

Eiga lífeyrissjóðir að beita gengisvörnum ?

Reynsla Lífeyrissjóðs sjómanna af gengisstýringu

Tryggvi Tryggvason

Forstöðumaður eignastýringar Lífeyrissjóðs
sjómanna

Efni

- Helstu kenningar um jafnvægisskilyrði á gjaldeyrismörkuðum
- Upphaf og ástæða fyrir gengisstýringu hjá Lífeyrissjóð sjómanna
- Framkvæmd gengisstýringar LS
- Árangur af gengisstýringu LS
- Rök á móti gengisstýringu
- Niðurstaða

Kenningar um jafnvægisskilyrði á gjaldeyrismarkaði

- Kenningar um jafnvægisskilyrði á gjaldeyrismarkaði gera ráð fyrir einu verði alls staðar og að verðbólgan sé eini mismunurinn. Engir högnunarmöguleikar séu til staðar og raunvextir séu þeir sömu alls staðar.

Jafnvægisskilyrði á gjaldeyrismörkuðum

1. Gengi gjaldmiðla lagar sig að veðbólguþingumun á milli landa.
- Kaupmáttarjafnvægi.
2. Nafnvextir eru samsettir úr raunávöxtun og veðbólguálagi.
Því hærri veðbólga því hærri vextir.
- Fisher áhrif.
3. Nafngengi gjaldmiðla ræðst af nafnvaxtamun milli landa.
- Alþjóðleg Fisher áhrif.
4. Munur á framvirku gengi og stundargengi skýrist af vaxtajafnvægi.
5. Framvirkt gengi er mælikvarði á stundargengi í framtíðinni.

Jafnvægiskenningar

Þýðir í raun:

Ef verðbólga er hærri í einu landi en öðru munu vextir hækka í því landi og gengi krónunnar falla til lengri tíma litið. Ekki er hægt að hafa hærri vexti en umheimurinn án þess að gengið falli.

Jafnvægisskilyrði og gengisstýring

- Þeir sem trúa á kenningar um jafnvægisskilyrði til lengri og skemmri tíma, ættu ekki að vera með neinar gjaldeyrisvarnir. Spara kostnað og fyrirhöfn.
- Skv. kenningunni mun krónan falla a.m.k. um allan vaxtamuninn og það skiptir engu máli að vera með gjaldeyrisvarnir.

Jafnvægisskilyrði

- Helsta gagnrýni á kenningar um jafnvægisskilyrði:
 - Stenst hugsanlega til mjög langs tíma litið en ekki til skemmri tíma. Þá er átt við að skemmri sé 5 ár +/-.
 - Gert er ráð fyrir því að raunvextir séu þeir sömu í heiminum. Eru það sjaldnast. Áhættuálag á mörgum gjaldmiðlum.
 - Nafngengi sveifast yfirleitt mun meira en verðbólga. Hagnaðartækifæri til skemmri tíma.

Jafnvægisskilyrði

- Eiga kenningarnar við um Ísland ?
 - Varla til skemmri tíma litið frekar en annars staðar.
 - Hugsanlega til lengri tíma litið, en ekki að öllu leyti þar sem raunvextir eru hærrí á Íslandi sökum sérstaks álags á krónuna. Kenningar standast því ekki nema að hluta til.
 - Of stutt saga á Íslandi. Krónan gefin frjáls 2001.
 - Kenningar eiga meira við á skilvirkari mörkuðum en á Íslandi.

