



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 17

(2011–2012)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 17

(2011–2012)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2011

Innhold

Del I	Forvaltningen av Statens pensjonsfond	7	4.3	Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen	85
			4.4	Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis	90
1	Innledning	9			
2	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland ...	13	5	Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond	107
2.1	Bakgrunnen for investeringsstrategien	13	5.1	Innledning	107
2.2	Ny strategisk referanseindeks for obligasjoner	19	5.2	Nye regnskapsregler for Folketrygdfondet	107
2.3	Ny geografisk fordeling av den strategiske referanseindeksen for aksjer	30			
2.4	Ny geografisk fordeling	44			
2.5	Rebalansering	45			
2.6	Mulige virkninger av klimaendringer for investeringsstrategien	51			
2.7	Enkelte temaer for videreutvikling av investeringsstrategien	54			
3	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge ..	60			
3.1	Bakgrunnen for investeringsstrategien	60			
3.2	Investeringsstrategien	60			
4	Oppfølgingen av forvaltningen	63			
4.1	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	63			
4.2	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge	78			
				Del II	
				Temaartikkel	109
				6	Avkastningen i aksjemarkedet
			6.1	Innledning	111
			6.2	Avkastningen siden 1998	111
				Vedlegg	
			1	Statens pensjonsfond utland – regler for rebalansering av referanseindeksen	114
			2	Statens pensjonsfond utland – fremvoksende markeder i ny strategisk referanseindeks for obligasjoner	117
			3	Statens pensjonsfond utland – strategisk referanseindeks for aksjer	124
			4	Ord og uttrykk	127
			5	Historiske tabeller	134
			6	Utviklingen av investeringsstrategien for SPU	136
			7	Referanser	139



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 17

(2011–2012)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011

*Tilråding fra Finansdepartementet 30. mars 2012,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

Del I
Forvaltningen av Statens pensjonsfond

1 Innledning

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). De to delene av fondet forvaltes av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet innenfor mandater fastsatt av Finansdepartementet.

I denne meldingen legger Finansdepartementet fram resultater og vurderinger knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011. Samtidig legges det fram planer for videreutvikling av fondets investeringsstrategi i tråd med det som ble varslet i Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Det gjøres også rede for arbeidet med å utvikle rammeverket for forvaltningen.

En langsiktig og god forvaltning av landets petroleumsformue

Da regjeringen Bratteli i 1974 fremmet den første omfattende meldingen til Stortinget om innpassing av petroleumsvirksomheten i norsk økonomi ble det satt som ambisjon at oljeinntektene i første rekke skulle nyttes til å utvikle «et kvalitativt bedre samfunn», jf. St.meld. nr. 25 (1973–74) Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn. Det ble lagt vekt på å «unngå at resultatet bare blir en rask og ukontrollert vekst i bruken av materielle ressurser uten at samfunnet ellers blir endret».

En erkjente også tidlig at de store innbetalingene fra petroleumsvirksomheten ikke er inntekter i vanlig forstand, men i betydelig grad har motstykke i nedbygging av en ikke-fornybar ressurs. For å sikre langsiktig balanse i økonomien var det derfor viktig å begrense bruken av statens oljeinntekter. Dette tilsa at det i perioder ville være nødvendig å investere deler av innbetalingene fra petroleumsvirksomheten utenfor Norge.

Fram til midten av 1990-tallet ble en betydelig del av innbetalingene fra petroleumsvirksomheten brukt løpende over statsbudsjettene, men også til å betale ned på statsgjelden. Statens petroleumsfond ble etablert ved lov i 1990, og den første avsetningen til fondet ble foretatt i 1996. I 2006

ble fondets navn endret til Statens pensjonsfond utland (SPU).

Utsikter til store inntekter fra petroleumssektoren og en kraftig økning i fondskapitalen fra årtusenskiftet tilsa at det ble laget retningslinjer for en langsiktig og planmessig bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet. I St.meld. nr. 29 (2000-2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken ble handlingsregelen presentert.

Verdien av SPU er nå i samme størrelsesorden som anslaget på nåverdien av forventede innbetalinger fra petroleumssektoren i framtiden. Utvinning og salg av landets petroleumsressurser gir store løpende innbetalinger til staten. Den delen av statens løpende innbetalinger fra petroleumssektoren som ikke brukes over statsbudsjettet, investeres i finansielle eiendeler i SPU. Over tid innebærer det at statens formue blir mindre avhengig av utviklingen i olje- og gassprisene.

Erfaringene viser at vi har evnet å legge til rette for en langsiktig og god forvaltning av landets petroleumsformue slik at den kan komme både dagens og kommende generasjoner til gode. En tredjedel av den samlede verdien av statens nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten er gjenværende petroleumsressurser på vår kontinentalsokkel, en tredjedel er plassert i utlandet gjennom investeringene i SPU og den resterende tredjedelen er enten brukt løpende over statsbudsjettene eller spart på annen måte. Kapitalen i fondet utgjorde ved årsskiftet over 3 300 mrd. kroner. Regjeringen legger vekt på en trygg og langsiktig forvaltning av våre felles sparepenger, slik at vi skal kunne virkeliggjøre visjonen om et kvalitativt bedre samfunn med trygghet for den enkelte og solidaritet mellom generasjonene.

Strategien for forvaltningen av fondet er innrettet ut fra hvordan ulike investeringsvalg forventes å virke på lang sikt. Avkastningen i fondet vil avhenge av en bærekraftig utvikling globalt, både i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, og av velfungerende, legitime og effektive finansmarkeder.

Omskiftelige markeder

I 2011 var avkastningen på plasseringene i SPU -2,5 pst. før fradrag for forvaltningskostnader og målt i fondets valutakurv. Målt i norske kroner var avkastningen -1,4 pst., men utviklingen i norske kroner påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft. Norges Banks forvaltningskostnader reduserte avkastningen med 0,08 prosentenheter. Avkastningen av plasseringene i SPN var -3,9 pst. før fradrag for forvaltningskostnader. Folketrygdfondets forvaltningskostnader reduserte avkastningen med 0,08 prosentenheter.

Norges Bank oppnådde en avkastning som var 0,1 prosentenheter lavere enn referanseindeksen som forvaltningen av SPU måles mot. Folketrygdfondet oppnådde en avkastning som var 1,3 prosentenheter høyere enn referanseindeksen for SPN.

Resultatet i 2011 er preget av stor usikkerhet i finansmarkedene om vekstutsiktene for verdensøkonomien. Statsgjeldskrisen i Europa virket også negativt inn på hvor stor risiko investorene var villige til å ta. Dette ga seg særlig utslag i nedgang i det europeiske aksjemarkedet.

Siden 1998 har den årlige avkastningen av SPU variert mellom -23,3 pst. og 25,6 pst., og avkastningen av SPN har variert mellom -25,2 pst. og 33,5 pst. Også i den aktive forvaltningen varierer de oppnådde resultatene fra år til år. Over tid har både Norges Bank og Folketrygdfondet skapt merverdier i forvaltningen.

Resultatene understreker at vi må være forberedt på at verdien av Statens pensjonsfond varierer betydelig fra år til år. Tall fra Norges Bank viser at vi må regne med at svingninger i verdien av SPU fra ett år til det neste på 10 pst. (for tiden vel 300 mrd. kroner) vil være vanlige. Tilsvarende tall fra Folketrygdfondet viser at årlige svingninger i verdien av SPN på nærmere 17 pst. (for tiden om lag 22 mrd. kroner) vil være vanlige.

Statens pensjonsfond har høy evne til å tåle slike svingninger. Investeringsstrategien sikter ikke mot at svingningene i verdien av fondet skal bli minst mulige. En strategi med dette som formål, ville gitt vesentlig lavere forventet avkastning over tid. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren må ta ut store midler på kort varsel. Dette gir fondet sterkere evne til å bære risiko enn mange andre investorer.

Siden 1997 har den årlige realavkastningen av investeringene i SPU i gjennomsnitt vært 2,7 pst. Dette er lavere enn departementets anslag om en langsiktig realavkastning på 4 pst., men er likevel godt innenfor den usikkerhet en må regne med.

Fondets realavkastning er nærmere omtalt i kapittel 2, jf. boks 2.1.

Betydningen av en bredt forankret og åpen forvaltning

Det er viktig at vi evner å holde fast ved en langsiktig investeringsstrategi i perioder med uro i finansmarkedene. Høy oppslutning om hvordan Statens pensjonsfond forvaltes gir gode forutsetninger for en langsiktig forvaltning. Stortingets behandling av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond er en del av dette.

Åpenhet er en forutsetning for at det skal være bred tillit til forvaltningen av Statens pensjonsfond. Den risikoen som tas i forvaltningen, må legges fram på en god måte. Denne meldingen, sammen med den løpende rapporteringen fra Norges Bank og Folketrygdfondet, er ment å bidra til dette.

God langsiktig forvaltning krever et kontinuerlig arbeid...

Departementets ambisjon er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Dette innebærer at vi må identifisere ledende praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen og strekke oss mot dette.

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning over tid, innenfor rammen av moderat risiko. Investeringsstrategien bygger på at det å ta risiko gir betalt i form av høyere forventet avkastning, en såkalt risikopremie, over tid. Departementet legger vekt på å utnytte fondets evne til å bære risiko ved å bygge på fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor.

Statsobligasjoner regnes normalt blant de tryggeste investeringene i verden. Gjeldskrisen i enkelte europeiske land har imidlertid vist at investorene mener at utvalget av statsobligasjoner som kan fylle en slik rolle for tiden er mer begrenset enn før. Det er krevende å avdekke alle former for risiko i forkant. God spredning mellom enkeltland og regioner vil redusere fondets sårbarhet.

I Meld. St. 15 (2010-2011) konkluderte departementet med at valutarisikoen synes å være mindre enn tidligere antatt, og at det ikke lenger er grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa. Det ble i meldingen også sagt at en geografisk fordeling i samsvar med markedsverdier er et naturlig utgangspunkt for sammensetning av fondets aksjeportefølje, men at hensyn som investerbarhet, konsentrasjonsrisiko og forventninger til avkastning og risiko i ulike

markeder ville være andre relevante hensyn. Departementet skrev dessuten at et aktuelt spørsmål var om andelen av fondet som investeres i framvoksende markeder, burde øke mer enn det som følger av markedsutviklingen og en nedvekting av Europa.

I tråd med det vi varslet i fjor, legges det i denne meldingen fram følgende planer for endring av investeringsstrategien i SPU:

- ny referanseindeks for SPUs obligasjonsinvesteringer med BNP-vekting av statsobligasjoner og forenkling av indeksen ved at enkelte delmarkeder tas ut. Gjennomføringen av disse endringene er påbegynt. Videre legges det opp til å utvide referanseindeksen til å inkludere statsobligasjoner fra framvoksende økonomier.
- ny geografisk fordeling for SPUs aksjeinvesteringer som i større grad enn før er basert på markedsvekter. Det legges opp til å redusere andelen i Europa med om lag 10 prosentenheter. Andelen framvoksende økonomier øker med om lag 2 prosentenheter.
- det presenteres også planer for en endring i systemet for rebalansering av fondets aksjeandel.

I avsnittene 2.2-2.4 i denne meldingen er det redegjort for de planlagte endringene i referanseindeksen for SPUs obligasjonsinvesteringer og i den geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer.

Avsnitt 2.5 gjør rede for reglene for rebalansering av SPU. Verdien av aksje- og obligasjonsporteføljene vil utvikle seg ulikt uten at Norges Bank kjøper eller selger verdipapirer. Finansdepartementet har derfor fastsatt regler for Norges Banks forvaltning som sørger for at andelen aksjer ikke avviker for mye fra den valgte aksjeandelen på 60 pst. Disse reglene er av betydning for den samlede risikoen i fondet. Erfaringene med fondets rebalanseringsregler er gode. De bidro blant annet til særlig store aksjeinvesteringer gjennom perioder med fallende aksjekurser på begynnelsen av 2000-tallet og under finanskrisen i 2008-2009. Samtidig er det naturlig å vurdere om reglene kan forbedres. Den nye geografiske fordelingen av fondets investeringer og endringene av obligasjonsindeksen tilsier også at rebalanseringsreglene justeres.

...basert på langsiktige vurderinger av avkastning og risiko

Fondets investeringsstrategi er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang

sikt. Endringer i strategien må ses i et langsiktig perspektiv. Det er ikke ønskelig at vi gjør om på strategien raskt eller for ofte. Strategien kan ikke utformes på bakgrunn av dagsaktuelle temaer i finansmarkedene.

Departementet søker å legge til rette for en bred debatt om viktige sider ved fondets investeringsstrategi. Vesentlige endringer legges fram for Stortinget. En grundig beslutningsprosess er en styrke for investeringsstrategien. Samtidig begrenser det hvilke typer beslutninger om strategien departementet kan ta. For eksempel vil det neppe være mulig å fatte raske beslutninger om å øke eller redusere investeringene i aksjer avhengig av om de framstår som «billige» eller «dyre».

Fondets størrelse legger uansett begrensninger på muligheten til å gjøre store skift i fondets sammensetning.

Avkastningen av Statens pensjonsfond vil over tid avhenge av en bærekraftig økonomisk utvikling. Fondet skal bidra gjennom en ansvarlig investeringspraksis basert på god selskapsstyring og respekt for miljømessige og samfunnmessige sider ved investeringene. Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder fondets uttrekksmekanisme og eierskapsutøvelse, er en integrert del av forvaltningen. Statens pensjonsfond er imidlertid ikke egnet til å ivareta alle typer forpliktelser, og fondet skal ikke være et instrument i utenrikspolitikken. Norske myndigheter har andre virkemidler til rådighet som ofte vil være mer målrettede enn det føringer på fondets investeringer kan være.

En god styringsstruktur er en forutsetning for en god forvaltning

I det videre arbeidet med å utvikle investeringsstrategien vil departementet legge særlig vekt på å utnytte fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor med forholdsvis lavt likviditetsbehov. Det vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko ytterligere.

Fondets styringsstruktur må avspeile investeringsstrategien. På noen områder vil det være nødvendig å tilpasse styringssystemet til nye investeringsformer. Et eksempel på dette er inkluderingen av eiendomsinvesteringer i SPU. For slike investeringer gir det ikke mening å skille mellom aktiv og passiv forvaltning, og beslutningene om investeringsstrategien må i større grad delegeres til forvalteren.

Samtidig må viktige beslutninger om risiko i forvaltningen forankres hos fondets eiere, representert ved departementet, regjeringen og Stor-

tinget. Denne avveilingen er søkt ivare tatt ved at beslutninger som har vesentlig betydning for risikonivået i fondet, legges fram for Stortinget før de gjennomføres, samtidig som reguleringen av fondet i form av mandater fra departementet til henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet er prinsippbasert og rammepreget.

Oppsummering

Omplasseringen av statens formue fra petroleumsressurser i bakken til fordringer på utlandet gjennom investeringene i SPU bidrar til bedre spredning av statens formue. Når olje og gass selges og staten investerer i aksjer og obligasjoner gjennom SPU, reduseres svingningene i den samlede formuen som består av petroleum og fondet.

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. En sentral forutsetning for strategien er at det forventes høyere gjennomsnittlig avkastning over tid av aksjeinvesteringer

enn av investeringer i obligasjoner. Størrelsen på denne meravkastningen, eller aksjerisikopremien, er imidlertid usikker og vil variere fra tiår til tiår.

Utviklingen i perioden siden 1996 har vært spesiell. Økningen i oljeprisene har vært sterk. Avkastningen av obligasjonsinvesteringene har vært historisk høy, mens avkastningen av aksjeinvesteringene har vært lav. Samlet sett har utviklingen vært gunstig. Verdien av SPU er blitt vesentlig høyere enn det vi så for oss i 2001, da handlingsregelen ble etablert. I Revidert nasjonalbudsjett 2001 ble det anslått at SPU skulle nå en størrelse på om lag 2 100 mrd. kroner i 2010, mens den faktiske verdien ble nær 3 100 mrd. kroner. Det gjenspeiler at oljeprisen har steget markert fra 2001.

Erfaringene med forvaltningen av petroleumsformuen er så langt gode. Forvaltningen av Statens pensjonsfond er en del av dette. Ved å bygge videre på en langsiktig og god forvaltning av fondet kan vi sørge for at landets petroleumsinntekter kan komme alle generasjoner til gode.

2 Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland

2.1 Bakgrunnen for investeringsstrategien

2.1.1 Innledning

Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter. En langsiktig og trygg forvaltning av fondet bidrar til å sikre at petroleumsformuen kan komme både dagens og kommende generasjoner til gode.

Statens pensjonsfond er et instrument for generell sparing. Fondet har ikke klart definerte forpliktelser i fremtiden. Siktemålet med investeringene er å oppnå en høyest mulig kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko. En ansvarlig investeringspraksis støtter opp under dette.

I dette kapitlet drøftes investeringsstrategien for SPU, mens strategien for SPN behandles i kapittel 3.

2.1.2 Hovedtrekk ved investeringsstrategien

SPUs investeringsstrategi er avledet av fondets særtrekk og antakelser om finansmarkedenes virkemåte. Finansdepartementet som fondets eier og Norges Bank som forvalter har over tid utviklet en investeringsstrategi som særlig kjenne-tegnes ved:

- å tjene på risikopremier over tid,
- å spre investeringene,
- å utnytte fondets lange investeringshorisont,
- en ansvarlig investeringspraksis,
- kostnadseffektivitet,
- et moderat innslag av aktiv forvaltning og
- en klar styringsstruktur.

Forvaltningen av SPU er basert på at en må akseptere en viss risiko for å oppnå en tilfredsstillende forventet avkastning over tid. I finansmarkedene belønnes investorer som er villige til å ta risiko med en høyere forventet avkastning. Denne forventede meravkastningen kalles en *risikopremie*. Forvaltningen sikter ikke mot at svingningene i

fondets avkastning skal bli minst mulige. En strategi med dette som formål ville gitt vesentlig lavere forventet avkastning.

SPU har en høyere evne til å bære risiko enn mange andre investorer. Det må blant annet ses i sammenheng med at fondet ikke har klart definerte forpliktelser i fremtiden og den lange tidshorisonten. Hva som er et riktig risikonivå for fondet, vil avhenge av risikotoleransen til eierne, representert ved politiske myndigheter. Stortingets tilslutning i 2007 til Regjeringens plan om å øke aksjeandelen til 60 pst., har bidratt til å definere hva som er et akseptabelt nivå for risikoen i fondet.

Ved å *spre investeringene* på mange verdipapirer kan den samlede risikoen bli lavere enn risikoen i hver enkelt investering. Den risikoen som ikke kan fjernes gjennom risikospredning, kalles systematisk risiko. En viktig innsikt fra finansteorien er at risikopremier er knyttet til systematisk risiko. Det betyr at forventet avkastning på en investering langt på vei blir bestemt av det bidraget investeringen gir til den systematiske risikoen i en portefølje, og ikke av risikoen ved investeringen isolert sett. Risikospredning kan derfor redusere risikoen i en portefølje uten at forventet avkastning reduseres. Det gir et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko.

Investeringene i SPU er spredt på flere aktiva-klasser. Investeringsstrategien innebærer at om lag 60 pst. av kapitalen er investert i aksjer. Resterende kapital investeres i obligasjoner, med unntak av en andel på inntil 5 pst. som investeres i eiendom.

Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner er spredt på markeder i mange land. I hvert marked er investeringene fordelt på en rekke enkelt-selskaper og utstedere.

I avsnitt 2.2 og 2.3 gjøres det rede for henholdsvis endringer i referanseindeksen for SPUs obligasjonsinvesteringer og for planene om å endre den geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer. Samlet sett bidrar disse endringene til at investeringene i SPU spres enda bredere på ulike land og regioner.

SPU har en svært *lang tidshorisont*. Det er lite sannsynlig at staten vil behøve å ta ut store beløp

fra fondet på kort tid. Fondet er heller ikke avhengig av kortsiktig finansiering eller underlagt reguleringer som kan tvinge fram salg på uønskede tidspunkter. Bred oppslutning om den langsiktige investeringsstrategien styrker evnen til å holde fast ved den også i perioder med stor uro i markedene.

Den lange tidshorisonen gjør det lettere å tåle betydelige svingninger i fondets avkastning fra år til år. Langsiktigheten støtter opp under beslutningen om å investere 60 pst. av fondet i aksjer. Aksjeplasseringene ventes å gi vesentlige bidrag til avkastningen over tid, men de fører også til større svingninger i resultatene.

Fondets regler for rebalansering innebærer at en opprettholder aksjeandelen også i perioder da aksjekursene har falt mye. Omtalen av rebalanseringsreglene i avsnitt 2.5 peker på at også denne delen av den langsiktige investeringsstrategien er en måte å dra nytte av fondets langsiktighet på.

Investeringsstrategien er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Forventet realavkastning for fondet på lang sikt omtales nærmere i boks 2.1.

SPU utnytter også langsiktigheten ved å investere i aktiva som er mindre omsettelige. Fondets investeringer i eiendom er et eksempel på det.

SPU skal følge en *ansvarlig investeringspraksis* som fremmer god selskapsstyring og tar hensyn til samfunnsmessige og miljømessige forhold, i tråd med beste praksis internasjonalt. En ansvarlig investeringspraksis støtter opp under målet om å oppnå god avkastning over tid. En ansvarlig forvaltning er også viktig for at den norske befolkningen skal støtte opp om forvaltningen. Fondets rolle som ansvarlig investor kommer blant annet til uttrykk i retningslinjer for å observere og utelukke selskaper som ikke etterlever en etisk minstestandard. Etikkrådet for SPU gir råd til departementet om observasjon eller utelukkelse av selskaper basert på disse retningslinjene.

Norges Bank utøver fondets eierskap i ulike selskaper for å bidra til økt sammenfall mellom selskapenes interesser og SPU's interesser som langsiktig investor. Arbeidet med eierskapsutøvelse, utelukkelse og observasjon i 2011 er nærmere omtalt i avsnitt 4.4.

Både Finansdepartementet som fondets eier og Norges Bank som forvalter deltar i ulike internasjonale fora der beste praksis for ansvarlige investeringer drøftes og videreutvikles. Departementet har i 2011 deltatt sammen med andre store investorer i et internasjonalt forskningsprosjekt om langsiktige konsekvenser av klimaendringer for globale kapitalmarkeder. Prosjektet har utredet mulige conse-

kvenser av klimaendringer for SPU's investeringsstrategi, jf. omtale i Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 og i avsnitt 2.6 i denne meldingen.

