfestingar lífeyrissjóða í  
erlendri mynt

---

Umræða áhættunefndar LL

# Hvers vegna hámark á eignir í erlendri mynt?

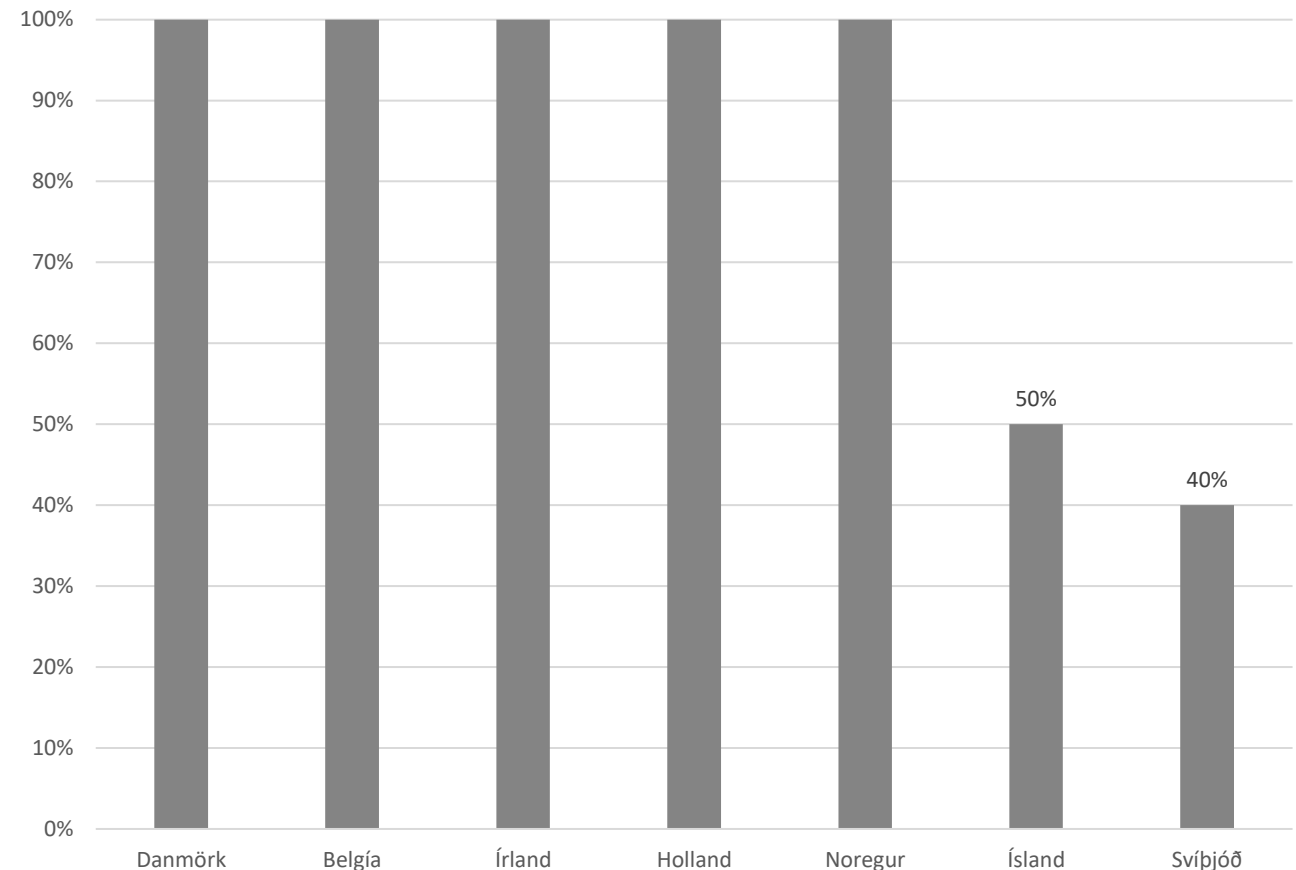
- Hefur verið frá upphafi í lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (129/1997).
  - Í upphafi þegar lögin voru sett var hlutfallið 40% en hækkað í 50% árið 2000 (Lög nr. 56/2000).
  - Engin skýring í greinargerð upphaflegu laganna, annað en textinn í lögnum.
  - En þegar hlutfallið var hækkað í 50% þá var það rökstutt í greinargerð:

*„Breytingin gefur lífeyrissjóðum möguleika á því að fjárfesta fyrir stærri hluta af eignum sjóðanna á erlendum verðbréfamörkuðum og nýta þannig betur þá ávöxtunarmöguleika sem þar bjóðast. Breytingin hefur það í för með sér að gengisáhætta sjóðanna getur verið heldur meiri en samkvæmt gildandi lögum en á móti kemur að lífeyrissjóðum gefst kostur á að dreifa áhættu af fjárfestingum í verðbréfum í meira mæli á mismunandi markaði og draga þannig úr áhrifum staðbundinna verðsveiflna á hag sjóðanna“*
  - Eiga þessi sjónarmið ekki við ennþá? Má ekki hækka hámarkið í 60% eða hærra með sömu rökum?
- Flestar þjóðir hafa ekkert hámark á eignum í erlendri mynt fyrir lífeyrissjóði.