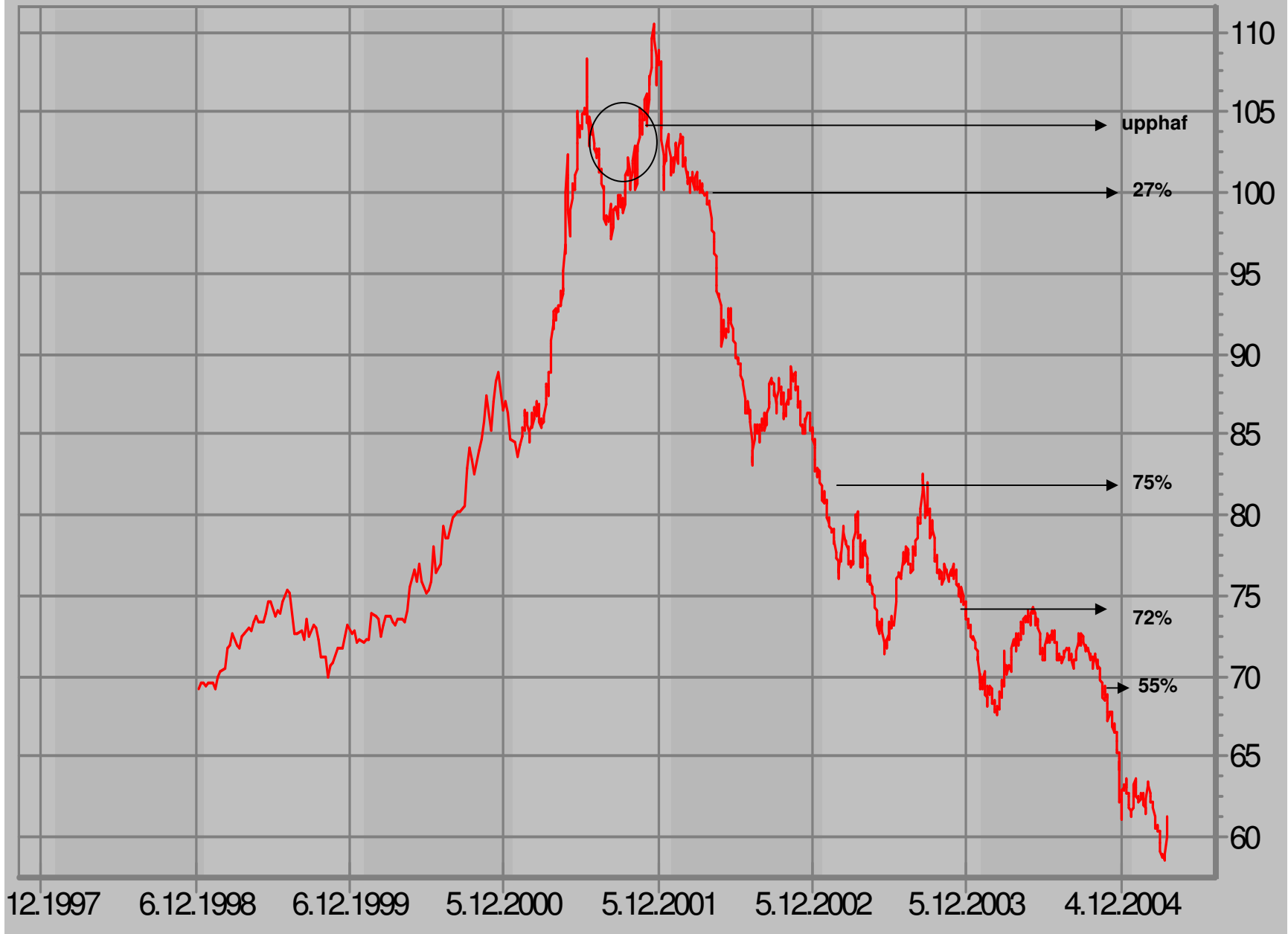
Upphaf gengisstýringar hjá Lífeyrissjóði sjómanna

Gengisstýring.

- Hugmyndin kom í kjölfar mikillar veikingar krónunnar 1999 - 2001.
- Ástæða til að loka inni mikinn gengishagnað. Dollar var í 105 kr. (framvirkt gengi á dollar í eitt ár var orðið 112 og ISK 155, framvirk gengi á ISK í eitt ár var orðið 170).
- Stjórn sjóðsins bað um utanaðkomandi ráðgjöf þ.e. hvort beita ætti gengisstýringu hjá LS.
- Niðurstaða ráðgjafa var sú að nauðsyn þótti að verja eignasafn LS fyrir gengisáhættu. Athugun leiddi í ljós að 18% af breytingum í ávöxtun safnsins sé unnt að rekja til gengisbreytinga. Nóg til þess að huga að gengisstýringu.