Det legges vekt på at forvaltningen av fondet skal være *kostnadseffektiv*. Sammenlikninger med andre store fond viser at Norges Banks forvaltningskostnader er relativt lave. Fondets størrelse gjør det mulig å utnytte stordriftsfordeler. Over tid har forvaltningskostnadene målt som andel av fondskapitalen falt, jf. omtalen i avsnitt 4.1. Stordriftsfordelene vil trolig kunne bli enda større i unoterte markeder fordi Norges Bank kan bygge opp egen kompetanse og få tilgang til de mest effektive investeringsmåtene. Bankens investeringer i eiendom sammen med ledende etablerte aktører er et eksempel på det.

Mandatet for SPU inneholder overordnede rammer for forvaltningen i form av referanseindekser for aksjer og obligasjoner og rammer for avvik fra disse indeksene. Norges Bank skal innenfor disse rammene søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Rammene innebærer et *moderat innslag av aktiv forvaltning* i fondet.

Fondets referanseindekser er basert på ledende, lett tilgjengelige indekser. De gjenspeiler i stor grad investeringsmulighetene i de globale aksje- og obligasjonsmarkedene. Avkastningen av indeksene gir uttrykk for den generelle utviklingen i finansmarkedene. I verdens store, velfungerende finansmarkeder vil ny offentlig informasjon raskt reflekteres i prisene. Forvaltningen bygger derfor på at risikoen i fondet over tid i all hovedsak følger av utviklingen i de referanseindeksene departementet har fastsatt. Rommet for aktiv forvaltning må ses i lys av dette.

Norges Bank har tre typer strategier for aktiv forvaltning. Fondets midler skal investeres i henhold til referanseindeksene på en effektiv måte. Dette omfatter blant annet effektiv tilførsel av ny kapital til fondet og minimering av unødvendige transaksjonskostnader som følge av endringer i indeksen. Norges Bank legger videre opp til at deres forvaltere vil analysere enkeltaksjer eller -obligasjoner for å identifisere investeringer de mener er priset for lavt, og som de venter vil gi god avkastning over tid. Kunnskap om bransjer og enkeltelskaper er en viktig del av denne strategien. Dessuten tar Norges Bank investeringsbeslutninger etter analyser av såkalte systematiske risikofaktorer. Slike risikofaktorer er nærmere beskrevet i avsnitt 2.7 (for aksjer) og 2.2 (for obligasjoner). Avsnitt 4.1 illustrerer innslaget av systematiske risikofaktorer i den aktive forvaltningen av fondet.

Boks 2.1 Realavkastningen av Statens pensjonsfond utland

Handlingsregelen for budsjettpolitikken innebærer at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet skal øke gradvis over tid, om lag i takt med forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland (SPU). Handlingsregelen er en retningslinje for bruk av statens petroleumsinntekter gjennom mange tiår framover. I tråd med dette er forventningen om 4 pst. realavkastning ment å gjelde for et tidsrom som er langt nok til å inneholde mange oppgangs- og nedgangsperioder i finansmarkedene.

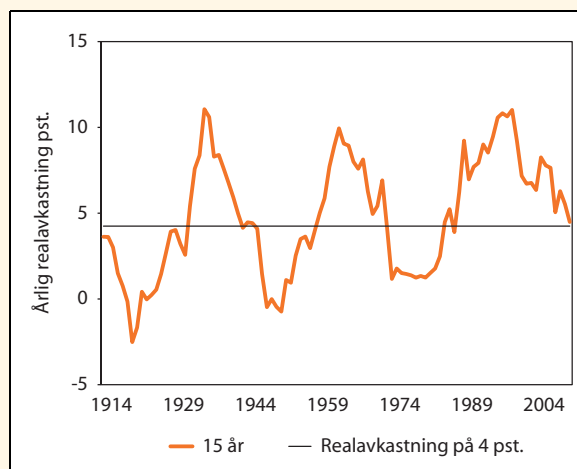
Realavkastning siden 1997

For perioden 1997 til 2011 har realavkastningen av SPU vært 2,7 pst. i gjennomsnitt per år.¹ Dersom vi også tar med realavkastningen så langt i 2012 (fram til midten av mars), stiger gjennomsnittlig årlig realavkastning fra 2,7 pst. til i overkant av 3 pst. Avkastningen i disse 15 årene er godt innenfor det en må regne som normale svingninger rundt en forventning på 4 pst.

Figur 2.1 viser gjennomsnittlig årlig realavkastning over rullerende 15-årsperioder for en portefølje sammensatt av 60 pst. aksjer og 40 pst. statsobligasjoner med lang tid til forfall i tiden 1900–2011. Gjennomsnittlig realavkastning har vært 4,8 pst. per år, men gjennomsnittet over 15-årsperioder har variert mye.

Obligasjoner

Finansdepartementet har i tidligere meldinger til Stortinget presentert analyser av langsiktig realavkastning av SPU, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009, St. Meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008 og St. Meld. nr. 16 (2007–2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007. I analysen har anslaget vært vel 4 pst. Anslag på framtidige realavkastning er forbundet med stor usikkerhet. Anslaget har tatt utgangspunkt i en forventning om en gjennomsnittlig realavkastning på statsobligasjoner på 2,5 pst. Dette er beskrevet som en ubetinget forventning, i den forstand at en ikke har basert anslaget på dagens markedspriser og -renter, men på hva som kan forventes i en normalsituasjon, eller i en situasjon med likevekt i økonomien.



Figur 2.1 Gjennomsnittlig årlig realavkastning over rullerende 15-årsperioder for en globalt diversifisert portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. statsobligasjoner for perioden 1900–2011.¹ Den horisontale linjen viser departementets anslag for langsiktig realavkastning på SPU. Prosent

¹ Landfordelingen er om lag som i SPU's referanseindeks for aksjer og obligasjoner.

Kilder: Dimson, Marsh og Staunton Global Returns Data (2011) og Finansdepartementet.

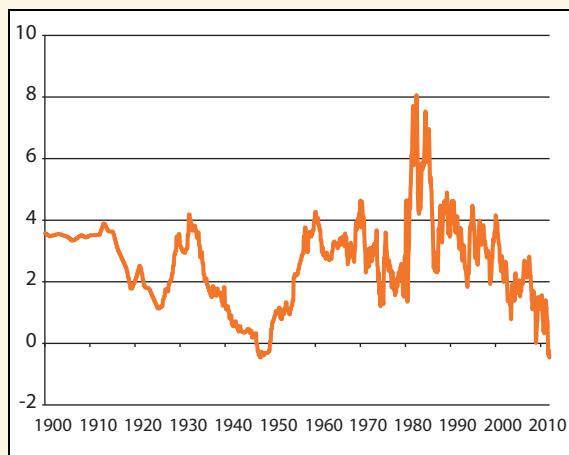
Økonomisk teori peker på at kapitalbeholdningen i samfunnet kan være for høy, og forbruket for lavt, dersom realrenten i en slik normalsituasjon skulle være lavere enn vekstraten i økonomien. Dersom en stat kan låne til en så lav rente, vil den kunne ha et underskudd i budsjettet før renter uten at gjelden øker som andel av BNP. Det kan friste til økt opplåning som vil redusere den sparingen som er tilgjengelig for produktive investeringer, og dermed trekke kapitalavkastningen opp. En kan derfor stille spørsmål ved om en situasjon der realrenten er lavere enn den økonomiske veksten, vil representere en langsiktig likevekt. Det er imidlertid usikkerhet rundt de forutsetningene som slike resonnementer bygger på, jf. Bliss (1999).

Historiske analyser viser at realrentenivået kan avvike betydelig fra nivået på den økonomiske veksten over lange perioder. En studie av Escolano m.fl. (2011) viser at realrenten på statsobligasjoner i utviklede land har vært om lag én prosentenheter høyere enn den økonomiske veksten som gjennomsnitt for perioden 1966–2010.

Boks 2.1 (forts.)

Mange forhold kan være med å bestemme realrenten, herunder økonomisk vekst og spareadferd. Økonomisk vekst vil over tid avhenge av befolknings- og produktivitetsvekst og endringer i ressurstilgang og miljøfaktorer. Framtidig spareatferd er usikker og vil påvirkes av mange forhold, blant annet demografiske utviklings-trekk som aldring. McKinsey (2010) venter at redusert sparevilje kombinert med store globale investeringsbehov i årene som kommer vil presse realrenten opp på sikt. Turner og Spinelli (2011) skriver at realrenten må forventes å stige framover, til et nivå over den økonomiske vekstraten. Andre studier, blant annet fra Ikeda og Saito (2012) og Desroches og Francis (2007), konkluderer derimot med at realrenten vil holde seg relativt lav over lengre tid, blant annet på grunn av aldring.

En betydelig andel av SPUs obligasjonsinvesteringer fornyes hvert år, ved at lånene forfaller og midlene reinvesteres i nye obligasjoner. På kort- og mellomlang sikt vil forventet realavkastning av fondets obligasjonsportefølje likevel påvirkes av dagens observerte realrenter. Realrentene i obligasjonsmarkedet var ved utgangen av 2011 svært lave, både sammenliknet med historiske gjennomsnitt tilbake til 1900 og sammenliknet med nivået i 2010, da departementet sist presenterte anslag på forventet realavkastning. Olsen (2012) har pekt på at realrenter på 0 til 1



Figur 2.2 Realrente på amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid fra 1900 til 2011. Nominell rente fratrukket et estimat på forventet inflasjon. Prosent

Kilde: Antti Ilmanen, AQR Capital Management.

pst. taler for en lavere forventet realavkastning av SPU enn 4 pst.

Figur 2.2 viser utviklingen i realrenten på amerikanske ti års statsobligasjoner fra 1900 til 2011. Figuren viser at realrentene har variert mye over tid, men også at en må tilbake til 1949 for å finne en like lav realrente på amerikanske statsobligasjoner som ved utgangen av 2011.

De lave rentenivåene ved utgangen av 2011 skyldes flere spesielle forhold:

- Siden 2007 har verdensøkonomien vært gjennom den kraftigste nedgangsperioden siden andre verdenskrig. Som en reaksjon har investorer solgt risikable investeringer som aksjer og kjøpt statsobligasjoner. Det har gitt svært lave renter på obligasjoner.
- For å stimulere til økonomisk vekst har sentralbankene satt sine styringsrenter nær null. I tillegg har de kjøpt obligasjoner for å presse de langsiktige rentene ned. Det er rimelig å anta at dette har økt etterspørselen etter obligasjoner og redusert obligasjonsrentene.

Disse forholdene taler for at en skal være varsom med å trekke konklusjoner om framtidig realrente basert på dagens lave rentenivå. For en beskrivelse av usikkerheten rundt den framtidige realrenten, se for eksempel Turner (2011).

Aksjer

60 pst. av SPUs kapital er investert i aksjer. Risikoen er høyere i aksjemarkedet enn i obligasjonsmarkedet. Investorer vil normalt kreve å få betalt for dette i form av en høyere forventet avkastning ved aksjeinvesteringer. Størrelsen på denne meravkastningen, eller såkalte aksjepremien, er imidlertid usikker.

Departementet har definert aksjepremien som avkastning på aksjer utover avkastningen på statsobligasjoner. Departementet har tidligere anslått den forventede aksjepremien til 2,5 pst. på lang sikt. Siden oppstarten av fondets aksjeinvesteringer i 1998 og fram til utgangen av februar 2012 har den realisererte aksjepremien vært negativ. I denne perioden har aksjeindeksen for SPU i gjennomsnitt gitt 0,6 prosentenheter lavere årlig avkastning enn obligasjonsindeksen. Historiske data tilbake til 1900 viser store svingninger i den realisererte aksjepremien.

Boks 2.1 (forts.)

Størrelsen på den forventede aksjepremien har vært gjenstand for debatt både innen akademia og blant investorer. Ibbotson (2011) skiller mellom fire ulike metoder for å anslå forventet aksjepremie:

- Historisk avkastning
- Konsensusanslag
- Etterspørselsmodeller
- Tilbudsmodeller

Den historiske avkastningen viser hvilken meravkastning investorer i aksjemarkedet faktisk har oppnådd. Ifølge data fra Dimson, Marsh og Staunton (2011)² var den årlige aksjepremien på verdensindeksen 3,8 pst. over perioden 1900–2011. En svakhet ved historisk avkastning er at den tidsperioden en måler avkastningen over kan være lite representativ for avkastningen framover. Goyal og Welch (2008) finner imidlertid at historisk aksjepremie gir en like god prediksjon på framtidig premie som andre mer kompliserte metoder.

Flere studier presenterer konsensusanslag på forventet aksjepremie basert på spørreundersøkelser. Fernandez (2011) m.fl.³ har i en studie spurt akademikere, analytikere og selskaper i 56 land om hvilken aksjepremie de anslår at investorer krevde på aksjeinvesteringer i 2011. Med unntak av Malaysia (4,5 pst.) og Japan (5,0 pst.), rapporteres det en gjennomsnittlig aksjepremie på over 5 pst. i alle landene. I USA var gjennomsnittlig aksjepremie blant de som svarte 5,5 pst. Studien spør om hva som kreves i risikopremie for å investere i aksjer i dag, og ikke hva den forventede aksjepremien er i en langsiktig normal-situasjon. Det er derfor mest riktig å oppfatte den rapporterte aksjepremien som en betinget risikopremie gitt dagens situasjon. I en studie av Welch (2008) fra 2007 har 400 finansprofessorer i USA anslått den årlige forventede aksjepremien over de neste 30 årene til rundt 5 pst. I mars 2012 var gjennomsnittet av amerikanske topplederers forventning til årlig avkastning på S&P-500 indeksen over de neste ti årene 6,9 pst.

Etterspørselsmodeller vurderer forventet aksjepremie ut fra antakelser om investorenes vilje til å bære risiko, mens tilbudsmodeller estimerer forventet aksjepremie ut fra anslag på de kontantstrømmene selskapene tilbyr investo-

rene. Avkastningen på en aksje kan splittes opp i utbetalte inntekter, vekst i selskapenes inntjening og endringer i verdsettelsen av selskapet. Utbetalte inntekter og vekst i selskapenes inntjening har vært de viktigste faktorene bak historisk avkastning. Historisk har realveksten i selskapenes inntjening ligget nær veksten i BNP per innbygger, se for eksempel Arnott og Bernstein (2002).

Den realiserte aksjepremien har vært svært høy i forhold til observerte svingninger i konsumet og normale anslag på investorers risikoaversjon. Dette fenomenet kalles i den økonomiske litteraturen for «aksjepremiegåten». En mulig forklaring på denne gåten er at realisert avkastning har vært betydelig høyere enn det investorene faktisk forventet. Flere studier har tatt utgangspunkt i en tilbudsmodell for å anslå hvilken aksjepremie investorer har hatt rimelig grunn til å forvente over tid, basert på tilgjengelig informasjon på beslutningstidspunktet, jf. Fama og French (2002). Analysene indikerer at det har vært en overvekt av positive sjokk i perioden, særlig etter andre verdenskrig. Disse resultatene taler for å nedjustere forventet aksjepremie i forhold til den historiske aksjepremien. Blant annet på denne bakgrunn har departementets anslått forventet aksjepremie til 2,5 pst. Dimson (2011) m.fl. antar at den langsiktige forventede aksjepremien for en global aksjeindeks ligger i størrelsesorden 3–3,5 pst. målt mot plasseringer i pengemarkedet. Forventet aksjepremie er lavere enn den historiske aksjepremien fordi forventet inntjeningsvekst antas å være lavere enn det historiske gjennomsnittet.

I kapittel 6 i denne meldingen brukes komponentene i tilbudsmodellen til å analysere de viktigste årsakene til den relativt lave aksjeavkastningen siden fondet begynte å investere i aksjer i 1998. Analysen viser at veksten i inntjening (overskudd) har vært høyere enn det historiske gjennomsnittet over perioden, mens utbetalt utbytte har vært noe lavere. Den lave avkastningen kan i stor grad tilskrives endringer i verdsettelsen av aksjer. Forholdstallet mellom pris og inntjening har falt. Dette kan tyde på at investorene krever en høyere forventet avkastning i aksjemarkedet nå enn i 1998.

Boks 2.1 (forts.)

Andre kilder til avkastning

Om lag 10 pst. av fondet er investert i obligasjoner utstedt av selskaper. Det vil øke forventet avkastning sammenliknet med statsobligasjoner over tid. 5 pst. av fondet vil etter hvert være investert i fast eiendom. Avkastningen av eiendomsporteføljen forventes å ligge mellom nivåene for aksjer og obligasjoner. I tillegg forventes aktiv forvaltning å bidra positivt til avkastningen over tid.

Oppsummering

Den gjennomsnittlige årlige realavkastning på SPU på 2,7 pst. ligger godt innenfor normale svingninger rundt en forventning på 4 pst.

Dagens realrenter er svært lave, også sett i historisk sammenheng. Det skyldes dels den

kraftige nedgangsperioden verdensøkonomien har vært gjennom siden 2007, og dels sentralbankenes ønske om å stimulere til økonomisk vekst. Etter departementets syn taler det ekstraordinære ved dagens situasjon for at en bør være varsom med å endre anslagene for forventet realavkastning av SPU utelukkende på grunnlag av dagens lave realrentenivåer. En analyse av forventet avkastning i aksjemarkedet støtter opp under en slik konklusjon.

¹ I denne boksen er alle avkastningstall beregnet som geometriske gjennomsnitt (vekstrater).

² Dimson, Marsh og Staunton, Global Returns Data (2011).

³ Det er uklart om de rapporterte aksjepremiene i denne spørreundersøkelsen er beregnet som aritmetiske eller geometriske gjennomsnitt.

I arbeidet med å videreutvikle den operasjonelle forvaltningen av fondet legger Norges Bank vekt på å bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Dette omfatter å dra større nytte av fondets størrelse og langsiktighet. Norges Bank tar sikte på å utnytte fondets langsiktighet blant annet ved å investere i selskaper der det kan ta lang tid før de underliggende verdiene kommer til syne og gir den forventede avkastningen. Det tas dessuten sikte på at fondets forvaltere skal analysere færre selskaper enn før og gå mer i dybden for å finne gode langsiktige investeringer. Et nytt verktøy i bankens forvaltning av fondet er en såkalt operativ referanseportefølje. Denne er nærmere beskrevet i avsnitt 2.7 (for aksjer) og 2.2 (for obligasjoner).

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i en *klar styringsstruktur* der Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre og NBIM har ulike roller og ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, jf. nærmere omtale i Meld. St. 15 (2010-2011). Forvaltningen av SPU bør i tråd med dette legges opp slik at en i størst mulig grad:

- legger til rette for profesjonell og kostnads-effektiv forvaltning,
- angir klare ansvarslinjer og forutsigbare rammebetingelser,
- bidrar til at det er sammenfallende interesser mellom eier og forvalter,

- legger til rette for god kommunikasjon om forvaltningen av fondet til allmennheten,
- sikrer robusthet overfor framtidige utfordringer (stadig større fond, større eierandeler i det enkelte selskap, mulig utvikling i retning av

Boks 2.2 Nye brev og utredninger om investeringsstrategien til SPU som omtales i denne meldingen

- Brev fra Norges Bank 26. januar 2012 om regler for rebalansering av referanseindeksen
- Brev fra Norges Bank 1. februar 2012 om framvoksende obligasjonsmarkeder
- Brev fra Norges Bank 2. februar 2012 om strategisk referanseindeks for aksjer
- Rapport fra MSCI om global aksjeallokering
- Rapport fra professor C. Harvey om aksjeallokeringen til framvoksende markeder
- Norges Bank har også utarbeidet flere analysenotater som bakgrunn for de råd banken har gitt. Disse er tilgjengelige på www.nbim.no.

Brevene følger som vedlegg til denne meldingen. Rapportene er tilgjengelige på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

- eiendeler med begrenset grad av omsettelighet og med større styringsutfordringer m.m.),
- tar hensyn til fondets rolle som instrument i finanspolitikken,
 - tar hensyn til forhold som har vært viktige i den internasjonale debatten omkring statlige investeringsfond, herunder åpenhet om formål med investeringene, og
 - er i tråd med det som regnes som beste praksis internasjonalt.

Det er krevende å etablere og vedlikeholde en styringsstruktur som ivaretar alle disse hensynene. Etter departementets syn har dagens struktur så langt fungert godt.

2.2 Ny strategisk referanseindeks for obligasjoner

2.2.1 Innledning

Forvaltningen av obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond utland (SPU) har tatt utgangspunkt i en strategisk referanseindeks som inneholder rundt 11 500 obligasjoner. Referanseindeksen har vært sammensatt av statsobligasjoner med og uten inflasjonssikring, statsrelaterte obligasjoner, selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner i til sammen 11 valutaer. Valutavektene har ligget fast med 60 pst. europeiske valutaer, 35 pst. nord-amerikanske valutaer og 5 pst. valutaer fra Asia/Oseania.¹

Innenfor hver av de tre geografiske regionene har ulike deler av obligasjonsmarkedet, og enkeltobligasjoner, hatt en andel i indeksen tilsvarende deres andel av verdien av den samlede obligasjonsindeksen. Denne metoden kalles markedsvektning og innebærer at indeksen har hatt en like høy eierandel i alle obligasjonslån innenfor samme geografiske region.

Departementet skrev allerede i Meld. St. 10 (2009-2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 at det var flere svakheter ved referanseindeksen for obligasjoner. I Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 viste departementet til at en blant annet i lys av erfaringene fra finanskrisen hadde analysert avkastnings- og risikoegenskapene til ulike deler av obligasjonsmarkedet for å vurdere forvaltningen av disse investeringene på nytt. Gjennomgangen var blant annet basert på en rapport fra professor Stephen Schaefer og konsulent

Jörg Behrens som ble offentliggjort sammen med meldingen.

Analysene viste at svingningene i avkastningen i bredt sammensatte obligasjonsindekser kan forklares av utviklingen i noen få systematiske risikofaktorer. Muligheten for å spre risikoen i en portefølje av obligasjoner er derfor mer begrenset enn i en aksjeportefølje.

Departementet beskrev videre i Meld. St. 15 (2010-2011) et forslag fra Norges Bank om å forenkle referanseindeksen ved å ta ut delmarkene statsrelaterte obligasjoner og obligasjoner med sikkerhet i pant (pantesikrede obligasjoner). Norges Bank anbefalte en referanseindeks bestående av 70 pst. statsobligasjoner og 30 pst. selskapsobligasjoner. Departementet skrev at forslaget om å forenkle referanseindeksen kunne gjennomføres uten vesentlige endringer i forventet avkastning og risiko og at en ville vurdere å gjennomføre slike endringer i løpet av 2011.