# Samanburður við önnur lönd

- Í þeim erlendu lífeyrissjóðskerfum sem íslenskir sjóðir bera sig oftast saman við er ekki hámark á erlendar fjárfestingar, að Svíþjóð undanskildu
  - Hámark á eignir í erlendri mynt „company pension funds“ var breytt í Danmörku í ársbyrjun 2019 en það var áður 20%.

Hámark á eignum lífeyrissjóða í erlendri mynt í mismunandi löndum



**Heimildir**

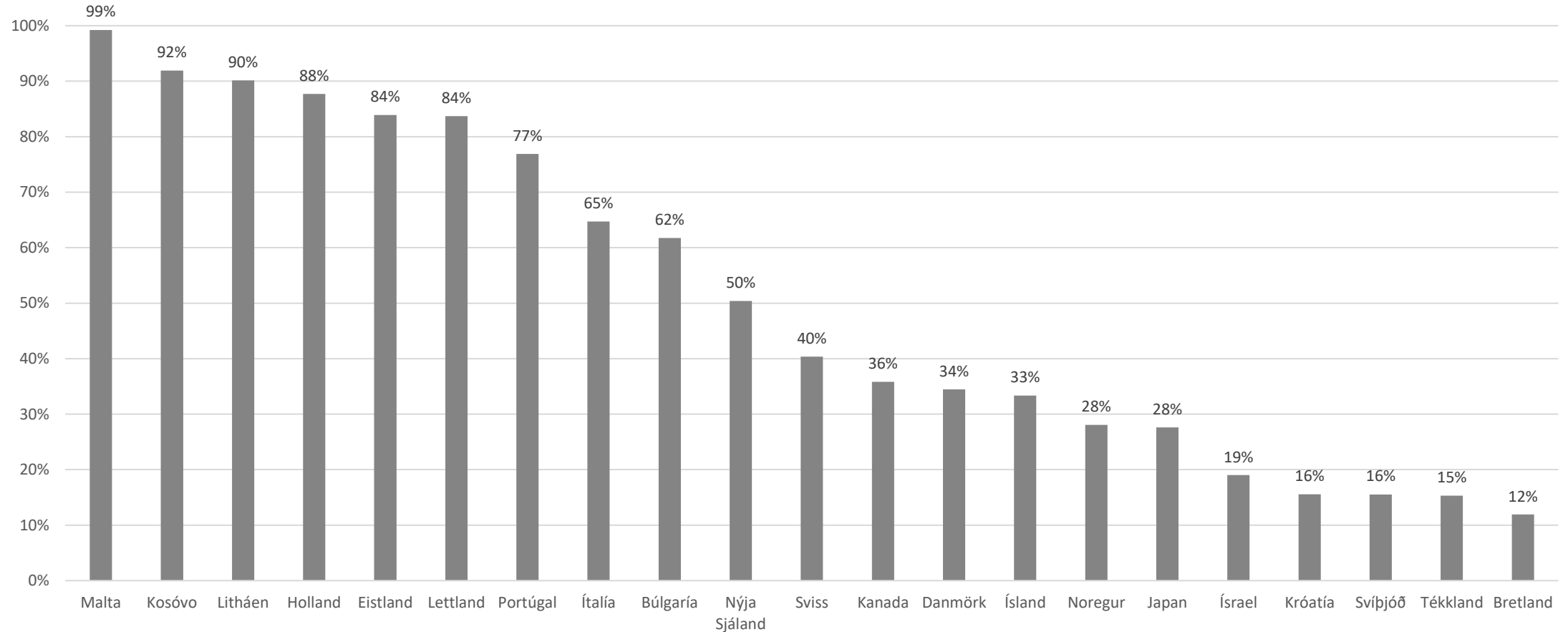
Danmörk – Upplýsingar fengnar frá Fjármálaeftirliti Danmörku

Svíþjóð – Upplýsingar fengnar úr sænskum [lögum um AP1-AP4 sjóðina](#)

Belgía, Írland og Holland, Noregur – Tölur fengnar úr [OECD skýrslu fyrir árið 2020](#)