61,2650 1*2700 2*12%

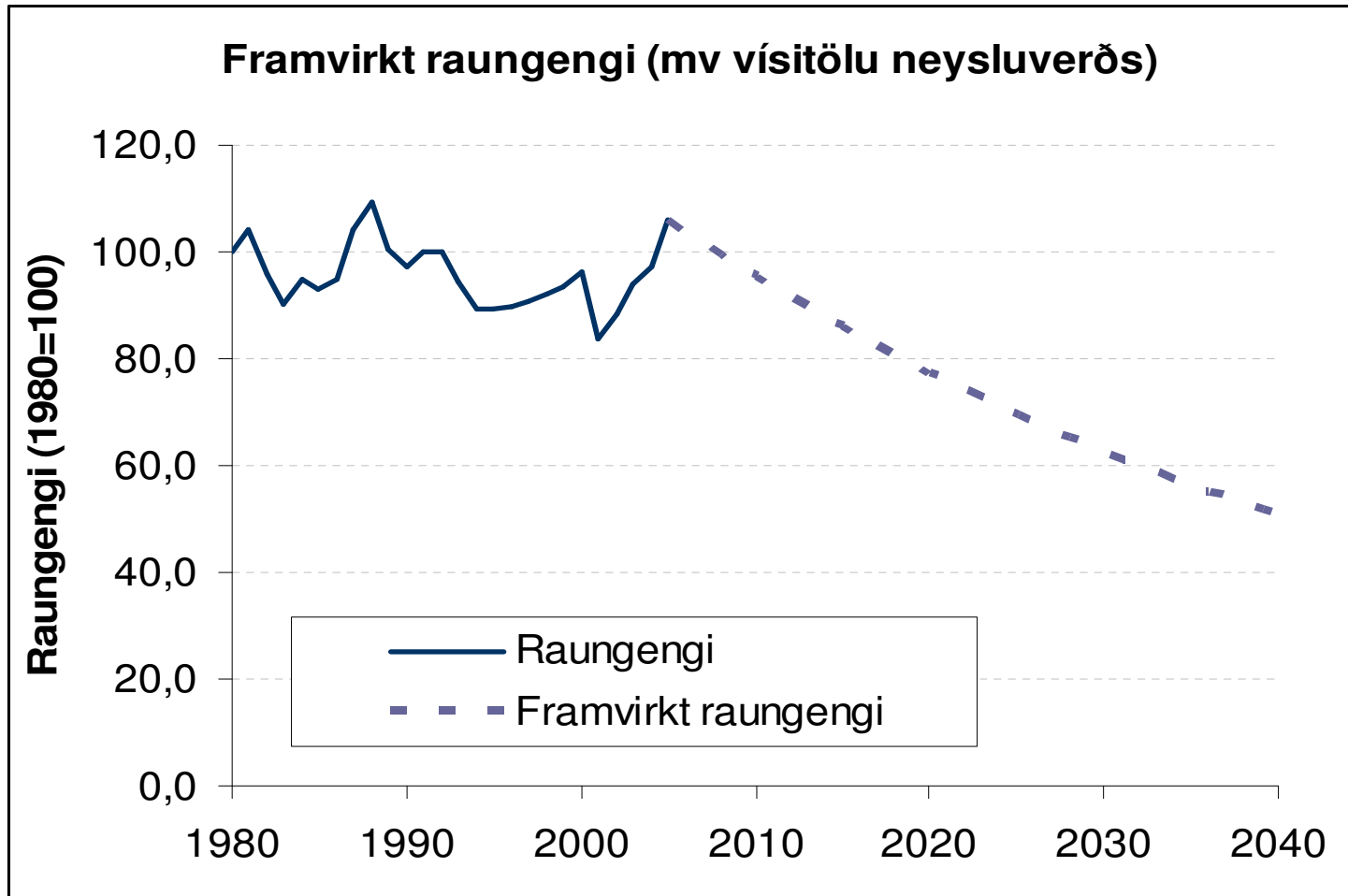
■ USDISK&RFX.Last



Gengisstýring

- Markmið með gengisstýringu hjá LS er að minnka sveiflur í ávöxtun. Flestar fræðigreinar sýna að gengisvarnir séu vel til þess fallnar að minnka áhættu.
- Framlag gjaldeyris til heildaráhættu er umtalsvert (18%). Fer vaxandi í ljósi stækkunar á erlendu eignasafni.
- Skiptar skoðanir um áhrif gengisvarna á ávöxtun. Möguleiki að auka ávöxtun vegna mikils raunvaxtamunar.

Gengisstýring



m.v. Árlegan 2,1% raunvaxtamun

Heimild: KB banki

Framkvæmd gengisstýringar

- . Val á varnarhlutfalli(hedge ratio)
- . Val á viðmiði
- . Val á stýringu
- . Tæknileg útfærsla

Val á varnarhlutfalli

- 100% vörn.
 - Óvirk stýring. Allar stöður varðar. Útrýma gengisáhættu. Engin tiltrú á fræðilegar kenningar.
- 50% vörn.
 - Virk stýring (Currency overlay.) Minnka gengisáhættu og auka ávöxtun. Meiri sveigjanleiki, nýta markaðsleitni.
- 0% vörn.
 - Óvirk stýring. Kenningar virka fullkomlega. Engin þörf fyrir gengisvarnir.

Val á varnarhlutfalli

- Ekkert eitt hlutfall rétt.
- Talið að með 50% varnarhlutfalli náist 2/3 hluti áhættuminnkunar.
- 50% hlutfall auðvelt að rökstyðja.
- Verja meira en minna vegna sérstaks álags á krónuna. 1-2% álag á krónuna. Útreikningar sýna að gengi fellur ekki um allan nafnvaxtamuninn. Fellur aðeins um verðbólguálag en ekki raunvaxtamun.
- Skoða grundvallarþætti (fundamentals)

Velja sér viðmið

- Nauðsynlegt til að mæla árangur.
- Mismunandi viðmið sem sjóðir hafa sett sér.
 - T.d viðmið samsett af 50% erlent, 50% ISK.
- LS velur ISK sem viðmið. Reynir að verja gengistap að fullu.