Fjorårets melding inneholdt også en ny vurdering av SPUs fordeling på geografiske regioner. SPU har til nå hatt over halvparten av kapitalen investert i europeiske aksjer, obligasjoner og eiendom. Den høye andelen Europa har vært begrunnet med at den demper fondets valutarisiko. Ettersom Norge importerer mest fra Europa, har det vært naturlig å tenke at vi beskytter kjøpekraften til fondet mot valutarisiko ved å investere mye i europeiske markeder. I meldingen konkluderte departementet med at valutarisikoen på lang sikt synes å være mindre enn tidligere antatt. Vurderingen var at andelen investert i Europa derfor burde reduseres over tid, til fordel for større andeler i resten av verden.

Departementet skrev at en ville arbeide videre med fastsettelse av ny geografisk fordeling og at det samtidig kunne være aktuelt å begynne gjennomføring av endringer i 2011.

I denne meldingen presenteres resultatet av departementets arbeid med ny referanseindeks for obligasjonsporteføljen og konsekvenser av omleggingen for fordelingen på regioner. Departementet har lagt vekt på å tydeliggjøre formålet med de ulike delene av obligasjonsinvesteringene. Som et resultat er enkelte delmarkeder tatt ut av referanseindeksen. Den nye referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer er i stor grad i tråd med Norges Banks forslag til forenklinger, men går på enkelte punkter ikke like langt i å ta delmarkeder ut av indeksen. Endringene er omtalt i avsnitt 2.2.2. I avsnitt 2.2.3 er det redegjort for arbeidet med å vurdere prinsipper for vektingen av obligasjoner utstedt av ulike land og selskaper. Utgangspunktet for denne vur-

¹ I valutaer fra Asia/Oseania har indeksen kun inneholdt statsobligasjoner.

deringen har vært at vektning basert på brutto nasjonalprodukt, såkalt BNP-vektning, framstår som et naturlig alternativ til dagens markedsvektning av statsobligasjoner. For obligasjoner utstedt av selskaper har departementet lagt til grunn at markedsvekter fortsatt er det beste utgangspunktet. Endringene i vektingsprinsipp gir en annen valutafordeling av referanseindeksen for obligasjoner og medfører blant annet at andelen europeiske obligasjoner vil bli redusert over tid.

Endringene i referanseindeksen for obligasjoner er påbegynt. Departementet har endret referanseindeksen for obligasjoner i SPU i tråd med omtalen i avsnitt 2.2.2, slik at indeksen nå har en statsdel på 70 pst. og en selskapsdel på 30 pst. Departementet har videre startet en gradvis endring av referanseindeksen til den valutasammensetningen som følger av tilpasninger til BNP-vekter for statsdelen av indeksen og markedsvekter for selskapsdelen. Jf. omtale i avsnitt 2.2.3. I avsnitt 2.2.4 legges det opp til å inkludere framvoksende markeder i referanseindeksen for obligasjoner. Arbeidet med en slik utvidelse av referanseindeksen er ikke påbegynt. I tråd med hva som har vært praksis ved tidligere endringer i referanseindeksen, vil departementet orientere nærmere om gjennomføringen etter at endringene er gjennomført.

I avsnitt 2.2.5 sammenliknes tidligere og ny referanseindeks. Behov for endringer i mandatet til Norges Bank og forholdet mellom strategisk referanseindeks og bankens operative referanseportefølje omtales nærmere i avsnitt 2.2.6.

2.2.2 Tydeliggjøring av rollen til obligasjoner i den samlede porteføljen

Målet med investeringsstrategien til SPU er å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet med moderat nivå på risiko. Ved SPUs investeringer i aksjer, obligasjoner og eiendom tar fondet del i den globale verdiskapingen. Obligasjonsinvesteringer fyller hovedsakelig to roller i forvaltningen av SPU ved at de kan bidra til å:

- bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet. Dette skyldes at verdien på mange obligasjoner – først og fremst stats- og selskapsobligasjoner med svært høy kredittvurdering, såkalt rating, i begrenset grad svinger i takt med avkastningen på aksjeporteføljen. Selv om slike obligasjoner har relativt lav forventet avkastning, spiller de en viktig rolle fordi de demper risikoen i fondet. I tillegg er de ofte enkle å omsette. Det kan bidra til å gjøre det lettere å opprettholde en fast aksjeandel på 60 pst. over tid.

- høste risikopremier utover den risikopremien som er knyttet til renterisiko. Det gjelder særlig risikofaktorene kreditt og likviditet. Rapporten fra Schaefer og Behrens viste at disse risikofaktorene er forbundet med lange perioder med små, men stabile, positive bidrag til fondets avkastning. Men de er også forbundet med perioder med betydelige verdifall. Den lange tidshorisonen som ligger til grunn for SPUs investeringer, gjør fondet godt egnet til å tåle slike svingninger i verdien.

Departementet skrev i Meld. St. 10 (2009-2010) at mens fondets referanseindeks for aksjer representerer aksjemarkedet på en god måte, dekker indeksen for obligasjoner bare en begrenset del av investeringsmulighetene for rentebærende instrumenter. Departementet har i samsvar med råd fra Norges Bank valgt å ta ut ytterligere delmarkeder fra fondets referanseindeks for å rendyrke de to rollene for obligasjonsinvesteringene som er beskrevet ovenfor.

Norges Bank har i et eget notat analysert obligasjonsmarkedet.² Notatet inneholder en sammenlikning av obligasjonsinvesteringene i fire andre store fond. Gjennomgangen viste at fondene har ulike tilnærminger til strategisk allokering til obligasjonsmarkedet, men at de typisk tar utgangspunkt i obligasjonsinvesteringenes rolle ved valg av allokering og porteføljestruktur.

Norges Bank foreslo i brev 18. mars 2011 at referanseindeksen for nominelle obligasjoner settes sammen av 70 pst. statsobligasjoner og 30 pst. selskapsobligasjoner. Selskapsobligasjoner har til nå utgjort om lag 18 pst. av den strategiske referanseindeksen for obligasjoner. Isolert sett vil derfor en økning av andelen selskapsobligasjoner til 30 pst. øke kredittrisikoen i obligasjonsporteføljen. Samtidig foreslår banken å ta ut andre delmarkeder med innslag av kredittrisiko, blant annet pantesikrede obligasjoner. Delmarkedene som foreslås tatt ut, utgjorde ved utgangen av 2011 om lag 23 pst. av fondets referanseindeks.

Inflasjonssikrede statsobligasjoner ble inkludert i SPUs referanseindeks i 2005, jf. drøfting i Nasjonalbudsjettet 2005. Andelen inflasjonssikrede statsobligasjoner har siden den gang vært om lag 5 pst. Departementet mener at det er hensiktsmessig å beholde inflasjonssikrede statsobligasjoner som del av referanseindeksen for obligasjoner. Det er i tråd med konklusjonen i Norges Banks brev 18. mars 2011. Banken skriver:

² Se www.nbim.no/en/press-and-publications/discussion-notes/

Boks 2.3 Nærmere om obligasjonsmarkedet

En obligasjon er et omsettelig lån med en løpetid på mer enn ett år. Obligasjonsutsteder (låntaker) kan for eksempel være offentlige myndigheter, banker eller andre store private foretak. Obligasjonen innfris av utsteder ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betales en rente til eier av obligasjonen (såkalt kupong). Et obligasjonslån handles i førstehåndsmarkedet ved at en låntaker utsteder en obligasjon som kan kjøpes av mange investorer. Obligasjoner er fritt omsettelige, og kan derfor kjøpes og selges i annenhåndsmarkedet. De fleste obligasjoner er basert på en fast nominell rentesats, dvs. at kupongen er et på forhånd bestemt beløp. Det finnes også andre typer obligasjonslån, blant annet lån med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling. En del obligasjoner har ulike former for sikkerhetsstillelser (pant) og valgmuligheter (opsjoner), som for eksempel retten til å nedbetale lånet tidligere enn forfallstidspunktet.

Statsobligasjoner

Statsobligasjoner i utviklede markeder er det største delmarkedet både for inflasjonssikrede (nær 100 pst. av markedet) og nominelle obligasjoner (om lag 50 pst. av markedet).

Markedet for statsobligasjoner domineres av noen få valutaer. Nær 95 pst. av nominelle statsobligasjoner i utviklede markeder er utstedt i japanske yen, amerikanske dollar, euro eller britiske pund. Statsobligasjoner utstedt i lokal valuta av stater i framvoksende markeder utgjør om lag 5 pst. av markedet for nominelle obligasjoner.

Statsrelaterte obligasjoner

Det er vanlig å avgrense delmarkedet statsobligasjoner («treasury») til statsobligasjoner utstedt i egen valuta. Delmarkedet statsrelaterte obligasjoner («government related») inneholder blant annet statsobligasjoner som er utstedt i et annet lands valuta, obligasjoner utstedt av kommuner og annen offentlig forvaltning, obligasjoner utstedt av foretak som er delvis eid av, eller mottar støtte fra, offentlige myndigheter og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, som for eksempel Verdensbanken.

Inflasjonssikrede obligasjoner (realrenteobligasjoner)

Inflasjonssikrede obligasjoner gir investor en beskyttelse mot endringer i kjøpekraften til

investert kapital. Investor får en realavkastning i tillegg til en kompensasjon for utviklingen i en på forhånd avtalt prisindeks.

Pantesikrede obligasjoner

Pantesikrede obligasjoner utgjør 15 pst. av markedet for nominelle obligasjoner. Slike obligasjoner har pantesikkerhet i en portefølje av underliggende lån, hvorav boliglån er det mest vanlige. Den største undergruppen av pantesikrede obligasjoner i USA er obligasjoner med pant i boliglån som er tilrettelagt og garantert av føderale kredittinstitusjoner som Fannie Mae og Freddy Mac. Markedet for pantesikrede obligasjoner i USA er nesten like stort som markedet for statsobligasjoner. I Europa er obligasjoner med fortrinnsrett («covered bonds») et stort marked i flere land, men fortsatt relativt lite i forhold til markedet for statsobligasjoner.

Selskapsobligasjoner med høy kredittvurdering («investment grade»)

Markedet for selskapsobligasjoner med høy kredittvurdering, såkalt «investment grade», er om lag like stort som markedet for pantesikrede lån.

USA er det største, mest likvide og velfungerende markedet for slike obligasjoner. Størrelsen på markedet for selskapsobligasjoner i Europa varierer mellom land. Markedet for selskapsobligasjoner i Frankrike er for eksempel vesentlig større enn markedet i Tyskland, hvor private bedrifter i større grad benytter banklån som finansieringskilde.

Selskapsobligasjoner med lav kredittvurdering («high yield»)

Selskapsobligasjoner med lav kredittvurdering har høy kredittrisiko. De utgjør 3 pst. av markedet for nominelle obligasjoner, og domineres av obligasjoner utstedt i amerikanske dollar. Slike obligasjoner er i dag ikke del av referanseindeksen til SPU. Mandatet til Norges Bank gir likevel adgang til å investere deler av obligasjonsporteføljen i slike obligasjoner. Dette sikrer blant annet at banken ikke tvinges til å selge obligasjoner som blir nedgradert og får kredittvurdering lavere enn «investment grade».

«Andelen nominelle obligasjoner i fondets strategiske aktivaallokering bør beregnes som 40 prosent fratrukket nettoverdien av fondets eiendomsinvesteringer og markedsverdien av fondets strategiske referanseindeks for realrenteobligasjoner.»

Banken har i brev til Finansdepartementet 6. juli 2010 varslet at de vil komme tilbake til spørsmålet om investeringer i realaktiva.

Norges Bank foreslo i brev 18. mars 2011 å ta delmarkedet for pantesikrede obligasjoner ut av indeksen. Det amerikanske markedet for pantesikrede obligasjoner er dominert av obligasjoner med sikkerhet i boliglån som er garantert av føderale kredittinstitusjoner som Fannie Mae og Freddy Mac. Låntakere har rett til å innløse sine lån og refinansiere disse til lavere rente når rentenivået faller. Det har bidratt til at slike obligasjoner har hatt en mindre verdistigning enn for eksempel statsobligasjoner i perioder med fallende renter. Hvis rentene faller samtidig med prisene i aksjemarkedet, vil slike obligasjoner i mindre grad dempe fallet i fondets verdi.

Obligasjoner med fortrinnsrett utstedes i all hovedsak av europeiske banker med sikkerhet i boliglån eller lån til offentlig sektor. Disse obligasjonene gir ikke samme rett til å refinansiere til lavere rentenivå, og vil normalt være bedre egnet til å dempe svingningene i en portefølje av aksjer og obligasjoner. Obligasjoner med fortrinnsrett er mer sammenliknbare med selskapsobligasjoner med høyeste kredittvurdering enn med amerikanske pantesikrede obligasjoner.

Banken foreslo videre i sitt brev å utelukke statsrelaterede obligasjoner fordi dette delmarkedet inneholder obligasjoner av svært forskjellig karakter, blant annet statsobligasjoner utstedt i fremmed valuta og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, kommuner og selskaper som er delvis statseide eller statskontrollerte.

Departementet har analysert de ulike delene av markedet for statsrelaterede obligasjoner. Gjennomgangen viste at statsobligasjoner utstedt i utviklede økonomier i fremmed valuta og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner er delmarkeder med egenskaper som ligger nært opp til statsobligasjoner. Av disse to delmarkedene er det bare obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner som utgjør en vesentlig andel av det samlede obligasjonsmarkedet.

Departementet deler Norges Banks syn på at referanseindeksen for obligasjoner kan forenkles noe, og at en fordeling mellom statsdelen og sel-

skapsdelen på henholdsvis 70 pst. og 30 pst. synes hensiktsmessig. En slik fordeling gir om lag samme kredittrisiko i obligasjonsindeksen som i den tidligere indeksen før en utvidelse med obligasjoner i framvoksende markeder. Etter en samlet vurdering har departementet valgt å utelukke pantesikrede obligasjoner, med unntak av obligasjoner med fortrinnsrett. Sistnevnte delmarked gjelder i all hovedsak europeiske obligasjoner. Departementet mener det er hensiktsmessig å la obligasjoner med fortrinnsrett inngå i selskapsdelen av referanseindeksen. Likeledes er statsrelaterede obligasjoner tatt ut av indeksen, med unntak av delmarkedet obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner. Sistnevnte hører etter departementets syn naturlig hjemme i statsdelen av indeksen.

Referanseindeksen har til nå ikke inkludert selskapsobligasjoner utstedt i valutaer fra land i Asia/Oseania. Dette er videreført i den nye referanseindeksen. Antall valutaer som inngår i referanseindeksen for obligasjoner utstedt av selskaper, vil derfor fortsatt være syv.

Figur 2.3 viser delmarkedene i fondets referanseindeks ved utgangen av 2011 og hvilke delmarkeder som er tatt ut av den nye referanseindeksen. Markeder som er tatt ut er i figuren markert med en rød strek. Figur 2.4 viser fordeling på delmarkeder i tidligere og ny indeks.

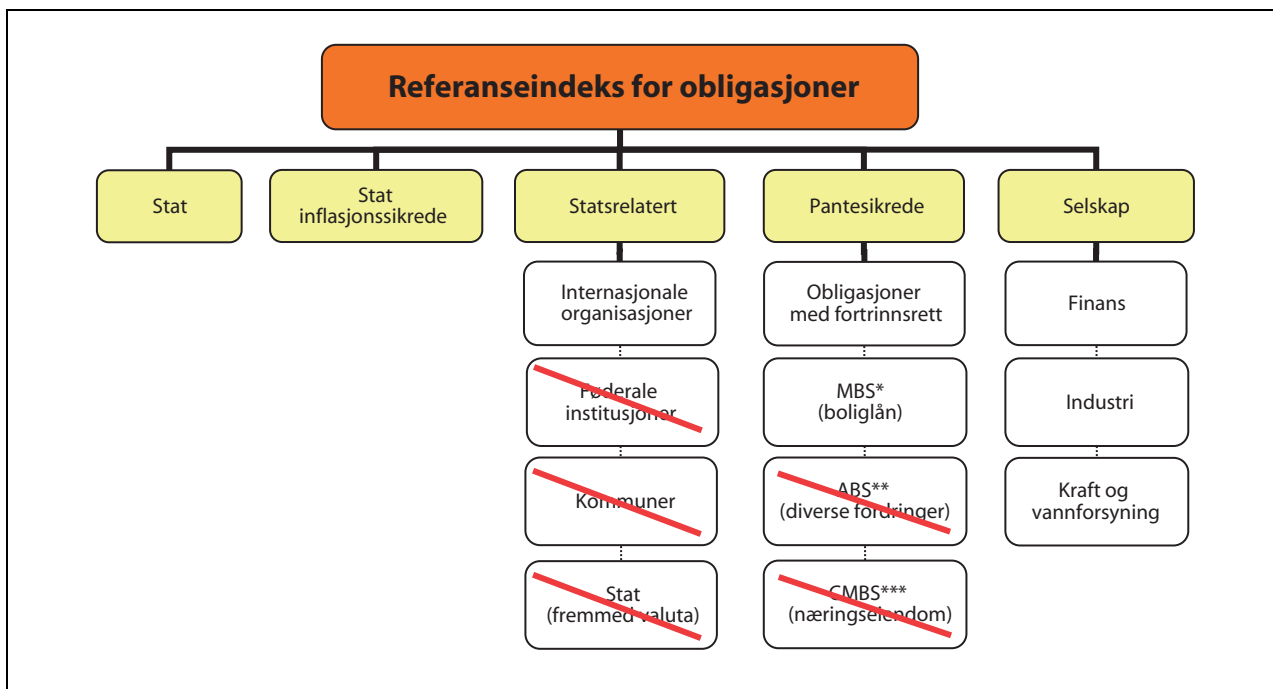
2.2.3 Markedsvekter og BNP-vekter

Referanseindeksen har i hovedsak fulgt markedsvekter innenfor hver geografiske region.

Det globale obligasjonsmarkedet er svært konsentrert om et fåtall valutaer og om statsobligasjoner utstedt av de største landene. Prinsippet om markedsvekter innebærer at disse egenskapene også gjenspeiles i referanseindeksen. Fondets høye andel i Europa har også bidratt til en konsentrasjon om de største europeiske valutaene i obligasjonsindeksen.

Norges Bank skrev i sitt brev 18. mars 2011 at markedsvekting av statsobligasjoner innebærer at fondets eksponering mot land med voksende statsgjeld øker. En bedre tilnærming kan ifølge banken være at porteføljen av statsobligasjoner vektet ut fra produksjonskapasiteten (brutto nasjonalprodukt, BNP) som skal finansiere statsgjelden.

En generell lærdom fra utviklingen i markedet for statsobligasjoner de siste årene er behovet for bred spredning av risiko også i denne delen av markedet. Bruk av markedsvekter innebærer at stater med mest gjeld får størst vekt i indeksen. Kraftig offentlig gjeldsoppbygging i mange land og økt



Figur 2.3 Delmarkeder i ny referanseindeks for obligasjonsinvesteringer. Delmarkeder i tidligere indeks som er tatt ut, er markert med rød strek

* MBS står for "Mortgage Backed Securities". Dette er obligasjoner med pantesisikkerhet i en portefølje av boliglån.

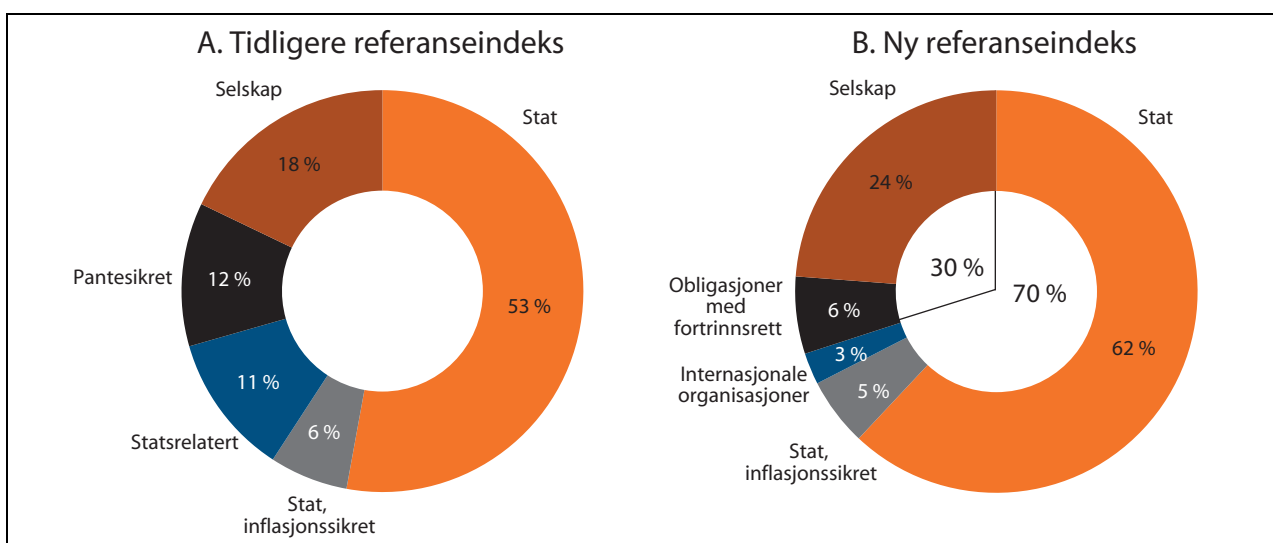
** ABS står for "Asset Backed Securities". Dette er obligasjoner med pantesisikkerhet i ulike fordringer, for eksempel billån eller kredittkortgjeld.

***CMBS står for "Commercial Mortgage Backed Securities". Dette er obligasjoner med pantesisikkerhet i en portefølje av lån til næringsseidom.

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank.

usikkerhet knyttet til enkelte staters evne til å betjene denne gjelden understreker behovet for å se på prinsippene for referanseindeksens fordeling på statsobligasjoner på nytt.

Departementet er enig med Norges Bank i at størrelsen på landenes økonomi målt ved BNP framstår som et relevant utgangspunkt for vektning av statsobligasjoner. BNP gir uttrykk for landenes



Figur 2.4 Fordeling på delmarkeder i tidligere og ny referanseindeks. Andel av referanseindeks målt ved nominell markedsverdi ved inngangen til 2012.¹ Prosent

¹ Obligasjoner i framvoksende markeder er inkludert i tråd med omtalen i 2.2.4.