# Samanburður við önnur lönd

Erlend hlutföll lífeyrissjóða eftir löndum

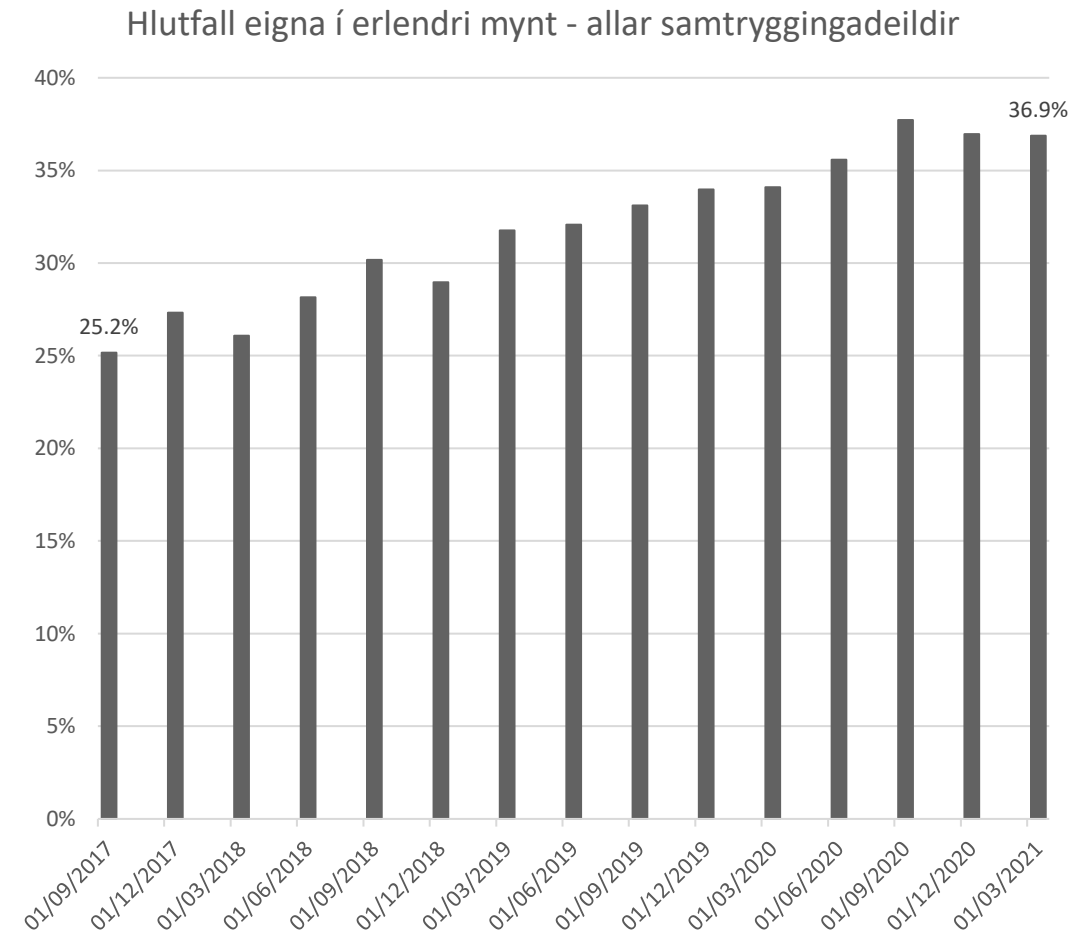


# Staðan á Íslandi í dag

- Lífeyrissjóðir mega samkvæmt lögum eiga mest 50% eigna óvarin í erlendri mynt
  - Margir lífeyrissjóðir eru komnir nálægt hámarki, flestir yfir 35%, og mest 43%.
    - Það verður nettó innflæði í lífeyrissjóðina næstu árin, líklega til 2035. Verið er að auka iðgjald í 15,5% af launum hjá öllum sjóðum sem eykur innflæði.
  - Lífeyrissjóðir geta ekki farið **mikið yfir 45%** til þess að eiga það ekki á hættu að hlutfall eigna í erlendri mynt sveiflist yfir 50% markið.
  - Það gæti því styst í að sjóðir minnki gjaldeyriskaup sín og einhverjir sjóðir gætu jafnvel neyðst til að selja eignir í erlendri mynt óháð mati þeirra hvort að það sé hagstætt fyrir sjóðfélaga.