Val á stýringu

- Sambland af eigin stýringu og úthýsingu.
 - 80% eigin stýring, 20% úthýsing.
- Ástæða fyrir úthýsingu.
 - Nýta kosti beggja aðferðanna
 - Nauðsynlegt að geta læra af öðrum og hafa aðgang að upplýsingum.
- Af hverju ekki úthýsa allri gjaldmiðlastýringunni ?
 - Hætta á að missa tilfinningu og yfirsýn yfir gjaldmiðlastýringuna og tengsl hennar við erlenda eignasafnið.

Nýta kosti beggja aðferðanna.

Kostnaður við gengisstýringu

- Kostnaður er ein af ástæðum þess að öllu er ekki úthýst. Kostnaður við úthýsingu er með öðrum hætti en við eigin stýringu. Oft tregða hjá lífeyrissjóðum að árangurstengja þóknanir. Kostnaður getur orðið verulegur ef vel tekst til við gengisstýringuna. Mikilvægast að horfa á árangur eftir kostnað.
- Algengast er að árangursþóknun við úthýsingu sé 10% - 20% af hagnaði.
- Í dag er gengisstýring hluti af daglegri eignastýringu sjóðsins.

Tæknileg útfærsla við gengisstýringu hjá LS

- Brjótum eignasafnið niður á myntir og berum saman við gengisvog ISK.
- Annars vegar stýring á erlendum myntum og hins vegar ISK.

Samanburður á erlendu eignasafni og gengisvog

	VX	Eignasafn	Gengisvog	Mismunur
Dollar	3,1%	62%	28%	34%
Evra	2,2%	16%	44%	-28%
Yen	0,0%	10%	4%	6%
Pund	5,1%	8%	15%	-7%
Sv.Fr.	0,8%	4%	9%	-5%
Samtals		100%	100%	0%

Aðgerðir

- Erlend stýring:
 - Selja dollar á móti evru.
 - Selja yen á móti pundi.
 - Erlenda safnið í samræmi við gengisvogina.
- Stýring ISK
 - Seljum gengisvog á móti ISK. Magn ræðst af varnarhlutfalli (hedge ratio)

Samanburður á breyttu erlendu eignasafni og gengisvog

	Safn	aðferðir	Nýtt safn	Viðmið	Mism.
USD	62%	-28%	34%	28%	6%
Evrur	16%	28%	44%	44%	0%
Yen	10%	-6%	4%	4%	0%
Pund	8%	6%	14%	15%	-1%
Sv.Fr.	4%		4%	9%	-5%
Vegnir vx	2,7%		2,8%	2,7%	

Samsetning mynta eftir breytingu á erlendu eignasafni

	Nýtt safn	Viðmið	Mismunur
USD	17%	14%	3%
Evrur	22%	22%	0%
Yen	2%	2%	0%
Pund	7%	8%	-1%
Sv.Fr	2%	4%	-2%
ISK	50%	50%	0%
Vegnir vx	5,92%		

Árangur gjaldmiðlastýringar

	Hagnaður samninga	Varnar hlutfall	Árangur	
2001	-136.629	27%	-0,3%	
2002	944.909	75%	2,1%	
2003	532.490	72%	1,1%	
2004	812.552	55%	1,3%	
Samtals	2.153.322		4,2%	

Rök á móti gengisstýringu

- Gengið mun aðlaga sig til lengri tíma.
- Óþarfa kostnaður
- Áhættudreifing að vera með eignir sjóðanna í fleiri en einni mynt. Raungengi getur fallið mikið vegna breytinga á grundvallarþáttum, t.d. v/aflabrests.
- Stór hluti neysluvarnings á Íslandi er innfluttur. Fjárfestar ættu að nota erlendar fjárfestingar sem áhættutryggingu gagnvart verðbreytingum á erlendum neysluvörum og gengisbreytingum.
- Íslenska krónan lítil og veik mynt.

Gengisstýring

- Niðurstaða
 - Ég tel að lífeyrissjóðir eigi að huga að gengisstýringu.
 - Sjálfsagður hluti af eignastýringu sjóðanna.
 - Vera meðvitaðir um þessa breyту í ávöxtun sjóðanna.
 - Gjaldmiðlaáhætta er orðinn stór hluti af áhættu sjóðanna, óhjákvæmilegt að stýra þeirri áhættu.
 - Jafnvægiskenningar standast varla fullkomlega til skemmri né lengri tíma.
 - Stuðla að minni sveiflum (áhættu) og hærri ávöxtun.