Kilder: Barcays Capital, Finansdepartementet og Norges Bank.

inntekter og skattegrunnlag. Sammenliknet med markedsvekter kan BNP-vekter være et bedre mål på staters betalingsevne. Størrelsen på et lands økonomi er imidlertid ikke et presist mål på evnen eller viljen til å betale tilbake statsobligasjonslån. Forholdstall som gjeldsgrad, budsjettbalanse og driftsbalanse overfor utlandet er ofte brukt som mål på statsfinansiell styrke. Heller ikke disse indikatorene er fullt ut presise mål på evnen eller viljen til å betjene statsgjeld.

Departementet vil innarbeide et krav i mandatat til Norges Bank om at forvaltningen av statsobligasjoner skal legges opp med sikte på å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke. Et slikt krav er ment å tydeliggjøre at et av formålene med fondets investeringer i statsobligasjoner er å dempe svingningene i fondets samlede avkastning over tid.

Norges Bank foreslo i brevet 18. mars 2011 å bruke markedsvekter for selskapsobligasjoner, på samme måte som det langt på vei gjøres for fondets aksjeinvesteringer. Det er ingen direkte sammenheng mellom BNP og selskapenes evne til å betjene sin gjeld. Store strukturelle forskjeller mellom markedene for selskapsobligasjoner i ulike valutaer betyr at BNP-vekter er lite hensiktsmessig for denne delen av indeksen. Departementet deler denne vurderingen.

Referanseindeksen for obligasjoner har til nå vært basert på markedsvekter, men med faste regionvekter og en omvektingsregel for blant annet pantsikrede obligasjoner i USA. I utgangspunktet vil alle indekser som avviker fra prinsippet om markedsvekter øke omfanget av transaksjoner som er nødvendig for å holde faktisk portefølje nært opp til indeks. Dersom Norges Bank forvalter obligasjonsporteføljen nær indeks, vil den nye indeksen derfor innebære økt transaksjonsvolum og transaksjonskostnader.

I praksis vil den faktiske porteføljen avvike fra referanseindeksen som er fastsatt av departementet. I Nasjonalbudsjettet 2010 ble det beskrevet flere grunner til at det vil være slike avvik. Det ble blant annet vist til at det kan være hensiktsmessig å kjøpe nyutstedte verdipapirer før disse tas inn i indeksen. Likeledes kan det være aktuelt å selge verdipapirer med gjenstående løpetid under ett år eller med redusert kredittvurdering senere enn på det tidspunktet slike obligasjoner går ut av referanseindeksen.

Siden det legges opp til å benytte BNP-vekter for statsdelen og markedsvekter for selskapsdelen av referanseindeksen, er det nødvendig med en regel for hvordan de to delindeksene skal kombineres. Departementet er enig med Norges Bank om at fordelingen mellom

delindeksene bør ligge fast. En fast fordeling mellom stats- og selskapsdelen av indeksen vil kunne gjøre fondet noe mer motsykklisk ved at fondet investerer mer i selskapsobligasjoner etter at slike obligasjoner har gjort det dårligere enn statsobligasjoner, og omvendt. Reglene for rebalansering mot faste vekter mellom aksjer og obligasjoner tilsier at fondet skal kjøpe aksjer og selge obligasjoner når aksjemarkedene faller. Flytende vekter mellom stats- og selskapsdelen ville medført salg av både stats- og selskapsobligasjoner når aksjemarkedet faller. Siden avkastningen på selskapsobligasjoner i noen grad samvarierer med avkastningen på aksjer, ville dette innebære salg av mange selskapsobligasjoner som har falt i verdi. En fast fordeling mellom stats- og selskapsdelen, gjennom månedlig full rebalansering, kan bidra til å redusere behovet for salg av selskapsobligasjoner i slike situasjoner.

2.2.4 Statsobligasjoner i framvoksende markeder

I Meld. St. 15 (2010-2011) viste departementet til at verdens produksjonskapasitet i økende grad befinner seg utenfor Europa. Departementet skrev videre at en ville vurdere om investeringer i framvoksende markeder burde økes.

Andelen investert i de fire største valutaene (amerikanske dollar, euro, britiske pund og japanske yen) i SPUs referanseindeks for obligasjoner utgjorde ved inngangen til 2012 i overkant av 95 pst. Endringene som er beskrevet i avsnitt 2.2.2 og 2.2.3 gir en høyere andel obligasjoner utstedt i yen og dollar, mens andelen obligasjoner utstedt i euro og pund faller. Det gir en jevnere fordeling og bedre risikospredning mellom de største valutaene og obligasjonsutstederne. Samtidig vil obligasjonsindeksen fortsatt være konsentrert om et fåtall valutaer og enkeltstater, da obligasjoner utstedt i de fire nevnte valutaene til sammen vil utgjøre om lag 90 pst.

En utvidelse med flere valutaer innebærer at statsobligasjoner utstedt i framvoksende markeder i lokal valuta tas inn i indeksen. En slik utvidelse ble vurdert i 2008. Den gang valgte departementet, blant annet på bakgrunn av råd fra Norges Bank, ikke å inkludere slike obligasjoner i indeksen. Både departementet og Norges Bank uttalte den gang at det ville være naturlig å komme tilbake til dette spørsmålet senere.

Norges Bank gir i brev 1. februar 2012 råd om framvoksende obligasjonsmarkeder. Banken anbefaler at statsdelen i referanseindeksen utvi-

des fra dagens 11 valutaer til å inkludere alle valutaene som til enhver tid inngår i den BNP-vektede indeksen til indeksleverandøren Barclays Capital (Barclays Capital Treasury GDP weighted by Country Index), med unntak av norske kroner. En slik endring vil for tiden innebære en økning av antall valutaer i indeksen fra 11 til 21. Alle de ti nye valutaene tilhører framvoksende økonomier. Samtidig skriver banken at den ikke anbefaler å utvide antall valutaer i selskapsdelen av referanseindeksen, siden en rekke av de framvoksende markedene for selskapsobligasjoner fortsatt er lite utviklede. Disse markedene er også små og utgjør mindre enn 1 pst. av en markedsvektet global indeks av selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett.

Norges Bank skriver blant annet følgende:

«Målet for forvaltningen er å sikre høyest mulig internasjonal kjøpekraft med moderat risiko. Risikoen begrenses gjennom spredning av investeringene. En referanseindeks for obligasjoner som inkluderer flere valutaer, er i tråd med den strategiske rollen nominelle obligasjoner bør spille i fondet.»

Banken har analysert virkningen på avkastning og risiko av å inkludere nye valutaer i Barclays Capitals globale indeks for statsobligasjoner i et tiårs-perspektiv. Banken skriver blant annet følgende:

«Det fremgår av vedlegget at innslaget av framvoksende markeder ville gitt noe høyere avkastning og bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko når analysen gjøres i en felles valuta, som norske kroner.

Fondets avkastning måles imidlertid i internasjonal valuta. Et bedre utgangspunkt er derfor å ta utgangspunkt i lokal valutasammensetning og i den valutakurven indeksen definerer. I vedlegg 1 viser vi at en introduksjon av investeringer i de framvoksende markedene ville gitt en vesentlig høyere avkastning med mindre svingninger i denne perioden. Forbedringen av forholdet mellom avkastning og risiko fremstår nå som større.»

Selv om en utvidelse med framvoksende markeder vil medføre lavere konsentrasjon rundt de globalt største utstederne av statsobligasjoner, peker banken på at statsdelen totalt sett vil få noe høyere kredittrisiko. Norges Bank skriver:

«En utvidelse av referanseindeksen for obligasjoner med de valutaene som inngår i BCGA-

indeksen, bedrer diversifikasjonen mellom ulike utstedere, men vil innebære en viss svekkelse av referanseindeksens kredittvurdering slik denne i dag vurderes av de store kredittvurderingsbyråene. I en BNP-vektet portefølje av statsobligasjoner vil innslaget av obligasjoner med kredittvurdering lik A eller lavere, gitt en slik utvidelse, øke fra 6,5 prosent til 14,6 prosent. 3 prosent av statsobligasjonene vil ha en kredittvurdering på BBB.»

Departementets vurdering av statsobligasjoner i framvoksende markeder

Departementet har særlig vurdert i hvilken grad en utvidelse med nye markeder kan forventes å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i referanseindeksen på lang sikt.

Analyser av historisk avkastning tyder på at det kan være fordelaktig for fondets resultater på lang sikt å ta inn nye framvoksende obligasjonsmarkeder i indeksen. Den målbare virkningen på avkastning og risiko synes imidlertid ikke stor. En grunn til det er at de nye valutaene kun utgjør om lag 10 pst. av statsdelen av obligasjonsindeksen. Når virkningen på hele fondets avkastning og risiko skal måles, er det derfor rimelig å forvente små utslag i avkastning og risiko.

Avkastningen i framvoksende obligasjonsmarkeder varierer mer enn i utviklede markeder og samvarierer mer med aksjemarkedene, spesielt i dårlige tider. Samtidig vil en utvidelse av indeksen spre investeringene på flere obligasjonsmarkeder. Det vil i seg selv kunne redusere virkningen på fondets avkastning av en krise i et enkeltland eller en gruppe av land. Virkningen av slike hendelser er vanskelig å anslå siden tall for historisk avkastning over perioder på flere tiår ikke er tilgjengelige.

De framvoksende markedene som Norges Bank foreslår å ta inn i indeksen, har noe høyere kredittrisiko enn de fleste utviklede markedene i statsdelen av indeksen. Kredittvurderingen til obligasjonsporteføljen vil derfor svekkes noe av utvidelsen. Det er derfor ikke opplagt at en utvidelse med framvoksende markeder vil redusere risikoen i obligasjonsindeksen eller i fondet totalt sett.

En utvidelse av indeksen med ti nye framvoksende markeder kan samtidig ses på som en naturlig videreutvikling av investeringsstrategien for fondet. Alle de ti nye valutaene tilhører land som allerede inngår i SPU's referanseindeks for aksjer. Det er også relevant at delmarkedet for statsrelaterte obligasjoner er tatt ut av den nye indeksen, med unntak av obligasjoner utstedt av

internasjonale organisasjoner. Statsobligasjoner utstedt av framvoksende økonomier i et annet lands valuta har til nå inngått som en del av dette delmarkedet i indeksen. Fram til 31. januar i år inngikk derfor statsobligasjoner utstedt av disse landene i referanseindeksen for obligasjoner dersom de var utstedt i en av de godkjente valutaene.

Framvoksende obligasjonsmarkeder i lokal valuta er i sterk vekst. Dette gjenspeiler høy økonomisk vekst, styrkede statsfinanser, og økt handel med verdensmarkedet i flere av de framvoksende markedene. Andelen framvoksende obligasjoner vil øke dersom disse markedene blir viktigere over tid.

For å inngå i Barclays Capitals BNP-vektede indeks må statsobligasjonene ha høy kredittvurdering, såkalt «investment grade». Statsobligasjonene og de lokale valutamarkedene må videre være tilstrekkelig likvide og investerbare. I tillegg må det finnes likvide markeder for framtidig salg av den lokale valutaen, slik at internasjonale investorer er i stand til å sikre seg mot valutakursvingninger. Risikoen ved å inkludere framvoksende markeder som tilfredsstillende disse kriteriene, kan etter departementets vurdering anses som moderat dersom investor gjør en egen vurdering av operasjonell risiko ved oppgjør og depot.

Selv om de nye markedene tas inn i referanseindeksen, vil Norges Bank vurdere relevant investeringsrisiko og operasjonell risiko før midler blir plassert i de nye markedene. Dette er i tråd med mandatet for forvaltningen av SPU.

Departementet legger opp til kun å ta inn de nye valutaene i statsdelen av referanseindeksen. Tabell 2.1 viser hvilke framvoksende markeder og valutaer som vil inkluderes. Til sammen vil de nye valutaene utgjøre om lag 10 pst. av statsdelen av obligasjonsindeksen (om lag 7 pst. av obligasjonsindeksen). Basert på indeksen ved inngangen til 2012 vil dette redusere samlet konsentrasjon om de fire største valutaene (dollar, euro, pund og yen) fra 90 pst. til om lag 84 pst.

Departementet legger opp til å ta inn alle valutaer som inngår i den BNP-vektede statsobligasjonsindeksen fra indeksleverandøren Barclays Capital. Dersom indeksleverandøren endrer utvalget av valutaer fra framvoksende markeder, vil SPU's obligasjonsindeks endres tilsvarende. Som for øvrige deler av statsdelen av indeksen legges det opp til å bruke prinsippet om BNP-vektning av enkeltland for de nye framvoksende markedene.

2.2.5 Sammenlikning med tidligere referanseindeks

Endringene som er beskrevet ovenfor innebærer at:

- referanseindeksen forenkles og rendyrkes slik at obligasjonsporteføljens rolle i forvaltningen av SPU blir klarere,
- risikoen spres bedre over valutaer og de største utstederne,
- det tas hensyn til økonomiens størrelse i vektningen av statsobligasjoner, og
- det tas hensyn til statsfinansiell styrke ved forvaltningen av den faktiske porteføljen for statsobligasjoner.

Endringene er basert på vurderinger av konsekvenser for porteføljens avkastning og risiko på lang sikt. Samtidig knytter det seg betydelig usikkerhet til markedets utvikling på kort sikt. En må derfor være forbredt på at tidspunktet for å endre indeksen i ettertid kan fremstå som mer eller mindre gunstig. Denne risikoen dempes noe ved at endringene skjer over tid.

Norges Bank har innenfor rammen for avvik fra tidligere indeks redusert antall obligasjoner i porteføljen med om lag 50 pst. gjennom 2011. Sammen med andre tilpasninger i faktisk portefølje er derfor behovet for transaksjoner ved overgang til ny indeks redusert betydelig. Tilførsel av ny kapital vil kunne redusere behovet for salg ved overgangen til ny indeks, men det vil være nødvendig å selge obligasjoner for å tilpasse porteføljen til den nye sammensetningen.

Boks 2.4 gir en oversikt over sammensetningen til ny strategisk referanseindeks, inklusive utvidelsen med nye valutaer.

Den største forskjellen mellom tidligere og ny indeks er fordelingen på valutaer. Overgangen til BNP-vekter for statsdelen av referanseindeksen gir en lavere andel europeiske valutaer og en høyere andel nord-amerikanske og asiatiske valutaer. I tillegg vil framvoksende valutaer bli inkludert i indeksen. Figur 2.6 illustrerer forskjellene i valutafordeling ved inngangen til 2012. Over tid vil disse vektene endre seg, i takt med utviklingen i BNP for statsdelen og markedsvekter for selskapsdelen, og ved at nye markeder tas inn eller ut av indeksen.

Med lavere andel europeiske valutaer i referanseindeksen for obligasjoner må en regne med noe større variasjoner i fondets kroneverdi på kort sikt, ettersom kronen tenderer til å svinge mer mot ikke-europeiske valutaer. Beregninger viser at det årlige standardavviket til avkastningen i SPU's referanseindeks, målt i norske kroner, ville vært om lag 0,3 prosentenheter høyere enn det faktisk var i

Tabell 2.1 Ny referanseindeks for obligasjoner ved inngangen til 2012. Endring ved å innføre valutaer fra framvoksende markeder. Prosent og prosentenheter

Land	Valuta	Valutavekter		Differanse
		11 valutaer	21 valutaer	
Utviklede markeder:				
<i>Amerika</i>		44,76	41,97	-2,79
Canada	CAD	3,53	3,27	-0,26
USA	USD	41,23	38,70	-2,53
<i>Europa</i>		42,90	40,16	-2,74
Danmark	DKK	0,74	0,68	-0,06
Eurosonen	EUR	33,11	31,00	-2,11
Storbritannia	GBP	6,12	5,71	-0,41
Sveits	CHF	1,51	1,42	-0,09
Sverige	SEK	1,42	1,34	-0,08
<i>Asia og Oseania</i>		12,33	11,14	-1,19
Australia	AUD	2,07	1,87	-0,20
Japan	JPY	9,63	8,70	-0,93
New Zealand	NZD	0,24	0,22	-0,02
Singapore	SGD	0,38	0,34	-0,04
Framvoksende markeder:				
<i>Latin-Amerika</i>			1,96	1,96
Chile	CLP		0,31	0,31
Mexico	MXN		1,65	1,65
<i>Europa/Midt-østen/Afrika</i>			1,98	1,98
Israel	ILS		0,34	0,34
Polen	PLN		0,78	0,78
Sør-Afrika	ZAR		0,53	0,53
Tsjekkia	CZK		0,33	0,33
<i>Asia</i>			2,79	2,79
Hong Kong	HKD		0,36	0,36
Malaysia	MYR		0,37	0,37
Sør-Korea	KRW		1,57	1,57
Thailand	THB		0,48	0,48
<i>Sum</i>		100,00	100,00	0,00

Kilder: Barclays Capital og Finansdepartementet.

Boks 2.4 Ny referanseindeks for obligasjoner

SPUs nye referanseindeks for obligasjoner består av to deler: 70 pst. stat og 30 pst. selskap. Det er faste vekter med full månedlig rebalansering mellom delindeksene.

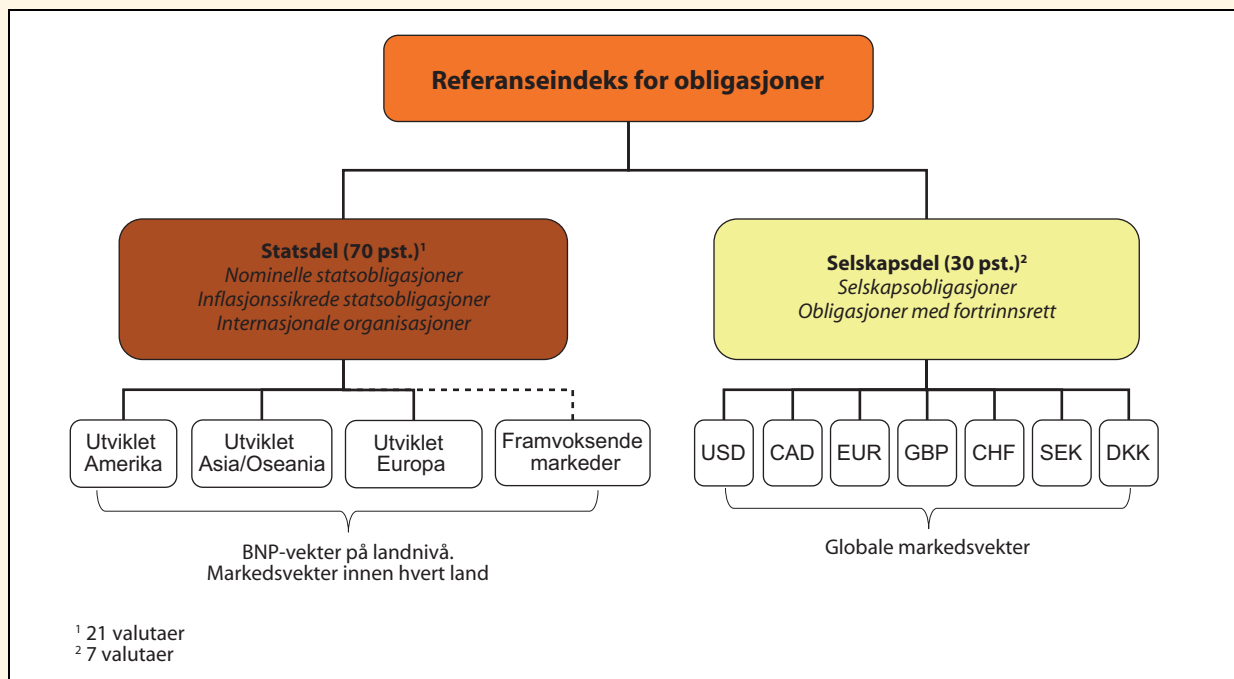
I statsdelen inngår nominelle og inflasjonssikrede statsobligasjoner utstedt i egen valuta samt obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner.¹ Det brukes BNP-vekter for å vekte landsammensetningen innen statsdelen av referanseindeksen. BNP-vektene beregnes som tre års vektet gjennomsnitt, og oppdateres en gang årlig. Det er månedlig, full rebalansering til vektene gjennom året. Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tilordnes land i henhold til valutaene som verdipapirene er utstedt i. Siden euro brukes som valuta av flere land, fastsettes det årlig en fast vekt for slike obligasjoner i euro. BNP-vektene til land innen eurosonen justeres ned tilsvarende. Statsdelen av indeksen

er for tiden basert på 11 godkjente valutaer. Departementet foreslår i denne meldingen at antall godkjente valutaer i statsdelen av referanseindeksen økes til 21, se avsnitt 2.2.4 for nærmere omtale.

I selskapsdelen inngår selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett.² Det benyttes globale markedsvekter i denne delen av referanseindeksen. Selskapsdelen av indeksen har syv godkjente valutaer.

¹ Indeksene Barclays Capital Global Treasury GDP Weighted by Country og Barclays Capital Global Inflation Linked benyttes til å velge ut obligasjonene som inngår i statsdelen av referanseindeksen. Vektingsregimet internt i statsdelen følger metodikken til førstnevnte indeks.

² Indeksen Barclays Capital Global Aggregate benyttes til å velge ut obligasjonene som inngår i selskapsdelen av referanseindeksen (delmarkedet selskapsobligasjoner og undergruppen obligasjoner med fortrinnsrett i delmarkedet pantelikrede). Vektingsregimet følger metodikken til denne indeksen.