# Eignir lífeyrissjóða í erlendri mynt

- Hlutfall eigna lífeyrissjóða í erlendri mynt hefur aukist jafnt og þétt seinustu ár.
- Ekki ólíklegt að lífeyrissjóðir sækji meira í fjárfestingar í erlendri mynt til að auka áhættudreifingu, vegna lægri vaxta og minna framboðs af verðtryggðum fjárfestingakostum á Íslandi
  - Fjárfesting í erlendri mynt myndar að hluta til vörn á móti verðtryggðum skuldbindingum lífeyrissjóða



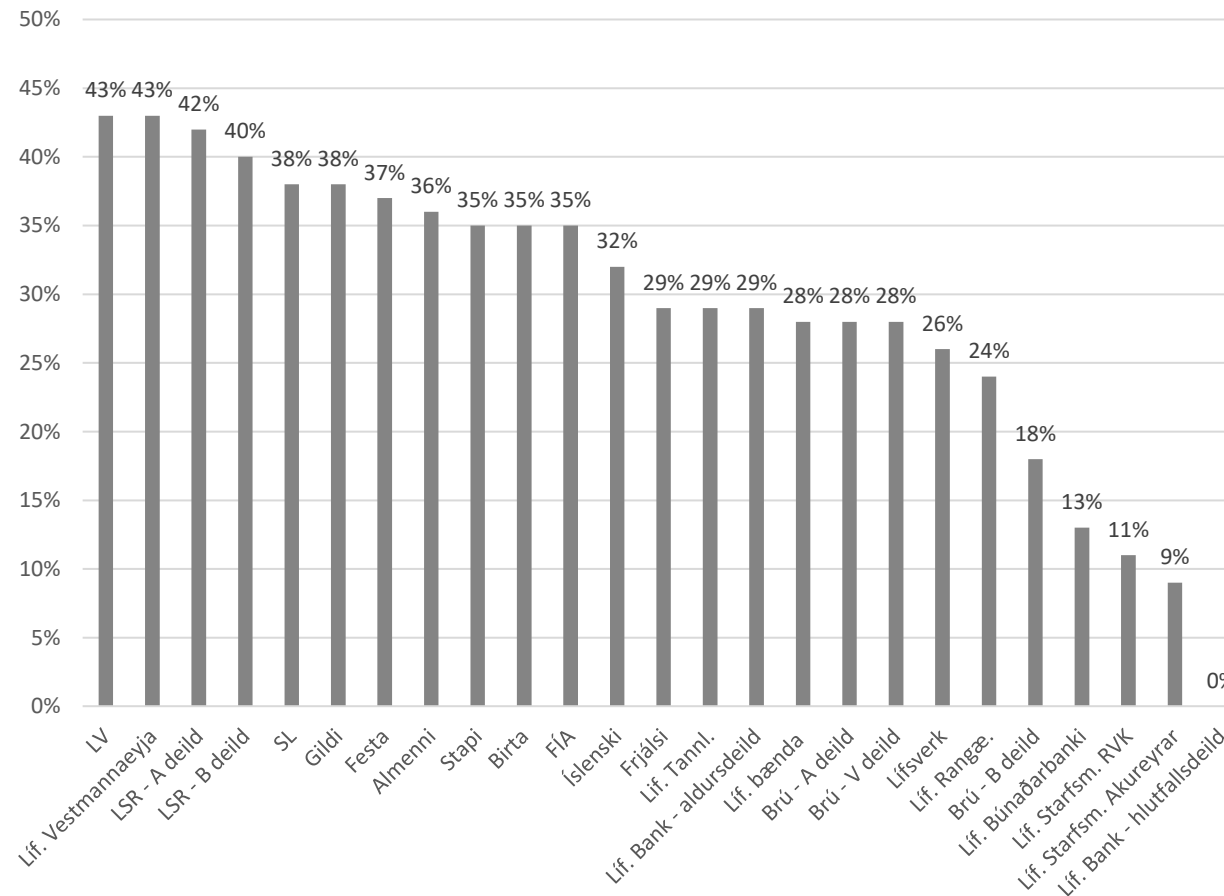
Heimild

Unnið úr ársfjórðungsskýrslu FME um sundurliðun fjárfestinga lífeyrissjóða.

# Eignir lífeyrissjóða í erlendri mynt

- Um áramótin **voru fjórar samtryggingadeildir komnar í eða voru yfir 40% af heildareignum**
  - Almennt hafa sjóðir aukið hlutföll sín um 6 - 18%-stig frá árslokum 2017
- Eins og áður kom fram má áætla svo að eignir lífeyrissjóða í erlendri mynt mættu ekki fara **mikið yfir 45%** til þess að eiga það ekki á hættu að hlutfall erlendra eigna sveiflist yfir 50% markið
  - Sveiflur erlendra mynta gagnvart íslensku krónunni og sveiflur á virði erlendra eigna geta valdið því að lífeyrissjóðir fari yfir eða nálægt hámarki ef sjóðir eru komnir yfir 45% hlutfallið
  - Í byrjun COVID faraldursins í mars til maí árið **2020 veiktist íslenska krónan um sem nemur 13%**
    - Fyrir sjóð með yfir 40% eigna í erlendri mynt þá eykur 13% veiking krónunnar eignir þeirra í erlendri mynt um **rúm 3%**.

Hlutfall erlendra eigna - 31.12.2020



## Heimild

Unnið úr ársfjórðungsskýrslu FME um sundurliðun fjárfestinga lífeyrissjóða.