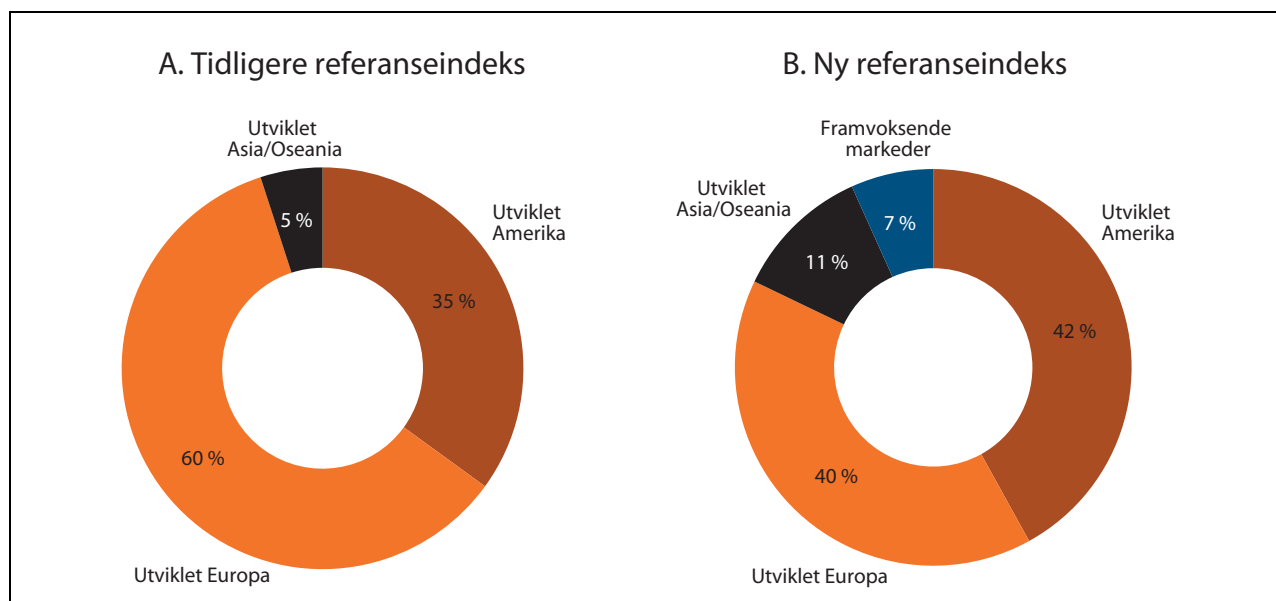
Figur 2.5 Ny referanseindeks for SPU's obligasjonsinvesteringer

Kilde: Finansdepartementet.

perioden 2002-2011 dersom den nye obligasjonsindeksen hadde vært benyttet. Variasjoner i fondets avkastning målt i norske kroner påvirker imidlertid ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

Både tidligere og ny indeks består utelukkende av obligasjoner med høy kredittvurdering, såkalt «investment grade». En sammenlikning av hvordan

obligasjonene i tidligere og ny indeks fordeler seg på de ulike karakterene for kredittvurdering viser en viss økning i kredittisiko. Sammenlikningen er gjort basert på kredittvurderinger ved inngangen til 2012. Det er særlig utvidelsen med de framvoksende markedene som fører til en reduksjon av andelen obligasjoner med høyeste kredittvurdering

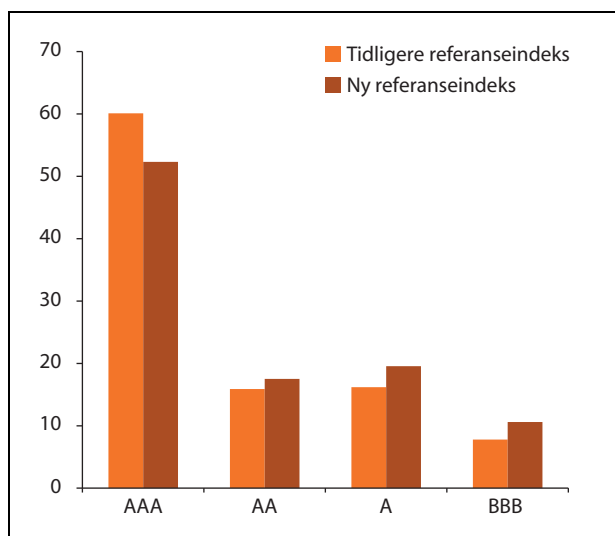


Figur 2.6 Referanseindeksens fordeling på ulike landgruppers valutaer. Prosent av referanseindeks målt ved nominell markedsverdi ved inngangen til 2012

Kilder: Barclays Capital og Finansdepartementet.

og en økning i andelen med laveste kredittvurdering innen «investment grade». Andelen obligasjoner med kredittvurdering lik A eller lavere øker fra om lag 24 pst. til om lag 30 pst. med ny indeks, jf. figur 2.7. Utvidelsen med framvoksende markeder forklarer 90 pst. av denne økningen.

En noe høyere kredittrisiko i obligasjonsindeksen setter høyere krav til forvalter. Norges Bank



Figur 2.7 Fordeling på kredittkarakterer innen «investment grade». Prosent av referanseindeks målt ved nominell markedsverdi ved inngangen til 2012

Kilder: Barclays Capital og Finansdepartementet.

varslet for ett år siden i strategiplanen for 2011-2013 at de var i ferd med å bygge ut kompetansen innen forvaltningen av kredittobligasjoner og obligasjoner utstedt i framvoksende markeder. Bankens årsrapport for forvaltningen av SPU i 2011 viser at analysekapasiteten på kredittrisiko er styrket gjennom 2011.

Norges Bank anslår durasjonen i både ny og tidligere indeks til om lag seks år. Durasjon er et mål på hvordan avkastningen i indeksen påvirkes av endringer i det generelle rentenivået. En durasjon på seks år betyr at en økning (reduksjon) i rentenivået på en prosentenhet gir et verdifall (verdiøkning) i indeksen på om lag 6 pst. Beregningen til Norges Bank bekrefter at det ikke kan forventes en vesentlig forskjell i rentefølsomhet mellom tidligere og ny indeks.

2.2.6 Forvaltningsmandat og Norges Banks operative referanseportefølje

Departementet legger opp til å endre forvaltningsmandatet slik at Norges Bank blir pålagt å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke ved investeringer i statspapirer, jf. omtale i avsnitt 2.2.3.

I rapporten fra Schaefer og Behrens som ble omtalt i Meld. St. 15 (2010-2011), ble det foreslått å skille ut deler av obligasjonsinvesteringene i egne porteføljer med tilpassede mandater, såkalte tilleggsporteføljer. Departementet har ikke valgt en slik løsning. Det er i stedet valgt en enklere løsning

i tråd med rådet fra Norges Bank. Departementet vil imidlertid vurdere om det bør etableres særskilte rapporteringskrav for selskapsdelen og for statsobligasjoner fra framvoksende markeder.

En utvidelse med framvoksende markeder i referanseindeksen vil gjøre det nødvendig å endre rammen for investeringer i obligasjoner med kredittvurdering under «investment grade». Departementet vil også vurdere om det er behov for andre endringer i mandatet i lys av de endringer i referanseindeksen som det nå legges opp til.

Banken skriver i brev 18. mars 2011 at den strategiske referanseindeksen ikke kan gjenspeile all risiko som fondet bør være eksponert mot til enhver tid. Slike vurderinger må baseres på skjønn og være en del av den operative forvaltningen. Norges Bank har derfor etablert en operativ referanseportefølje innenfor dagens rammer for aktiv forvaltning. Den operative referanseporteføljen skal være et verktøy for å styre og kommunisere hvilke tilpasninger banken gjør i forvaltningen av obligasjonsinvesteringene.

I Norges Banks årsrapport om forvaltningen av SPU i 2011 er den operative referanseporteføljen for obligasjoner beskrevet nærmere. Den største forskjellen mellom strategisk referanseindeks fastsatt av Finansdepartementet og operativ referanseportefølje for obligasjoner etablert av Norges Bank er en reduksjon av antall obligasjoner og utstedere. Den operative referanseporteføljen inkluderte ved årsskiftet rundt 5 000 obligasjoner, mens den strategiske referanseindeksen inneholdt rundt 11 500 obligasjoner. Banken skriver i årsrapporten:

«De sentrale risikoegenskapene ved den strategiske referanseindeksen kan gjenskapes gjennom et betydelig mindre antall verdipapir, noe som bidrar til å redusere kompleksiteten i porteføljen og kostnadene i forvaltningen. Det gir også en bedre mulighet for dypere analyser av de enkelte investeringene.»

Banken har i den operative referanseporteføljen allerede innført BNP-vekting av statsobligasjoner i euro. Samtidig inneholder den operative referanseporteføljen flere land og valutaer. Banken har blant annet inkludert statsobligasjoner i lokal valuta fra framvoksende markeder som Kina, India og Indonesia. Investeringene i disse markedene er et eksempel på at banken søker å utnytte sine særlige fortrinn som en stor investor, jf. beskrivelse i bankens brev 1. februar 2012.

I årsrapporten for 2011 skriver banken at markedsvektede indekser automatisk vil gjenspeile strukturelle endringer i utstedelsen av nye verdi-

papirer. Ved fastsettelse av den operative referanseporteføljen kan banken vurdere hensiktsmessigheten for fondet av slike endringer. Et eksempel er endringer i utstedelsen av obligasjoner i ulike deler av bankenes kapitalstruktur som følge av nye reguleringer av finanssektoren. Det er ikke åpenbart at slike endringer automatisk bør gjenspeiles i fondets investeringsstrategi.

Den operative referanseporteføljen er også ment å gi en tilpasning til tekniske svakheter ved den strategiske referanseindeksen. Slike svakheter er for eksempel automatisk utelukkelse av obligasjoner som faller under et gitt nivå for kredittvurdering, og utelukkelse av obligasjoner med mindre enn ett år igjen til forfall.

2.3 Ny geografisk fordeling av den strategiske referanseindeksen for aksjer

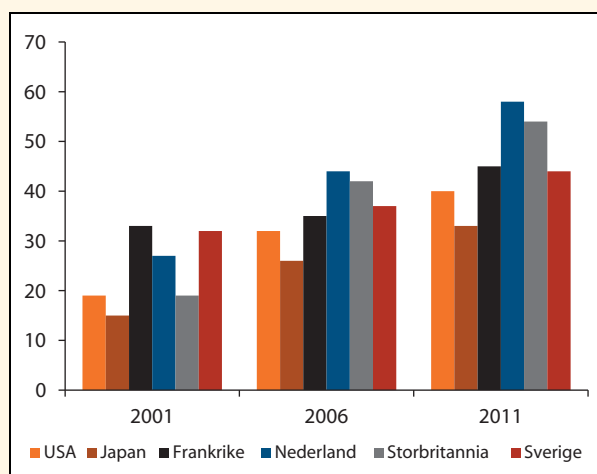
2.3.1 Innledning

Dagens strategiske referanseindeks for aksjer i Statens pensjonsfond utland (SPU) er fordelt på tre regioner med følgende faste vekter: 50 pst. Europa, 35 pst. Amerika og Afrika og 15 pst. Asia og Oseania. Som for referanseindeksen for obligasjoner har den høye andelen av investeringene i Europa vært begrunnet i hensynet til fondets valutarisiko. Ettersom vi importerer mest fra Europa, har det vært naturlig å tenke at vi beskytter kjøpekraften til fondet mot valutarisiko ved å investere mest i europeiske markeder.

I Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 gjorde departementet en ny vurdering av fondets valutarisiko. Departementet konkluderte med at valutarisikoen synes å være mindre enn tidligere antatt og at det ikke lenger var grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa. I meldingen skrev departementet at en geografisk fordeling i samsvar med markedsverdier var et naturlig utgangspunkt for sammensetning av fondets aksjeportefølje, men at hensyn til investerbarhet, konsentrasjonsrisiko og forventninger til avkastning og risiko i ulike markeder også måtte tas med i vurderingen. Departementet skrev dessuten at et aktuelt spørsmål var om andelen av fondet som investeres i framvoksende markeder, burde øke mer enn det som følger av markedsutviklingen og en nedvekting av Europa.

I dette avsnittet legges det fram planer for endring i den geografiske fordelingen av den strategiske referanseindeksen for aksjer i SPU.

Boks 2.5 Globalisering i aksjemarkedet



Figur 2.8 Selskapers salg til utlandet i prosent av totalt salg for utvalgte land

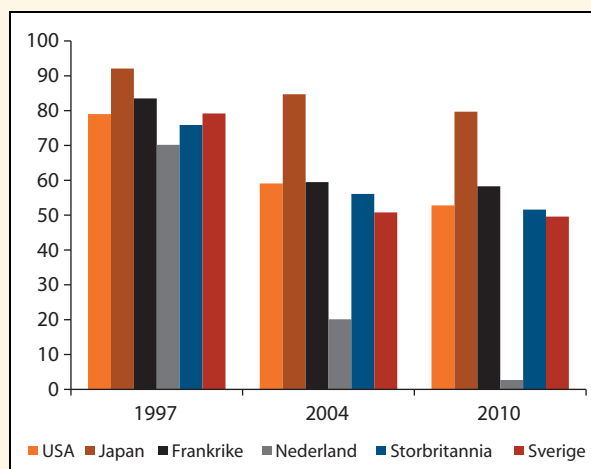
Kilde: MSCI.

Økt globalisering og reduserte handelshindringer har kjennetegnet utviklingen i verdensøkonomien de siste 20 årene. Sterk vekst i framvoksende økonomier har gradvis flyttet verdens økonomiske tyngdepunkt.

De børsnoterte selskapene tar del i globaliseringen. Figur 2.8 viser at i 2011 kom opp mot halvparten av inntektene til de børsnoterte selskapene fra andre land enn der selskapet er notert. Hjemmemarkedene er likevel fortsatt av stor betydning.

Globaliseringen gjenspeiles også i aksjemarkedene. Kostnadene ved å investere internasjonalt har falt kraftig. Stadig flere land og selskaper er blitt tilgjengelige for internasjonale investorer. Mens den globale aksjeindeksen All Country World Index til indeksleverandøren MSCI i 1989 omfattet vel 1 100 selskaper, hadde antallet økt til hele 14 600 selskaper i 2011.

Over tid er det blitt lettere for investorer å spre investeringene på mange land og regioner. Aksjeporteføljene til institusjonelle investorer er blitt mer globale, jf. figur 2.9. Mange investorer likevel fortsatt mest i sine nærområder. Dette



Figur 2.9 Hjemmefavorisering¹ i utvalgte land. Prosent

¹ Hjemmefavorisering («home bias») er her definert som 100 pst. minus faktisk internasjonal aksjeallokering delt på markedsvektet internasjonal aksjeallokering.

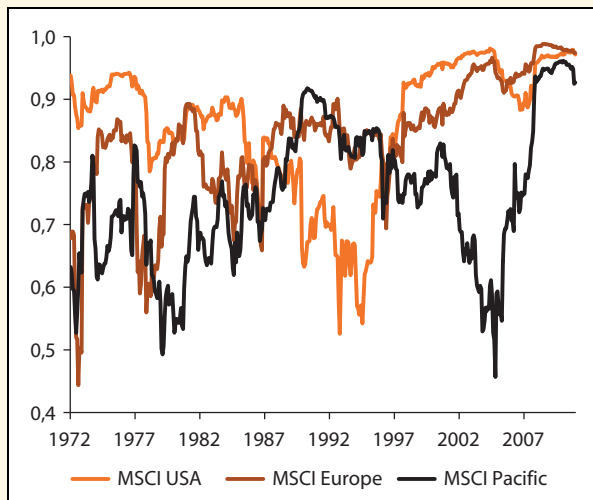
Kilde: MSCI.

kan henge sammen med at investorene kan ha enkelte fortrinn der, blant annet i form av redusert valutarisiko, fordelaktig skattemessig behandling, bedre informasjonstilgang eller bedre beskyttelse mot ulike former for politisk risiko.

Globaliseringen vever verdens ulike aksjemarkeder tettere sammen. Kursutviklingen i ulike markeder er blitt mer sammenfallende, særlig siden finanskrisen i 2008, jf. figur 2.10.

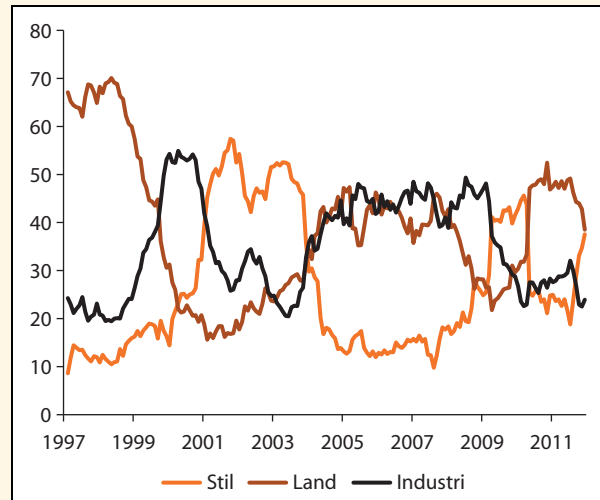
MSCI har utviklet en modell som søker å forklare systematiske forskjeller i avkastningen mellom aksjer. Modellen kan blant annet brukes til å sammenlikne betydningen av hvilket land aksjene er notert i, med andre forklaringsfaktorer, slik som hvilken næring selskapene opererer i og andre karakteristika ved selskapene som investorene gjerne ser på. Figur 2.11 viser at betydningen av hvilket land selskapet er notert i fortsatt er viktig, selv om betydningen har avtatt over tid.

Boks 2.5 (forts.)



Figur 2.10 Samvariasjonen over foregående 36 måneder mellom avkastningen i forskjellige regionale aksjemarkeder og verdensmarkedet målt i felles valuta.

Kilde: MSCI.



Figur 2.11 Betydningen av ulike forklaringsfaktorer i aksjemarkedet.¹ Prosent

¹ Andel av den samlede systematiske variasjonen i avkastningen på et bredt utvalg av aksjer (tverrsnittsvariasjon) som kan forklares ved hjelp av land, næring og ulike andre karakteristika ved aksjeselskapene.

Kilde: MSCI.

2.3.2 Kriterier og referansepunkter for geografisk fordeling av aksjer

Siktemålet med investeringene i SPU er å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko. Den geografiske fordelingen av investeringene skal understøtte dette målet gjennom å bidra til at forholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet blir best mulig.

Den geografiske fordelingen til fondets strategiske referanseindeks for aksjer bør bidra til god spredning av risikoen i fondet både på kort og lang sikt. Fondets lange tidshorison taler for at hovedvekten bør legges på langsiktige hensyn.

På kort sikt kan en bred geografisk spredning av investeringene bidra til å redusere svingningene i avkastningen av porteføljen dersom avkastningen i ulike lands markeder ikke beveger seg helt i takt. Analyser av historisk avkastning tyder på at potensialet for å oppnå lavere svingninger i aksjeporteføljen gjennom å spre investeringene på tvers av land er blitt mindre. Dette illustreres i figur 2.11, som viser økt grad av samvariasjon i avkastningen mellom de ulike markedene. Globaliseringen, der verdens økonomier og finansmarkeder veves stadig tettere sammen, er en viktig forklaring på dette, jf. boks 2.5.

Når selskapene i referanseindeksen blir mer internasjonale, blir deres utvikling mer avhengig av utviklingen globalt. Selskaper i samme bransje, men notert i ulike land, kan få felles utvikling. Den geografiske fordelingen av fondets referanseindeks bør ivareta behovet for en bred spredning av investeringene på tvers av ulike sektorer som finans, helse, energi, teknologi osv. Avkastningen mellom sektorene har variert betydelig, og enkeltsektorer kan i perioder falle vesentlig mer enn det samlede aksjemarkedet.

Fondets lange investeringshorison tilsier at en bør legge vekt på risiko som er knyttet til mer unike hendelser i et land eller en region. Eksempler kan være langvarige økonomiske kriser, store naturkatastrofer og kriger. Siden dette er begivenheter som sjelden inntreffer, er det vanskelig å tallfeste hvor sannsynlige de er. Det er likevel viktig å forholde seg til at slike hendelser kan forekomme. Et spørsmål er derfor hvorvidt den geografiske fordelingen innebærer for stor konsentrasjon av investeringene i enkeltland eller -regioner.

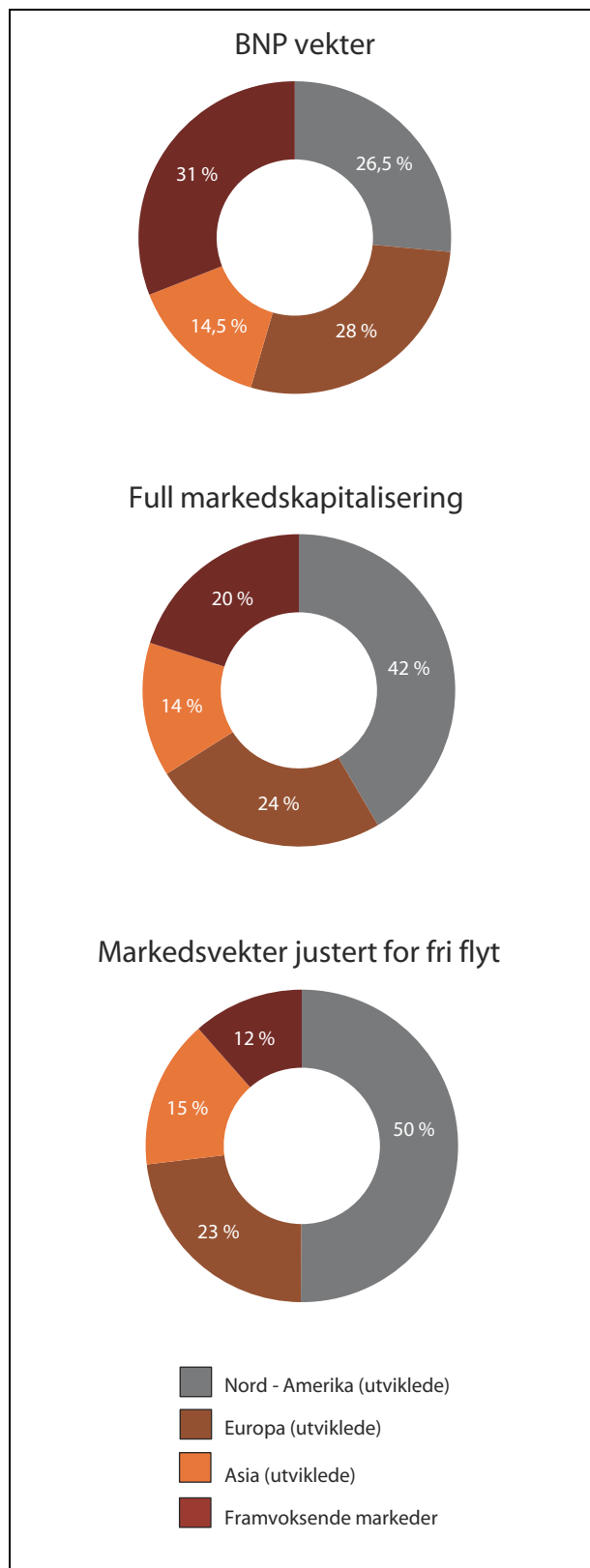
Aksjeinvesteringene gjør at fondet tar del i verdens økonomiske vekst og verdiskaping. En stor og økende del av denne veksten foregår i framvoksende økonomier. I tråd med dette har framvoksende aksjemarkeders andel av det globale aksje-

markedet økt kraftig de siste ti årene. Utviklingen reflekterer økt tilfang av nye land og selskaper, samt høy historisk avkastning. Framvoksende aksjemarkeder er blitt viktigere de senere årene. Investeringer i framvoksende markeder har dessuten en noe annen risikoprofil enn investeringer i utviklede markeder. Aksjer i framvoksende markeder har gjerne lavere omsettelighet, og avkastningen varierer mer enn i utviklede markeder. Det gjør det naturlig å vurdere andelen framvoksende markeder særskilt når fondets geografiske fordeling skal drøftes.

SPUs særtrekk kan også ha betydning for den geografiske fordelingen av fondets investeringer. Et mål om å redusere fondets valutarisiko har vært en viktig begrunnelse for den høye andelen i Europa. Hensynet til å sikre fondets investeringer mot politisk risiko kan tenkes å trekke i samme retning. På den annen side kan investeringer i mer fjernliggende strøk og i økonomier som er mer ulike vår egen, kunne bidra til at fondets avkastning i noe mindre grad svinger i takt med utviklingen i norsk økonomi. Dette vil i så fall bidra til en bredere spredning av risikoen i den samlede nasjonalformuen som fondet er en del av. Investeringer i framvoksende markeder kan dessuten tenkes å utnytte fondets særlig lange tidshorisont og begrensede behov for likviditet.

Globale markedsvekter er et mye brukt prinsipp for aksjeindekser. Slike markedsvekter betyr at hvert enkelt selskap inngår i indeksen med en vekt tilsvarende den markedsverdien aksjene i selskapet utgjør av verdien på hele aksjemarkedet. I en markedsvektet aksjeindeks blir den geografiske fordelingen bestemt av selskapenes markedsverdi og hvor de er børsnoterte. Land med store aksjemarkeder målt i markedsverdi vil derfor få høyere vekt enn land med mindre aksjemarkeder.

De siste ti årene er det blitt vanlig å justere markedsvektede indekser for såkalt fri flyt. Dette innebærer at vektene blir justert ned for eierandelene til store langsiktige eiere og ved krysseierskap, fordi disse eierandelene ikke er fritt omsettelige. De justerte vektene gir et bedre mål på kapitalen som er tilgjengelig for finansielle investorer. På den annen side vil vektene i mindre grad reflektere all den kapitalen som finnes. Figur 2.12 viser at justering for fri flyt har betydning for hvordan den geografiske fordelingen av verdens aksjekapital måles. I framvoksende markeder er en betydelig andel av aksjene ikke fritt omsettelige. Framvoksende markeder får derfor en lavere vekt i en markedsvektet indeks justert for fri flyt, sammenliknet med en indeks basert på full markeds kapitalisering.



Figur 2.12 Illustrasjon av geografisk fordeling av aksjer i SPU med forskjellige vektingsprinsipper. Basert på markedskurser per desember 2011. Prosent

Kilder: Finansdepartementet, Norges Bank, FTSE og MSCI.

Risikospredning går ut på å fordele investeringene over flest mulig kilder til avkastning. Et spørsmål er om en geografisk fordeling basert på markedsvekter ivaretar dette hensynet i tilstrekkelig grad. En måte å vurdere dette på er å sammenlikne med den geografiske fordelingen av verdens BNP. Fordelingen av verdens BNP gjenspeiler i betydelig grad hvordan verdens produktive kapital er fordelt mellom land og regioner.

Figur 2.12 viser at nærmere 90 pst. av verdens noterte aksjemarkeder befinner seg i utviklede land, mens utviklede lands økonomier utgjør om lag to tredjedeler av verdens samlede BNP. Dette henger sammen med at mer utviklede land har en mer utviklet finansiell sektor. Dermed vil gjerne en større andel av kapitalen i landet være notert på børs. Forskjellen kommer tydeligst til syne når en sammenlikner Nord-Amerika med framvoksende markeder. Nord-Amerika utgjør om lag halvparten av verdens noterte aksjemarkeder (målt ved markedsvekter justert for fri flyt), men bare en fjerdedel av verdens samlede BNP. Framvoksende markeder utgjør nærmere en tredjedel av verdens samlede BNP, og 20 pst. av all aksjekapital, men bare 12 pst. av aksjemarkedet etter justering for fri flyt.

2.3.3 Eksterne analyser og råd

Departementet har i forbindelse med vurderingen av referanseindeksens geografiske fordeling innhentet analyser og råd fra konsultentselskapet MSCI og fra professor Campbell Harvey ved Duke University. Både MSCI og Harvey har vurdert avkastning og risiko for investeringer i framvoksende markeder. MSCI har også vurdert risikoen ved høye eierandeler i USA eller Europa, og avkastnings- og risikoegenskapene ved ulike vektingsprinsipper. Rapportene er tilgjengelige på departementets internettsider (www.regjeringen.no/spf).

Departementet har i brev 2. februar 2012 motatt råd fra Norges Bank om den strategiske referanseindeksen for aksjer. Brevet er trykket som vedlegg 3 i denne meldingen. Banken har dessuten utarbeidet analysenotater om temaer relatert til fondets geografiske fordeling. Notatene er tilgjengelige på bankens internettsider (www.nbim.no).

Vurderinger av markedsvekter

Norges Bank anbefaler i brev til Finansdepartementet 2. februar 2012 at:

«(...) utgangspunktet i en markedsvektet indeks videreføres».

Banken framhever at den strategiske referanseindeksen for aksjer bør gjenspeile rollen aktivaklassen har i fondet. For å sikre størst mulig åpenhet og transparens, bør utgangspunktet være ledende, lett tilgjengelige indekser.

Bankens forslag er basert på at de globale markedsvektene justeres for fri flyt. Banken skriver at med fri flyt-justering vil ulik eierstruktur i forskjellige markeder innebære at en markedsvektet referanseindeks vil ha om lag 5 prosentenheter lavere innslag av asiatiske aksjer og et tilsvarende høyere innslag av amerikanske aksjer enn den fulle markedsverdien av selskapene i disse regionene skulle tilsi.

Banken skriver videre at analyser av historisk avkastning viser at porteføljer satt sammen med utgangspunkt i andre kriterier for vekting enn en markedsvektet portefølje, kan gi et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko. Det er imidlertid bankens vurdering at slike kriterier for vekting ikke bør nedfelles i den strategiske referanseindeksen for aksjer, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.7.

Norges Banks råd er at regionfordelingen i referanseindeksen for aksjer bør være basert på markedsvekter. Banken skriver at:

«(...) den strategiske regionfordelingen for fondets aksjeinvesteringer bør bevege seg i retning globale markedsvekter. En tilpasning til ny referanseindeks bør skje over lang tid og i flere steg.»

Banken skriver videre at målet om høyest mulig langsiktig internasjonal kjøpekraft best sikres gjennom bredt eierskap til produksjonen av varer og tjenester. Fondet bør bare ha en geografisk fordeling som avviker fra markedsvektene dersom en slik sammensetning enten bidrar til å redusere risikoen eller til høyere forventet avkastning.

Norges Bank skriver at den legger vekt på å være en forutsigbar og langsiktig investor med en felles interesse med selskaper og land der den investerer om å skape verdier over tid. Det innebærer at rettighetene som investorer har, må bli respektert, at rammebetingelsene er stabile, samt at det er rimelig sikkerhet for at investeringene er trygge. Som minoritetsaksjonær er banken avhengig av god eierskapspraksis, liten forskjellsbehandling og god beskyttelse av sine rettigheter i lover og rettssystemer. Norges Bank skriver at det er mulig at fondet bør ha en høyere vekt i

Europa enn i andre regioner dersom disse hensynene skal tillegges vekt. Banken skriver at det kan være naturlig å se Europa som et utvidet hjemmemarked for fondet, med en lavere risiko knyttet til forhold som finansiell proteksjonisme eller beslaglegging eller frysing av fondets midler.

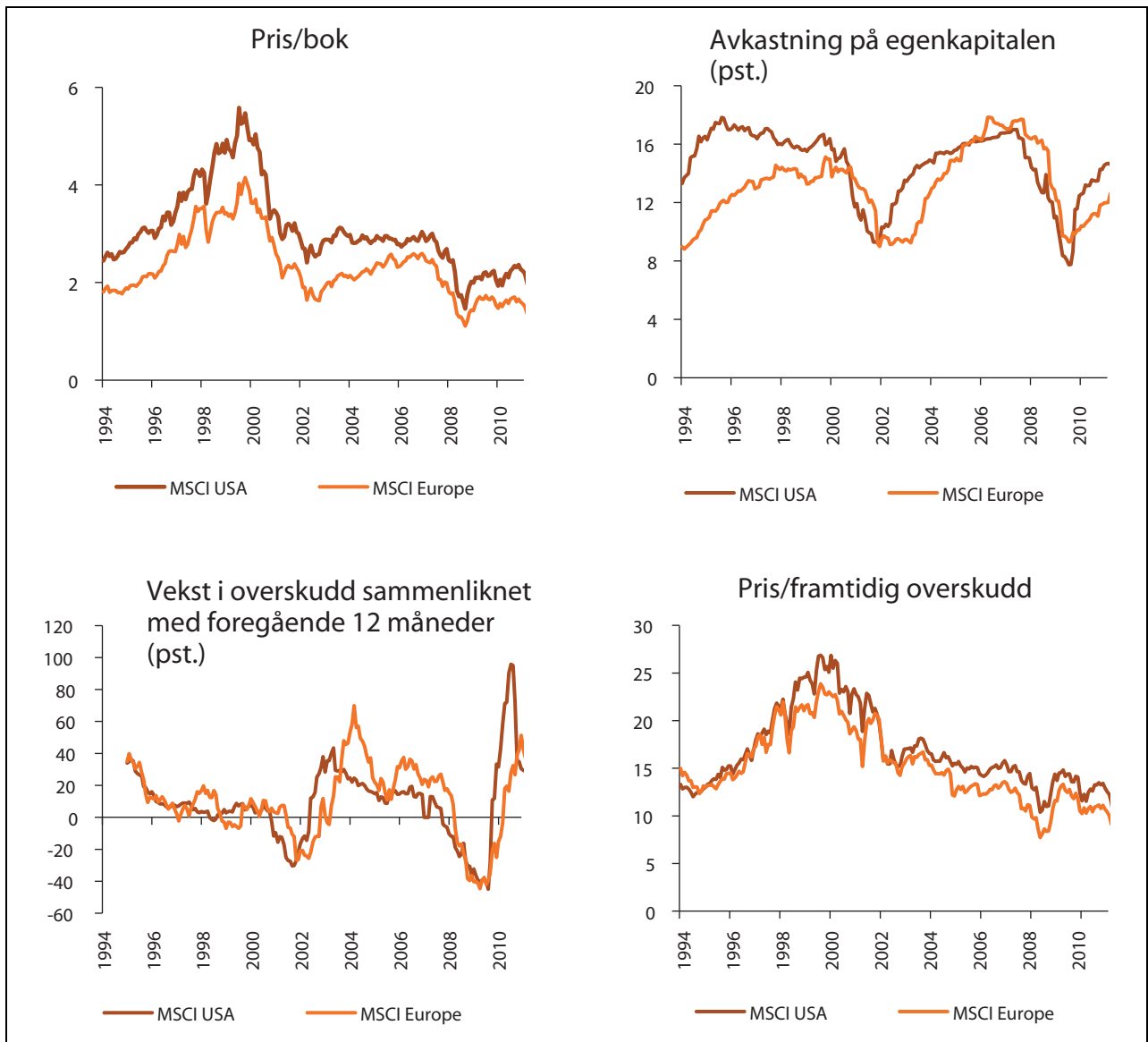
MSCI skriver i sin rapport at markedsvokter er et godt og objektivt kriterium for å beskrive investeringsmulighetene i det globale aksjemarkedet. Det begrunnes blant annet ut fra at globale markedsvokter er enkle å beregne. Kostnadene med å vedlikeholde en slik referanseindeks er dessuten lave. I en markedsvektet portefølje vil selskaper med høy markedsverdi få en høy vekt i indeksen. Siden aksjer i selskaper med høy markedsverdi ofte er lette å omsette, vil det bidra til at omsetteligheten til aksjene i porteføljen gjennomgående er høy. MSCI trekker også fram at markedsvokter vil fange opp endringer i investeringsuniverset på en god måte, ettersom nye markeder fortløpende tas inn med sine markedsvokter.

MSCI peker på at en svakhet ved globale markedsvokter er at de ikke tar høyde for at enkeltaksjer eller deler av markedet i perioder kan være priset for høyt eller for lavt i forhold til deres langsiktige verdier. Med markedsvokter får aksjer høyere vekt i indeksen når de er høyt verdsatt enn når de er lavt verdsatt. Slike vekter vil derfor kunne medføre en for høy vekt på «dyre» aksjer og en for lav vekt på «billige» aksjer. Dette kan over tid gi lavere avkastning. MSCI trekker også fram at globale markedsvokter kan gi høy konsentrasjon mot enkeltland. Japans aksjemarked utgjorde over 40 pst. av den globale aksjeindeksen i 1980. Etter det fulgte en lang periode med vesentlig lavere avkastning i Japan enn i det øvrige globale aksjemarkedet. Erfaringene i Japan trekkes fram som en viktig årsak til at investorene begynte å etterspørre indekser basert på andre vektingsprinsipper enn globale markedsvokter, slik som vekter basert på fordelingen av verdens BNP.

Tabell 2.2 Historisk avkastning og standardavvik i USA og Europa 1970-2011. Prosent

	MSCI USA (USD)	MSCI Europe (lokal valuta)	MSCI USA (NOK)	MSCI Europe (NOK)
Gjennomsnittlig årlig avkastning				
<i>1970 – 2011</i>	9,5	9,6	9,0	9,6
1970-1979	4,6	5,0	0,8	4,6
1980-1989	17,1	20,9	20,6	22,0
1990-1999	19,0	15,9	21,4	16,8
2000-2009	-1,3	0,0	-4,5	-0,9
Årlig standardavvik				
<i>1970 – 2011</i>	15,7	15,5	17,5	15,7
1970-1979	15,9	14,3	17,2	15,4
1980-1989	16,2	15,1	19,1	14,7
1990-1999	13,4	15,2	16,9	15,4
2000-2009	16,2	17,1	17,0	17,0
Risikojustert årlig avkastning				
<i>1970 – 2011</i>	0,60	0,62	0,51	0,61
1970-1979	0,29	0,35	0,05	0,30
1980-1989	1,05	1,39	1,08	1,49
1990-1999	1,42	1,04	1,27	1,09
2000-2009	-0,08	0,00	-0,26	-0,05

Kilde: MSCI.



Figur 2.13 Verdssettelse og vekstkarakteristika for USA og Europa. Juni 1994–desember 2011

Kilde: MSCI.

MSCI har på oppdrag fra Finansdepartementet analysert forskjellene mellom en markedsvektet portefølje som er justert for fri flyt og en BNP-vektet portefølje. En BNP-vektet portefølje har gitt 1,2 prosentenheter høyere årlig avkastning etter transaksjonskostnader for perioden fra 1970 til 2011, uten at risikoen har vært vesentlig annerledes. MSCI mener at den høyere vekten til framvoksende markeder som følger av BNP-vekter er den viktigste årsaken til den høyere avkastningen i denne perioden.

Konsentrasjonsrisiko

SPU har i dag en høy andel investert i Europa, mens globale markedsvekter ville gitt en høy

andel i USA. Historien har vist at land eller økonomisk integrerte regioner kan bli utsatt for særskilte sjokk som kan gi lange perioder med svak avkastning i aksjemarkedene. Utviklingen i Japan de siste tiårene trekkes ofte fram som et eksempel på dette, jf. ovenfor. Departementet har derfor bedt konsultantselskapet MSCI om å analysere risikoen ved store eierandeler i henholdsvis USA og Europa. MSCI har blant annet vurdert risikoen for hendelser som i utgangspunktet har lav sannsynlighet for å inntreffe, men store konsekvenser for avkastningen dersom de først inntreffer. Fondets lange tidshorison tilsier at en bør legge vekt på slik risiko.

MSCI skriver i sin rapport at både USA og Europa har store børsmarkeder med bred spred-

ning av risiko. I begge markedene er selskapene bredt fordelt på ulike sektorer, og vekten til selv de største enkeltelskapene er moderat. Markedene har historisk hatt lavere svingninger enn andre regionale aksjemarkeder.

MSCI peker på at de amerikanske og europeiske aksjemarkedene er tett integrerte. Det er mange fellestrekk mellom kursutviklingen i de to markedene. Aksjemarkedene i de to områdene har gitt ganske lik avkastning i perioden fra 1970 fram til i dag, jf. tabell 2.2. Perioder med stor usikkerhet i finansmarkedene, eller perioder med sterkt optimisme, som under IT-boblen ved årtusenskiftet, synes også å virke ganske likt inn på markedene. Det gjelder særlig når en tar hensyn til at IT-sektoren utgjør en større andel av markedet i USA, og finanssektoren en større andel i Europa.

Realøkonomisk ser det ut til å være mange likheter mellom selskapene som er børsnoterte i Europa og i USA. Selskapene er internasjonalt

orienterte med stor omsetning i andre land, selv om hjemmemarkedene fortsatt er viktige, jf. boks 2.5. Selskapenes overskudd og avkastning på egenkapitalen har hatt en ganske lik utvikling i de to markedene, jf. figur 2.13.

Totalt sett konkluderer MSCI med at det ikke er vesentlige forskjeller mellom de to markedene. Risikoen ved en høy andel av aksjeporteføljen i Europa eller USA er etter MSCIs vurdering særlig muligheter for spesielle negative hendelser. MSCI peker på forhold som landspesifikke makroøkonomiske sjokk og forverring av staters kredittverdighet som eksempler på slike hendelser.

Vurderinger av framvoksende markeder

Framvoksende markeders andel av verdens aksjemarkeder og av SPUs aksjeinvesteringer har økt over tid, jf. boks 2.6.

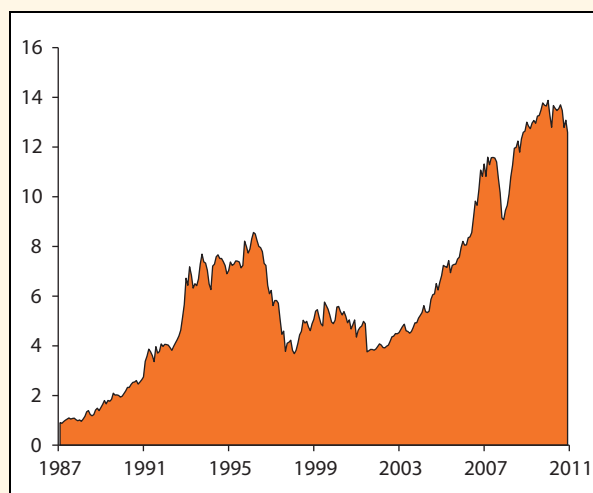
MSCI viser i sin rapport at framvoksende aksjemarkeder samlet sett har gitt betydelig høy-

Boks 2.6 Framvoksende markeder

Begrepet framvoksende markeder er ikke knyttet til noen bestemt region i verden, men til markeder i land med en viss grad av finansiell utvikling. Erfaringsmessig gir graden av økonomisk utvikling, målt ved BNP per innbygger, en god indikasjon på hvilke markeder som er fremvoksende. Det er videre normalt å skille mellom utviklede framvoksende markeder, sekundære framvoksende markeder og såkalte frontmarkeder («frontier markets»).

Framvoksende markeder utgjør en stadig større andel av verdens aksjemarkeder, jf. figur 2.14. I MSCI sine globale aksjeindekser er 21 land klassifisert som framvoksende markeder mot 10 land i 1989. Framvoksende markeder utgjorde om lag 13 pst. av MSCI sin verdensindeks i 2011, mot kun 1 pst. i 1988. Utviklingen har vært drevet av høy avkastning, nye markeder som åpnes opp og av at størrelsen på aksjemarkedene vokser etter hvert som velstandsnivåene i økonomiene stiger.

Framvoksende markeder ble inkludert i SPUs referanseindeks for aksjer første gang i 2000. Antallet framvoksende markeder ble økt noe i 2004. I 2007 var det en bred gjennomgang av framvoksende markeder, jf. St.meld. nr. 16 (2007-2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007. Som et resultat ble antallet land fondet har investeringer i økt betydelig. Departe-



Figur 2.14 Framvoksende markeders andel av verdensmarkedet. Prosent

Kilde: MSCI.

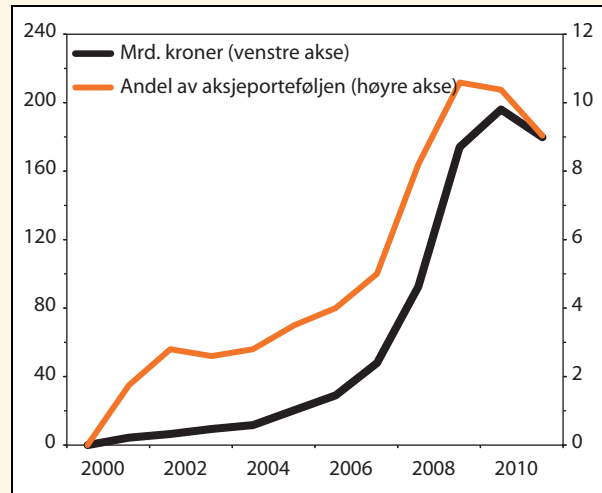
mentets analyser viste til at landrisiko, oppgjørsrisiko og risiko ved det juridiske rammeverket var høyere i framvoksende markeder enn i de utviklede aksjemarkedene. Samtidig ble det lagt vekt på at denne risikoen dels ble fulgt opp av indeksleverandøren og at Norges Banks hadde egne kontrolltiltak. Det ble dessuten framhevet at også sammenliknbare fond fordelte en god del av sine midler til framvoksende aksjemarkeder.

Boks 2.6 (forts.)

SPUs referanseindeks har siden 2008 inkludert de noterte aksjemarkedene i samtlige land som indeksleverandøren FTSE klassifiserer som framvoksende. Ved utgangen av 2011 omfattet dette Brasil, Ungarn, Mexico, Polen, Sør-Afrika, Taiwan, Argentina, Chile, Kina, Colombia, Tsjekia, Egypt, India, Indonesia, Malaysia, Marokko, Pakistan, Peru, Filippinene, Russland, Thailand, Tyrkia og De forente arabiske emirater. Frontmarkedene er ikke tatt inn i den strategiske referanseindeksen for SPU, men det er tillatt for Norges Bank å investere i disse markedene som en del av den aktive forvaltningen av fondet.

Investeringene i de framvoksende markedene utgjorde ved utgangen av 2011 vel 9 pst. av verdien av fondets referanseindeks, jf. figur 2.15. Det er om lag 2 prosentenheter lavere enn den samlede markedsandelen disse markedene har i verdens aksjemarkeder sett under ett.