Hlutfall erlendra eigna einhverra sjóða gæti í raun verið hærra en það er skv. skýrslu FME. Það skýrist af því að mögulega fjárfesta lífeyrissjóðir í sjóðum innlendra stýringaraðila sem gefnir eru upp í ISK en undirliggjandi fjárfestingar eru í erlendri mynt. Slíkir sjóðir teljast sem ISK í skýrslu FME.

# Líkleg áhrif þegar sjóðir nálgast hámarkið?

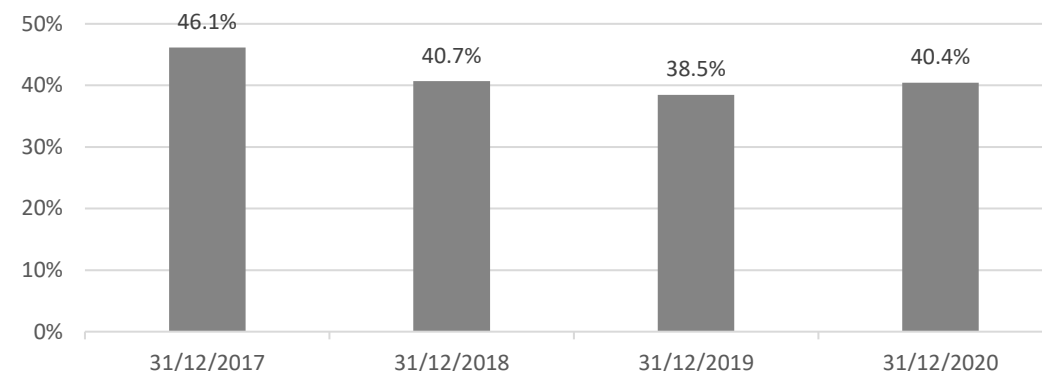
- Fjárfestingarkostum fækkar og takmarkast frekar við innanlandsmarkað.
  - Íslenskur hlutabréfamarkaður er lítil miðað við stærð sjóðanna og sjóðir eiga stóran hluta af markaðnum í dag. Óvissa er því um hve mikið markaðurinn getur tekið við af nýju fjármagni án þess að auka áhættu á bólu myndun.
  - Framboð á verðtryggðum skuldabréfum hefur farið minnkað og ávöxtunarkrafan lækkað, því hætt við að lífeyrissjóðir yrðu að leita í auknum mæli í óverðtryggð skuldabréf. Skuldbindingar sjóðanna eru verðtryggðar og því meiri áhætta að kaupa óverðtryggð skuldabréf.
  - Sækja þyrfti í áhættumeiri fjárfestingarkosti til að ná ásættanlegri ávöxtun fyrir sjóðfélaga
- Landsáhætta og samþjöppunaráhætta eykst
  - Erfiðara er að ná fram viðeigandi áhættudreifingu



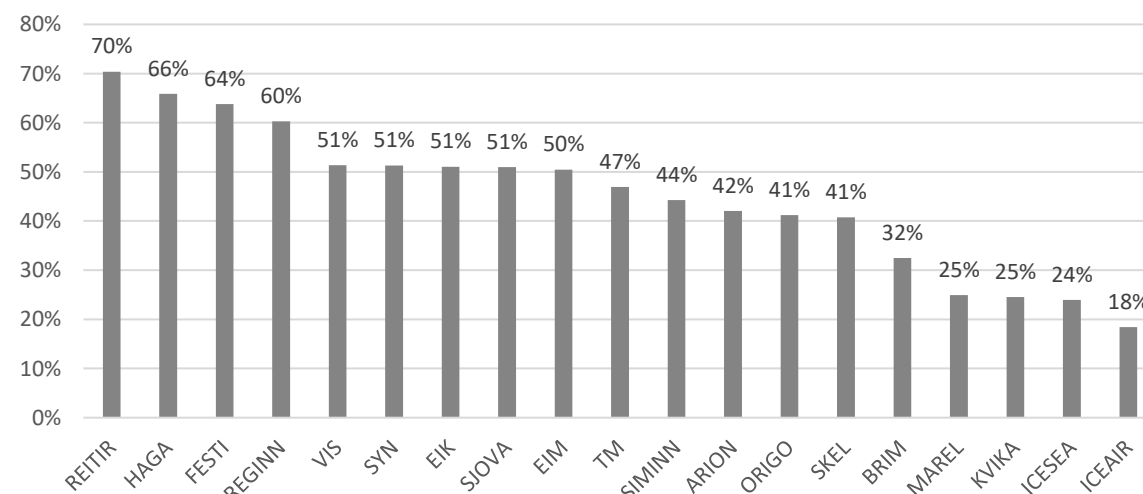
# Lífeyrissjóðirnir og hlutabréfamarkaðurinn