MSCI viser at mange store institusjonelle investorer har økt sine investeringer i framvoksende markeder de siste årene.

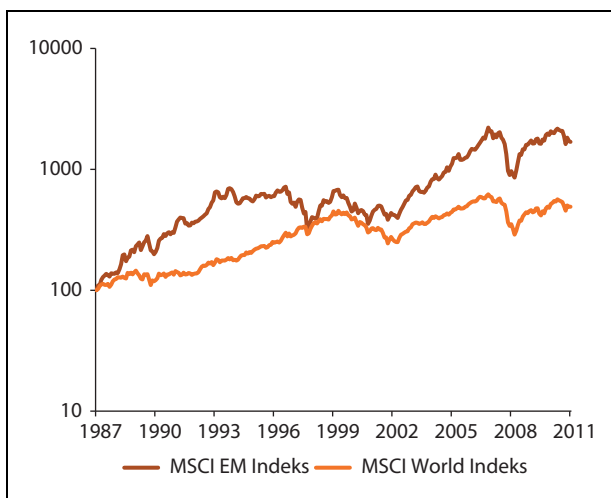


Figur 2.15 SPU's investeringer i framvoksende markeder. Mrd. kroner (venstre akse) og prosentvis andel av fondets aksjeportefølje (høyre akse)

Kilder: Norges Bank, FTSE og Finansdepartementet.

¹ Global Financial Stability Report, september 2011.

ere avkastning de siste tiårene enn de utviklede aksjemarkedene. Siden 1988 har investeringer i framvoksende markeder, målt ved MSCIs indeks for framvoksende markeder, gitt nær 13 pst. årlig avkastning. I samme periode ga investeringer i de utviklede aksjemarkedene om lag 7 pst. årlig



Figur 2.16 Samlet avkastning i framvoksende og utviklede markeder målt i amerikanske dollar. (1987=100)

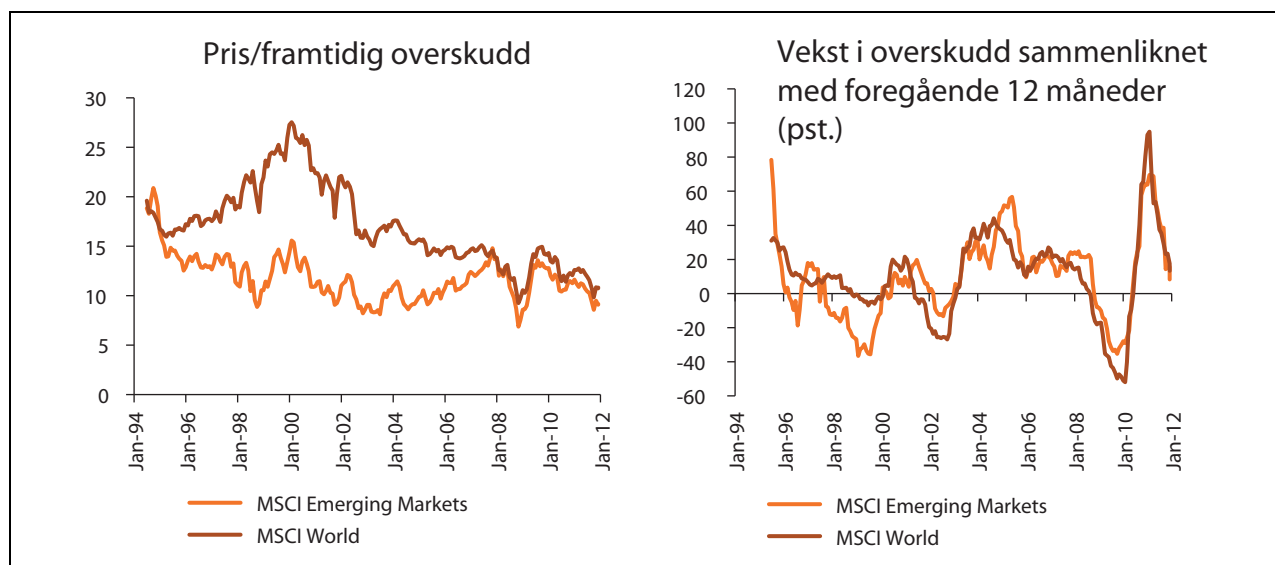
Kilde: MSCI.

avkastning jf. figur 2.16. Forskjellen har vært spesielt stor i perioden siden år 2000, da avkastningen i de utviklede aksjemarkedene var under 2 pst. per år.

MSCI understreker at investeringer i framvoksende markeder har høyere risiko. Svingningene i aksjekursene er større i disse markedene. MSCI peker på at framvoksende markeder historisk har gått gjennom flere kriser som har gitt store tap i aksjemarkedene. Eksempler er Asia-krisen i 1997, Russlands mislighold av statsgjeld i 1998 og den argentinske valutakrisen i 2002. Makroøkonomisk ustabilitet og avhengighet av utenlandsk finansiering trekkes fram som viktige årsaker til disse krisene.

MSCIs analyse viser at den landspesifikke risikoen er større i framvoksende markeder enn i utviklede markeder. MSCI trekker fram at deres indikatorer for makroøkonomisk risiko og kvalitet på regulering, håndhevelse av lovverket, samt omfanget av korrupsjon, ytringsfrihet, politisk stabilitet og minoritetsaksjonærers rettigheter viser et klart høyere risikonivå i framvoksende markeder.

Samlet sett viser MSCIs analyse at forholdet mellom avkastning og risiko målt ved standardavvik i perioden siden 1988 har vært betydelig bedre



Figur 2.17 Verdsettelse og vekstkarakteristika i framvoksende markeder

Kilde: MSCI.

for framvoksende aksjemarkeder enn for verdens aksjemarkeder.

MSCI trekker fram høy økonomisk vekst som en viktig forklaring på hvorfor framvoksende markeder har gitt høyere avkastning enn utviklede markeder. Mange framvoksende økonomier har de siste tiårene lykket med økonomisk og finansiell integrasjon med verdensøkonomien.

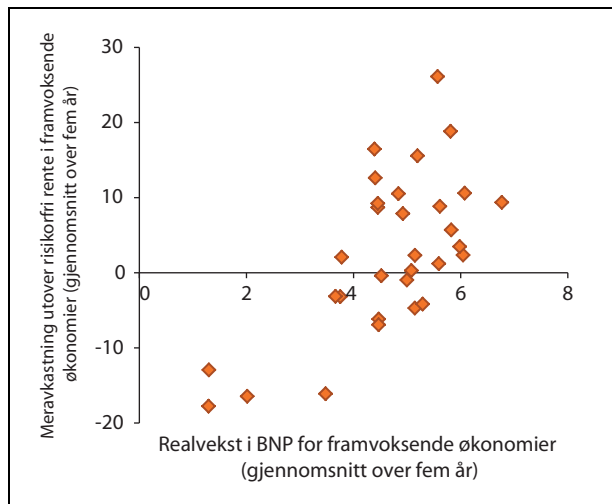
MSCIs analyse viser at utviklingen i framvoksende aksjemarkeder er blitt stadig mer sammenfallende med utviklingen i de utviklede markedene. Figur 2.17 viser at overskuddet per aksje i selskaper notert i framvoksende markeder har ligget nært opp til den tilsvarende utviklingen for verdens børsnoterte selskaper samlet sett. Figuren viser også at prisingen av aksjene i framvoksende markeder, målt ved forholdet mellom pris per aksje og overskudd per aksje, de siste årene har ligget på om lag samme nivå som for verdens aksjemarkeder generelt. Det tyder på at det er mange av de samme drivkreftene som bestemmer utviklingen både i framvoksende og utviklede aksjemarkeder.

MSCI peker på at framvoksende aksjemarkeder er blitt en sentral del av det globale aksjemarkedet og utgjør en naturlig del av porteføljen til globale investorer. MSCI skriver videre at en høyere vekt på framvoksende markeder enn markedsvekt kan vurderes av investorer som har god evne til å bære kortsiktige svingninger og som ønsker at porteføljen i større grad er rettet inn mot mulig langsiktig økonomisk vekst. Hovedrisikoen knyttet til framvoksende markeder er ifølge MSCI at globaliseringen stopper opp eller reverseres.

Departementet har også mottatt råd fra professor Campbell Harvey ved Duke University. Harvey analyserer forventet avkastning og risiko i framvoksende markeder og vurderer hvor stor andel investeringer i framvoksende markeder bør utgjøre av en global aksjeportefølje. Harvey har analysert framvoksende aksjemarkeder, men har ikke vurdert en eventuell høyere andel framvoksende aksjemarkeder opp mot den samlede strategien for fondet.

I likhet med MSCI skriver Harvey i sin rapport at forventet avkastning i framvoksende markeder synes å være høyere enn i utviklede markeder. Han knytter den høyere forventede avkastningen til bedre vekstmuligheter for framvoksende markeder, men også til høyere risiko. Større svingninger og høyere markedsrisiko, samt at aksjene kan være vanskeligere å omsette, trekkes fram som viktige kilder til den samlede risikoen. Harvey mener politisk risiko kan gi grunnlag for en høyere forventet avkastning, men etter hans vurdering er det ikke åpenbart at slik risiko for tiden er høyere i framvoksende markeder enn i utviklede markeder. Han viser her til gjeldssituasjonen i Europa.

Videre trekker Harvey fram at det er en nær sammenheng mellom økonomisk vekst og finansiell utvikling i mange framvoksende land. Når finansmarkedene utvikles, vil normalt tilgangen på kapital bli bedre og kapitalkostnadene falle. Dette bidrar til økte investeringer og økonomisk vekst. Harvey viser til at det er en positiv historisk sammenheng mellom økonomisk vekst og avkastning i framvoksende markeder over perioder på



Figur 2.18 Gjennomsnittlig vekst i BNP og avkastning utover gjennomsnittlig avkastning i aksjemarkedene i framvoksende økonomier over 5 år, målt i felles valuta. Prosent

Kilde: Harvey (2012).

flere år, jf. figur 2.18. Langsiktige investorer bør ifølge Harvey derfor ha en høyere andel i markeder hvor finansiell utvikling kan bidra til høyere vekst og avkastning.

Samlet mener Harvey at en langsiktig investor som SPU er godt egnet til å bære risikoen ved investeringer i framvoksende markeder. Han anbefaler at departementet vurderer en andel i framvoksende markeder, slik det er definert i indeksen til MSCI, på om lag 16 pst.³ Det er en noe høyere andel enn hva fri flyt-justerte globale markedsvekter tilsier. Harvey trekker spesielt fram fondets evne til å holde på investeringer over lang tid og den positive sammenhengen mellom finansiell utvikling og økonomisk vekst. Investeringene i framvoksende markeder bør ifølge Harvey ikke bare baseres på globale markedsvekter, men også på vekter som gjenspeiler fundamentale størrelser som for eksempel BNP.

Harvey analyserer også BNP-vekter som et alternativ til å knytte landfordelingen mellom framvoksende markeder til markedenes størrelse. Harvey peker på at aksjekursene i framvoksende markeder kan svinge kraftig sammenliknet med andre markeder. Det kan også være større grad av feilprising i framvoksende markeder. Harvey skriver at ved å knytte landfordelingen i framvok-

sende markeder opp mot BNP vil investorer selge aksjer i markeder som har steget mye i forhold til landets BNP og kjøpe i de som har falt. Dersom en slik strategi innebærer at en selger aksjer i markeder som har steget for mye i forhold til sine langsiktige verdier, eller kjøper i de som har falt under sine langsiktige verdier, vil en oppnå høyere avkastning over tid.

Norges Bank har i brev 2. februar 2012 anbefalt at andelen av aksjeinvesteringene til framvoksende markeder ikke økes utover markedsvekter. Banken skriver:

«Norges Bank anbefaler ikke at det etableres en særskilt allokering til fremvoksende markeder utover det som følger av markedsvekt.»

Norges Bank skriver at en analyse utført av banken viser at høy vekst i et land ikke i seg selv gir grunnlag for en entydig antakelse om høyere avkastning i aksjemarkedet. Banken viser til at sammenhengen mellom et lands økonomiske vekst og overskuddene til landets børsnoterte selskaper er svak, og at det bare er vekst utover forventningene som kan danne grunnlag for høyere framtidig avkastning justert for risiko.

Banken har også vurdert hvilke underliggende faktorer som kan tenkes å gi opphav til en eventuell høyere risiko og dermed høyere forventet avkastning i framvoksende markeder. Banken skriver at risikomomenter kan knyttes til stabilitet i styringsstruktur, regulering av finansmarkedene, rettssystemet og lovverkets kvalitet, omfanget av korrupsjon, og i ytterste instans fare for ekspropriasjon. Banken framhever dessuten at utenlandske investorer og minoritetsaksjonærenes interesser i noen tilfeller vil være svakt beskyttet. Det legges vekt på at utenlandske investorer i enkelte markeder er underlagt særskilte regler og begrensninger og at enkelte land ikke tillater fullt ut frie kapitalbevegelser i egen valuta. Etter Norges Banks vurdering er det ikke åpenbart at fondet har en naturlig fordel i å bære risiko av denne type sammenliknet med andre fond.

2.3.4 Departementets vurderinger

Departementet mener at globale markedsvekter (justert for fri flyt) er et naturlig utgangspunkt for den geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer i SPU. En markedsvektet portefølje gjenspeiler den kapitalen som er tilgjengelig for fondet i verdens noterte aksjemarkeder og kan ses på som den porteføljen globale investorer har i gjennomsnitt. Utviklingen i en markedsvektet

³ Sør-Korea er klassifisert som et framvoksende marked i MSCI sin aksjeindeks, men som et utviklet marked i FTSE sin indeks. Ved bruk av FTSE sin definisjon ville Harveys anbefalte fordeling til framvoksende markeder vært om lag 15 pst.

referanseindeks vil etter departementets syn reflektere utviklingen i det samlede aksjemarkedet på en god måte. Departementet mener en markedsvektet referanseindeks vil være et godt utgangspunkt for en åpen og kostnadseffektiv forvaltning av aksjeporteføljen.

Både MSCI, Norges Bank og professor Harvey peker på at markedsvekter også har svakheter som kan redusere forventet avkastning. Slike svakheter og måter å utnytte disse på er drøftet i avsnitt 2.7.3. Departementets vurdering er at fondets geografiske fordeling på overordnet nivå i liten grad er egnet til å justere for disse svakhetene på en god måte.

Departementet legger opp til å endre referanseindeksen for aksjer slik at den geografiske fordelingen i større grad følger globale markedsvekter. Departementet ser imidlertid to hensyn som kan tale for en justering av markedsvektene:

- En overgang til globale markedsvekter ville med dagens aksjekurser innebære at andelen investert i Europa om lag halveres. Dette ville være en stor endring. Departementet merker seg at Norges Bank anbefaler at den geografiske fordelingen bør nærme seg globale markedsvekter gradvis og i flere steg. Banken peker også på at det kan være grunner til at fondet også på lang sikt bør ha en noe høyere andel investert i Europa enn det som følger av markedsvekter.
- En overgang til globale markedsvekter ville medført en høy andel investert i USA. Selv om verdens selskaper og finansmarkeder er blitt stadig mer internasjonale, bør landspesifikk risiko fortsatt tas hensyn til i den geografiske fordelingen av fondets referanseindeks. Aksjemarkedet i USA er svært bredt sammensatt. En må likevel regne med at utviklingen i selskapene i betydelig grad vil være knyttet opp mot utviklingen i amerikansk økonomi. Det kan tale mot at det amerikanske markedet får en høy andel i indeksen.

Departementet merker seg at MSCIs analyse viser at det er mange likheter mellom aksjemarkedet i USA og de utviklede aksjemarkedene i Europa. Analysene av historisk avkastning viser at en justering av fordelingen mellom disse markedene har gitt små utslag i samlet avkastning og risiko. Departementet ser derfor at hensynet til å unngå en for høy andel i USA og hensynet til å unngå en for kraftig reduksjon i Europa-andelen kan ses i sammenheng. Framfor å gå helt til globale markedsvekter for både Europa og USA, legger departementet i stedet opp til en jevnere for-

deling mellom disse markedene enn i dag. Med dette menes en fordeling der Europa får en lavere vekt enn i dag, men likevel en noe høyere vekt enn det som følger av markedsvekter, og der USA får en høyere vekt men likevel en lavere vekt enn markedsvekt.

I dag er den strategiske vekten på Europa i referanseindeksen satt til 50 pst., mens globale markedsvekter for tiden ville innebære en andel på om lag 24 pst. Departementet legger opp til at Europa-andelen reduseres med om lag 10 prosentenheter fra dagens nivå.

Departementet ser det som hensiktsmessig å behandle markedene i Nord-Amerika, dvs. USA og Kanada, under ett. Disse landenes økonomier og aksjemarkeder er svært tett integrerte. Videre legger departementet opp til å skille mellom utviklede og framvoksende aksjemarkeder, jf. nærmere omtale nedenfor. Utenom en justering mellom utviklede aksjemarkeder i Europa og Nord-Amerika vil referanseindeksen følge globale markedsvekter. Dette vil innebære økte andeler i utviklede markeder i Nord-Amerika, Asia, Oseania og i framvoksende markeder sammenliknet med dagens fordeling.

Samlet sett vil den nye geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer gi en bredere geografisk spredning av aksjeinvesteringene enn i dag. Figur 2.19 indikerer hvordan den nye geografiske fordelingen vil kunne bli basert på markedskursene ved årsskiftet. Figuren viser også at sektorsammensetningen kan ventes å bli om lag uendret fra i dag. Det forventes ikke vesentlige endringer i avkastning på lang sikt, men spredningen av risikoen blir bedre.

Prinsippet om markedsvekting innebærer at den geografiske fordelingen på ulike regioner ikke vil være fast som i dag, men variere med utviklingen i de ulike markedene. Dersom for eksempel veksten i framvoksende aksjemarkeder fortsetter, vil markedsvekter om noen år kunne innebære en høyere andel i slike markeder enn i dag. Forskjellig kursutvikling i ulike markeder vil også påvirke den geografiske fordelingen når en følger markedsvekter. Det er derfor ikke grunnlag for å si at den nye geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer vil ha en bestemt Europa-andel. Anslagene på Europa-andelen som presenteres her er basert på markedskursene ved inngangen til 2012. Det er heller ikke grunnlag for å si at reduksjonen i Europa-andelen vil bli nøyaktig 10 prosentenheter. Dette gir likevel et rimelig bilde av omfanget av reduksjonen i Europa-andelen som departementet legger opp til. Departementet vil arbeide videre med å fastsette en ende-

lig regel for Europa-andelen, og vil komme tilbake med en orientering om dette når tilpasningen er gjennomført. Andelen investert i Europa skal reduseres gradvis over tid. Tilførselen av nye midler til fondet vil bli brukt til å gjennomføre endringene. Det vil likevel kunne bli behov for salg av europeiske aksjer.

Endringene er basert på vurderingen av konsekvenser for porteføljens avkastning og risiko på lang sikt. Samtidig knytter det seg betydelig usikkerhet til markedenes utvikling på kort sikt. En må derfor være forberedt på at tidspunktet for å endre indeksen i ettertid kan framstå som mer eller mindre gunstig. Denne risikoen endres noe ved at endringene skjer over tid.

Ved årsskiftet var andelen framvoksende markeder i fondets referanseindeks for aksjer i overkant av 9 pst., mot 11,5 pst. ifølge globale markedsvekter. Overgangen til markedsvekter innebærer derfor økt vekt på framvoksende aksjemarkeder sammenliknet med dagens fordeling.

Departementet har vurdert om andelen framvoksende markeder i referanseindeksen burde være høyere enn markedsvekt. Vurderingen har tatt utgangspunkt i avkastnings- og risikoegenskapene ved investeringer i slike markeder. De siste 20 årene har framvoksende markeder vært kjennetegnet av høyere avkastning, men også høyere risiko enn i de utviklede aksjemarkedene. Samlet sett har investeringer i framvoksende markeder bedret forholdet mellom avkastning og risiko i denne perioden. Den økte risikoen gjenspeiler dels at aksjene i de framvoksende markedene er mindre omsettelige, dels at aksjekursene svinger mer, og dels at selskapene er mer utsatt for svingninger i verdensøkonomien. Det kan også være større politisk risiko i de framvoksende markedene.