- Í skýrslu starfshóps fjármála- og efnahagsráðherra um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða frá 2017 er bent á að:
  - „Smæð íslenska markaðarins sníður lífeyrissjóðunum þröngan stakk. Raunar er fyrirsjáanlegt að ekki verði með góðu móti hægt að ávaxta jafnhátt hlutfall eigna sjóðanna innanlands og nú er gert vegna mikillar stækkunar þeirra. Það eitt og sér gerir aukna erlenda fjárfestingu óhjákvæmilega. Ljóst hefur verið lengi að innlendir markaður myndi fyrr eða síðar ekki nægja stækkandi lífeyrissjóðakerfi“
- Íslenskir lífeyrissjóðir eru ráðandi hluthafar á íslenskum hlutabréfamarkaði í dag
  - Áætlað er að lífeyrissjóðirnir eigi í kringum 40% allra hlutabréfa á aðalmarkaði Kauphallarinnar.

Eignarhald lífeyrissjóða á íslenska markaðanum



Áætlaður eignarhlutur lífeyrissjóða - 31.3.2021



**Heimild:** Unnið úr hlutahafalistum kauphallarinnar um 20 stærstu eigendur hvers félags  
Tölurnar háðar þeim takmörkunum að ef lífeyrissjóður er ekki einn af 20 stærstu hluthöfnum þá telur hann ekki með.

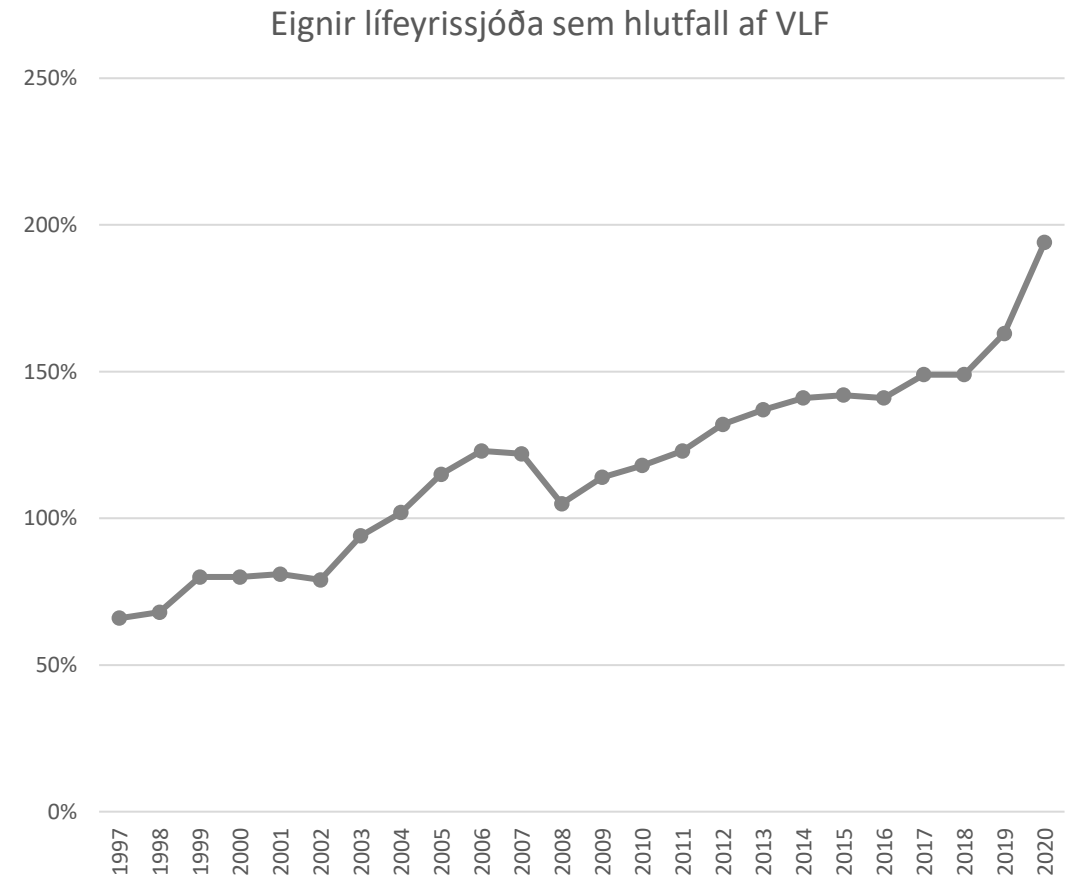
# Rýmka hámarkið: Mögulegar áhyggjur

Spurningar og svör

# Halda hámarkinu eða rýmka hámarkið?

## Áhrif á hagvöxt og verðbólgu

- **Mögulegar áhyggjur:** Lífeyrissjóðirnir gætu fjárfest í auknum mæli erlendis, gætu tekið minna þátt innanlands og fjármagn skort til að auka hagvöxt.
- **Svar:** Eignir lífeyriskerfisins hafa aukist hratt og hlutfallsleg eign þeirra sífelld stærr í litlu hagkerfi eins og áður hefur komið fram. Lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar og hafa það að markmiði að hámarka lífeyrisgreiðslur til sjóðfélaga og tryggja þeim bestu lífeyrisréttindi sem kostur er á með ávöxtun iðgjalda, áhættustýringu og hagkvæmum rekstri. Því má segja með vissu að þrátt fyrir aukið hlutfall erlendra eigna væru hagkvæm fjárfestingartækifæri á Íslandi enn álitlegur kostur fyrir lífeyrissjóði og myndi ekki endilega draga úr fjármagni sem flæðir um innlendan markað þar sem sjóðirnir stækka enn.
  - Hingað til hafa áhyggjur frekar snúist um að of mikið fjármagn hafi verið að berjast um of fá fjárfestingartækifæri innanlands og gæti því haft bóllumyndandi áhrif á innlent eignaverð. Aukið hlutfall eigna í erlendri mynt væri áhættumildandi í því samhengi og verðbólga af völdum eignabólu ólíklegri.



# Halda hámarkinu eða rýmka hámarkið?

Aukin gjaldmiðlaáhætta fyrir lífeyrissjóði

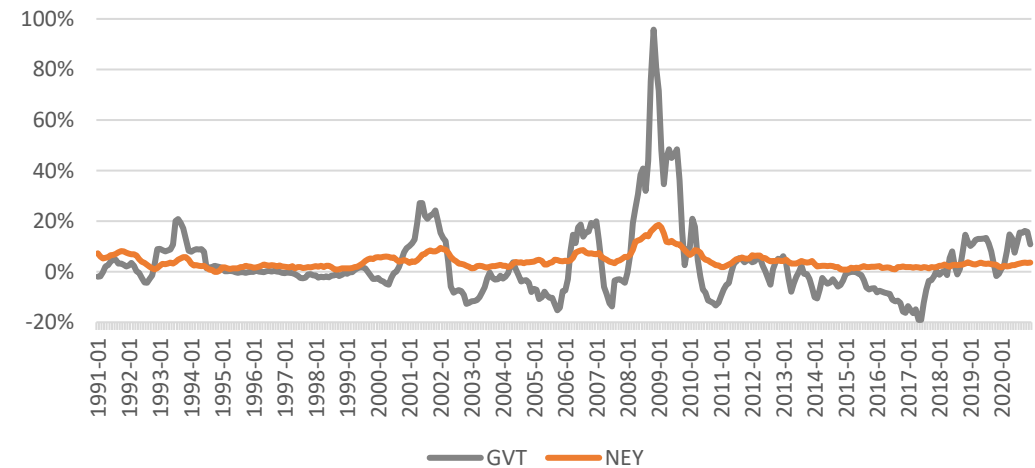
- **Mögulegar áhyggjur:** Með auknu hlutfalli eigna í erlendri mynt er stærri hluti safnsins sem verður fyrir áhrifum af sveiflum í gengi krónunnar.
- **Svar:** Aukinni gjaldmiðlaeign getur fylgt auknar sveiflur á virði eignasafns sjóða. Hins vegar getur þó aukið hlutfall eigna í erlendri mynt verið áhættumildandi þegar innlendir og/eða erlendir verðbréfamarkaðir gefa eftir. Sögulega er að jafnaði neikvæð fylgni milli ávöxtunar á verðbréfum í heimamynt og gjaldmiðlaávöxtunar. Það eru þó skammvinn dæmi um jaðartilvik þar sem allir markaðir hreyfast í sömu átt og gætu því ýkt niðursveiflu á erlendum eignum sjóðanna. Taka ber fram að aukið hlutfall eigna í erlendri mynt getur einnig haft áhættumildandi áhrif á landsáhættu og samþjöppunaráhættu.

# Halda hámarkinu eða rýmka hámarkið?

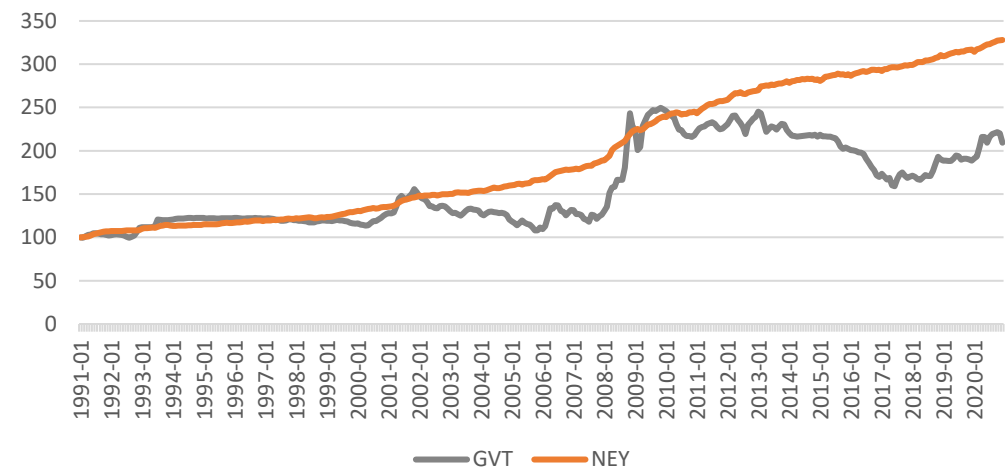
Aukin ósamræmisáhætta fyrir lífeyrissjóði

- **Mögulegar áhyggjur:** Skuldbindingar lífeyrissjóðanna eru verðtryggðar og aukið vægi eigna í erlendri mynt gæti valdið ósamræmi milli eigna og skuldbindinga.
- **Svar:** Sögulega hefur verið mikil fylgni milli gengis krónunnar og verðbólgu. Því hafa eignir í erlendri mynt oft verið verðbólguvörn.
  - Sögulega hefur verið jákvæð fylgni gengis og verðtryggingar
    - Frá 1991 hefur 12 mánaða fylgni milli gengisvísitölu og verðbólgu verið 0,83

12 mánaða breyting vísitölu og gengis



Gengisvísitala og verðlag frá janúar 1991



# Halda hámarkinu eða rýmka hámarkið?

Aukin áhrif á gengi krónunnar

- **Mögulegar áhyggjur:** Ef lífeyrissjóðirnir þurfa að sækja á gjaldeyrismarkað með stuttum fyrirvara gæti það haft áhrif á gengi krónunnar og hún því ekki jafn stöðug.
- **Svar:** Sameiginlegir langtímahagsmunir ríkis og lífeyrissjóða eru að krónan sé stöðug. Ekki er freistandi að kaupa gjaldmiðla þegar krónan er í veikingarfasa né að selja þegar hún er í styrkingarfasa svo hagur lífeyrissjóðanna, að öðru óbreytu, er að fara á móti sveiflu í gengi krónunnar og myndi alla jafna ekki ýta undir hana heldur draga úr.

# Lög um gjaldmiðlaeign lífeyrissjóða

Halda hámarkinu eða rýmka hámarkið?

Að endingu snýr þetta um eitt markmið, að setja lífeyrissjóðum ekki of þröngar skorður sem gætu, á tímabilum, haft skaðleg áhrif á langtíma ávöxtun sjóðanna (og þar með sjóðfélaga) með því að þröngva þá mögulega í óhagkvæmari fjárfestingar og dregið úr áhættudreifingu þeirra.

Ef setja á takmarkanir á gjaldmiðlaeign ætti það að vera til áhættumildunar en ekki til að auka áhættu lífeyrissjóða.

# Heimildir og ítarefni

- Áhættudreifing eða einangrun ? eftir þá Dr. Ásgeir Jónsson og Dr. Hersir Sigurgeirsson frá 2014.
  - [https://www.lifeyrismal.is/static/files/old/LL-skyrsla\\_FINAL\\_24112014.pdf](https://www.lifeyrismal.is/static/files/old/LL-skyrsla_FINAL_24112014.pdf)
- Umfjöllun um gjaldeyrisvarnir lífeyrissjóða á bls. 73 í 1. Bindi úttektarskýrslu LL um starfsemi lífeyrissjóða í aðdraganda bankahrunsins 2008
  - [https://www.lifeyrismal.is/static/files/old/Bindi\\_1.pdf](https://www.lifeyrismal.is/static/files/old/Bindi_1.pdf)
- Kafli 13 um gjaldeyrismarkaðinn úr skýrsla Alþingis um aðdraganda og falls ísl. bankana 2008
  - <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-4/13.-kafli/>
- Skýrsla starfshóps fjármála- og efnahagsráðherra um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða frá 2017
  - <https://www.stjornarradid.is/media/fjarmalaraduneyti-media/media/frettatengt2016/skyrsla-starfshops-um-erlendar-fjarfestingar-lifeyrissjoda.pdf>
- Skýrsla starfshóps forsætisráðherra um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða frá 2018
  - <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=cee149c2-0019-11e8-9423-005056bc4d74>



Viðbótarefni

# Heildareignir samtryggingardeilda eftir eignaflokkum – í erlendum gjaldmiðlum (heimild Seðlabanki Íslands).