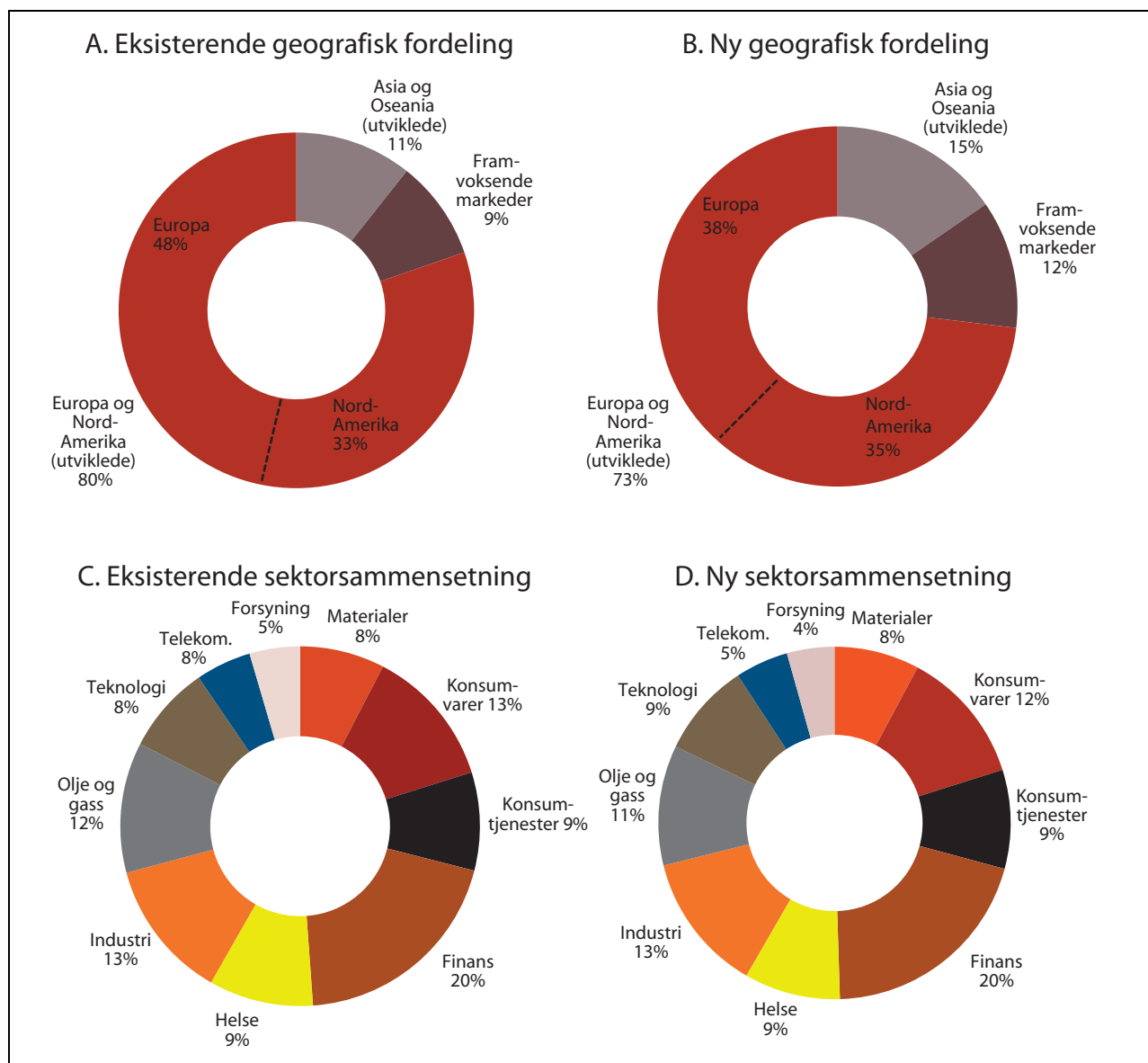
Professor Harvey mener at fondets særlig gode evne til å holde på investeringer over lang tid gjør fondet godt egnet til å investere i markeder med lav omsittelighet og store svingninger. Slik risiko kan over tid gi høyere forventet avkastning. Norges Bank peker på sin side på at investeringer i framvoksende markeder innebærer risiko for ustabile styringsstrukturer, regulering og rettigheter for internasjonale investorer, fare for korrupsjon og i ytterste instans ekspropriasjon. Banken mener det ikke er åpenbart at SPU er bedre egnet til å bære denne type risiko enn andre fond, og tilråar at andelen framvoksende markeder ikke settes høyere enn markedsvekt.

De analysene og rådene som departementet har mottatt viser at det er ulikt syn på forholdet mellom avkastningen i framvoksende aksjemarkeder og veksten i framvoksende økonomier. Det ventes til dels vesentlig høyere vekst i framvoksende økonomier enn i utviklede økonomier framover. Framvoksende økonomier utgjør allerede en vesentlig større andel av verdensøkonomien enn den vekten framvoksende aksjemarkeder vil få dersom en følger globale markedsvekter. Et viktig spørsmål er hvorvidt dette gir grunnlag for en høyere andel investert i framvoksende aksjemarkeder enn markedsvekt.

Departementet merker seg at professor Harvey finner at det historisk har vært en sammenheng mellom den langsiktige veksten i framvoksende økonomier og avkastningen i framvoksende aksjemarkeder. Harvey tegner et bilde av utviklingsprosessen i de framvoksende økonomiene der høy forventet vekst går hånd i hånd med høy risiko for kriser og tilbakeslag. Investorene får betalt for denne risikoen i form av høyere forventet avkastning. Over tid vil selskapene i de framvoksende aksjemarkedene kunne gi høyere avkastning dersom de framvoksende økonomiene lykkes med vekst og utvikling.

Norges Bank legger vekt på at sammenhengen mellom økonomisk vekst og avkastningen på aksjer ikke er entydig. I et bredt utvalg av både utviklede og framvoksende aksjemarkeder finner de at sammenhengen ofte er svak mellom et lands økonomiske vekst og overskuddene i aksjeselskapene som er notert på landets børser. En grunn til dette kan være at globaliseringen gjør selskapene mer avhengige av utviklingen i verdensøkonomien, og mindre avhengige av utviklingen i landet der de er børsnotert. En annen grunn kan være at mye av den økonomiske veksten i et land skjer i virksomheter som ikke er notert på børs.

Det ventes høy vekst i mange framvoksende økonomier i årene som kommer. Høy forventet vekst er imidlertid ikke en garanti for høy framtidig avkastning. En må regne med at investorene er godt kjent med vekstutsiktene i de framvoksende økonomiene, og at dette i stor grad allerede er gjenspeilet i aksjekursene. Departementet deler Norges Banks vurdering av at det bare er vekst ut over forventningene som kan danne grunnlag for høyere framtidig avkastning justert for risiko.



Figur 2.19 Illustrasjon av ny geografisk fordeling og sektorsammensetning for aksjer i SPU. Basert på markedskurser ved inngangen til 2012. Prosent

Fordelingen og sektorsammensetningen vil variere med markedsutviklingen. I figuren er andelen utviklede markeder i Europa redusert med 10 prosentenheter fra dagens vekt.

Kilde: Finansdepartementet.

Analysene fra MSCI viser at verdens aksjeselskaper blir stadig mer internasjonale. Mange selskaper som er notert i de utviklede aksjemarkedene har investert betydelig i framvoksende økonomier, og mange selskaper i de framvoksende aksjemarkedene har orientert sin produksjon mot salg til de utviklede økonomiene. Utviklingen gjør det stadig vanskeligere å gi en bestemt geografisk tilknytning til selskapene ut fra hvilket land de er børsnotert i. Departementet merker seg også at selskapenes inntjeningsvekst (veksten i overskudd) i framvoksende og utviklede markeder over tid ser ut til å ha blitt likere.

Til tross for høyere vekst i BNP i framvoksende økonomier har ikke overskuddsveksten per aksje i aksjemarkedene i disse inntjeningsveksten vært vesentlig forskjellig fra utviklingen i de utviklede aksjemarkedene. Dette tyder på at en stor del av veksten i disse økonomiene kommer i virksomheter som ikke er børsnoterte eller tilfaller andre enn kapitaleierne. Etter departementets vurdering er det derfor usikkert om en høyere vekt enn markedsvekt til børsnoterte selskaper i framvoksende økonomier vil innebære at fondet i større grad tar del i verdens samlede verdiskaping og vekst.

Etter en samlet vurdering legger departementet opp til å øke andelen i framvoksende aksjemarkeder i referanseindeksen for aksjer til markedsvekt. Beslutningen om markedsvekt av framvoksende aksjemarkeder må ses i sammenheng med at departementet i denne meldingen også legger opp til å inkludere framvoksende markeder i fondets referanseindeks for obligasjoner, jf. omtalen i avsnitt 2.2.

Departementet vil komme tilbake til andelen framvoksende aksjemarkeder på et senere tidspunkt. Særtrekk ved fondet som lang tidshorison og begrensede behov for å selge raskt kan tenkes å gi fortrinn i framvoksende markeder, jf. omtalen ovenfor. Det kan tale for en noe høyere vekt til framvoksende markeder enn det som følger av globale markedsvekter. De samme særtrekene vil imidlertid også kunne gi fondet fortrinn på andre områder, jf. blant annet omtalen i avsnitt 2.7. Departementet vil arbeide videre med å vurdere ulike måter å utnytte fondets særtrekk på. Departementet ser det som naturlig å starte med å utnytte fondets særtrekk på områder der det er klart at de vil gi fortrinn, og der mulighetene for å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet er størst. En ny vurdering av andelen i framvoksende aksjemarkeder vil gjøres innenfor en slik ramme.

2.4 Ny geografisk fordeling

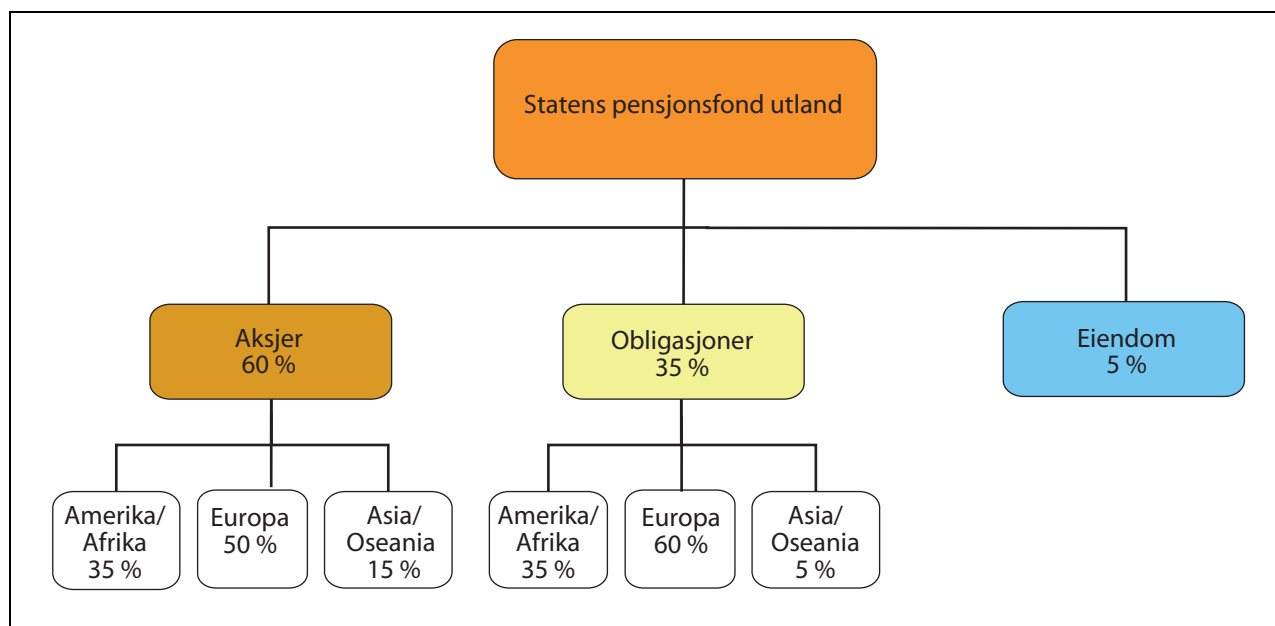
Tidligere geografisk fordeling

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (SPU) uttrykkes gjennom fondets strategiske referanseindeks. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital skal være investert, dersom Norges Bank ikke skal trekke på rammen for avvik fra indeks. Indeksen er fordelt på aksjer (60 pst.), obligasjoner (35 pst.) og eiendom (5 pst.). Den har også vært fordelt på tre geografiske regioner: Europa, Amerika/Afrika og Asia/Oseania. Innenfor hver region har investeringene i hovedsak vært fordelt på land etter markedenes relative størrelse. Fondets geografiske fordeling bestemmer implisitt valutasammensetningen i fondet.

Regionvektene har til nå vært henholdsvis 50 pst., 35 pst. og 15 pst. for aksjer og 60 pst., 35 pst. og 5 pst. for obligasjoner, jf. figur 2.20. Det vil si at mer enn halvparten av kapitalen i fondet har vært plassert i Europa. Regionvektene er et resultat av avveining av flere hensyn. Et viktig formål med den høye andelen i Europa har vært å redusere fondets valutarisiko, jf. omtalen i avsnitt 2.3.

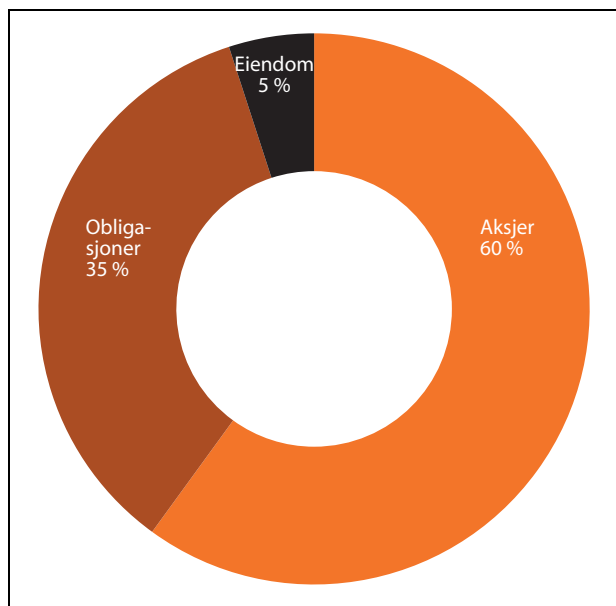
Ny geografisk fordeling

I fjorårets melding, Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010, konkluderer



Figur 2.20 Tidligere strategisk referanseindeks for SPU.¹

¹ Obligasjoner har utgjort 40 pst. Over tid skal eiendom utgjøre inntil 5 pst., mens obligasjonsandelen reduseres ned mot 35 pst. Kilde: Finansdepartementet.



Figur 2.21 Ny strategisk referanseindeks for SPU¹

¹ Det er lagt opp til at inntil 5 pst. av kapitalen i SPU skal investeres i eiendom. Disse investeringene vil føre til en tilsvarende reduksjon i andelen investert i obligasjoner. Ved utgangen av 2011 var 0,3 pst. av kapitalen investert i eiendom. Investeringene var i sin helhet i Europa, jf. omtalen i avsnitt 4.1.

Kilde: Finansdepartementet.

derte departementet med at valutarisikoen på lang sikt synes å være mindre enn tidligere antatt. Vurderingen var at andelen investert i Europa over tid bør reduseres. For aksjer og selskapsobligasjoner er det naturlig at ny fordeling tar utgangspunkt i markedenes størrelse (markedsvekter), mens det for statsobligasjoner er mer naturlig å legge økonomiens størrelse (BNP-vekter) til grunn. I avsnitt 2.2 og 2.3 i denne meldingen er det gjort nærmere rede for endringene i den geografiske fordelingen av investeringene i SPU.

Tabell 2.3 Regionfordeling i SPU med tidligere og ny referanseindeks. Målt ved markedsverdier ved inngangen til 2012. Prosent

	Tidl. ref.indeks	Ny ref.indeks
Amerika/Afrika	35	40
Europa	54	41
Asia/Oseania	11	19
<i>Herav:</i>		
Framvoksende markeder	6	10

Kilde: Finansdepartementet.

Basert på markedsverdiene ved utgangen av 2012 innebærer endringene blant annet at:

- Andelen i Europa reduseres med til sammen 13 prosentenheter.
- Andelen i framvoksende markeder økes med til sammen 4 prosentenheter.
- Andelen i Nord-Amerika vil fortsatt være lavere enn markedsvekt.

Tabell 2.3 viser regionfordelingen i SPU med tidligere og ny referanseindeks. Regionfordelingen i ny referanseindeks er basert på markedsverdier ved inngangen til 2012. Det betyr at andelen i de ulike regionene i den nye referanseindeksen vil avhenge av markedsutviklingen og den relative utviklingen i BNP.

2.5 Rebalansering

2.5.1 Innledning

Finansdepartementets langsiktige strategi for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) angir en fast fordeling mellom aksjer (60 pst.), obligasjoner (35 pst.) og eiendom (5 pst.), jf. avsnitt 2.4. Det har også vært en fast fordeling mellom tre geografiske regioner. Fordelingen mellom aksjer, obligasjoner og eiendom er et resultat av en avveining mellom forventet avkastning og risiko ved disse aktivaklassene på lang sikt. Regionvektene er også framkommet som følge av en avveining mellom ulike hensyn, jf. omtalen i avsnitt 2.2 (obligasjoner) og avsnitt 2.3 (aksjer).

Markedsbevegelser fører til at de faktiske aktivaene og regionandelene vil bevege seg bort fra de strategiske vektene. For eksempel vil en oppgang i aksjekursene i forhold til kursene på obligasjoner føre til at aksjeandelen øker. Den kan da bli høyere enn den strategiske vekten på 60 pst. hvis ikke Norges Bank selger aksjer for å motvirke en slik utvikling. En høyere (eller lavere) aksjeandel vil endre avkastnings- og risikoegenskapene til fondet. Det er derfor viktig å ha en ordning som bringer vektene i fondet tilbake mot de strategiske vektene.

Rebalansering ivaretar dette. Rebalansering gjøres både gradvis ved hjelp av den løpende tilførselen av midler til fondet, såkalt delvis rebalansering, og ved kjøp og salg av verdipapirer, såkalt full rebalansering. Full rebalansering gjennomføres dersom avstanden til de strategiske vektene er tilstrekkelig store. Dette kalles betinget full rebalansering. Departementet har fastsatt nærmere regler om rebalansering. De detaljerte

reglene har vært unntatt offentlighet av hensyn til at andre aktører i finansmarkedene ikke skal kunne forutsi handlingene til fondet på en måte som kan påføre fondet unødige kostnader.

Salg av verdipapirer påfører fondet transaksjonskostnader som reduserer avkastningen. Reglene for hvor store avvik som skal aksepteres før en gjennomfører full rebalansering har derfor vært fastsatt ut fra en avveining mellom å bringe vektene i fondet tilbake til de strategiske vektene og å spare transaksjonskostnader.

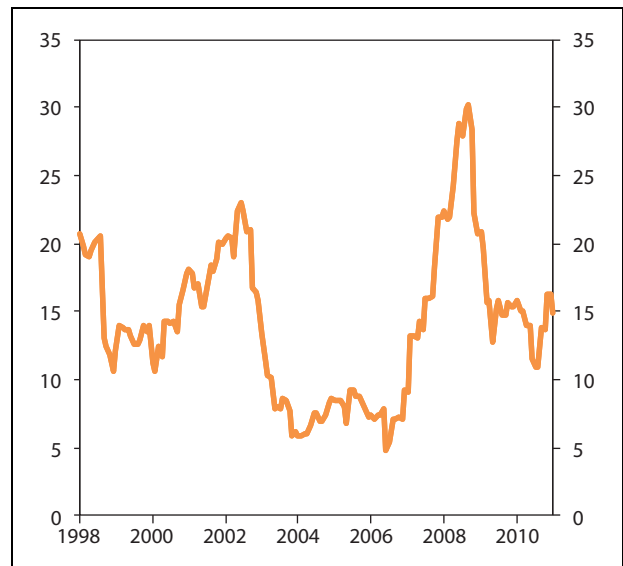
Det første innskuddet i SPU ble foretatt i mai 1996. Investeringene i fondet bestod da utelukkende av obligasjoner. Aksjer ble inkludert i 1998 med en andel på 40 pst. I perioden fra 1998 til 2001 ble fondet rebalansert med de kvartalsvise tilførselene av kapital til fondet. I 2001 gikk en over til månedlige overføringer til fondet. Det ble da valgt nye regler med månedlige, delvise rebalanseringer og betingede, fulle rebalanseringer. Rebalanseringsreglene har ikke vært endret siden 2001, men de ble satt midlertidig til side i forbindelse med økningen av aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. i perioden 2007-2009. Norges Bank har i eget notat gjort rede for analyser av erfaringene med rebalansering av SPU.⁴

I avsnitt 2.2 er det gjort nærmere rede for den nye referanseindeksen for SPUs obligasjonsinvesteringer og i avsnitt 2.3 for endringer i den geografiske fordelingen av SPUs aksjeindeks. Endringene i investeringsstrategien for aksje- og obligasjonsinvesteringene tilsier at reglene for rebalansering endres. Norges Bank har i brev 26. januar 2012 gitt råd om slike regler. Brevet følger som vedlegg 1 til denne meldingen.

2.5.2 Grunnet for rebalansering

Risikoen i aksje, obligasjons- og eiendomsmarkedet varierer over tid. Figur 2.22 viser for eksempel at svingningene i aksjemarkedet var mindre i perioden 2003-2007 enn 2008-2011. Det er altså ikke slik at en fast aksjeandel gir konstant risiko i fondet. Aksjeandelen i SPU er valgt ut fra analyser av hvordan en fast aksjeandel vil virke på avkastning og risiko på lang sikt.

Forventet avkastning og risiko i en portefølje som rebalanseres vil være annerledes enn for en portefølje der aksje- og regionvektene flyter fritt i takt med hvordan markedene utvikler seg. Rebalansering er derfor viktig for at fondets egenska-



Figur 2.22 Risikoen i referanseindeksen for aksjer i SPU. Rullerende 12-måneders standardavvik. Prosent

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank.

per skal kunne svare til de langsiktige strategiske valgene som er tatt, og som det er bred oppslutning om.

Rebalansering innebærer kjøp av aksjer dersom aksjemarkedet har falt i foregående perioder, sammenliknet med obligasjoner. Dersom fallet i aksjemarkedet skifter til en oppgang etter rebalanseringen, vil det bedre fondets resultater. Fortsetter aksjemarkedet å falle, vil det derimot øke fondets tap. Så langt har rebalanseringsreglene bedret forholdet mellom avkastning og risiko i SPU, jf. avsnitt 2.5.3.

Risiko uttrykkes ofte ved standardavvik, som er et mål på svingningene i avkastningen. Det er en dekkende måte å måle risiko på dersom det er like sannsynlig å oppnå en avkastning som er høyere enn gjennomsnittet som en avkastning som er lavere. Rebalansering til en fast aksjeandel betyr at aksjeinvesteringene reduseres i oppgangstider og økes i nedgangstider. Dermed blir sannsynligheten for å oppnå en svært god avkastning noe lavere enn i tilfellet uten rebalansering og sannsynligheten for å oppnå en svært dårlig avkastning noe høyere, jf. boks 2.7.

Dersom aksjeavkastningen har en tendens til å svinge rundt et gjennomsnitt, vil rebalansering likevel ikke framstå som særlig risikofylt for en investor med bred risikospredning og lang tidshorisont. Investoren kan da oppnå god avkastning når et marked tar seg opp igjen etter en nedgangskonjunktur, slik tilfellet var for SPU i 2009. Der-

⁴ Se notatet «The History of Rebalancing of the Fund» (<http://www.nbim.no/en/press-and-publications/discussion-notes/>).

Boks 2.7 Hvorfor investorer rebalanserer sine porteføljer

Alle investorer kan ikke rebalansere samtidig. Når noen investorer kjøper, må det være andre som selger. Mange investorer kan ønske å redusere sine aksjeinvesteringer i dårlige tider, uavhengig av hva forventet avkastning er. Det kan skyldes et ønske om å begrense mulighetene for tap eller et behov for å flytte investeringene til mer omsettelige aktiva. En slik atferd kan for eksempel skyldes krav til størrelsen på investors egenkapital. Litt løselig kan en derfor si at en investor som rebalanserer selger forsikring mot tap til slike investorer. Som ved salg av annen type forsikring vil rebalansering gi en forsikringspremie mot å bære risikoen for et framtidig tap som har lav sannsynlighet, men stor konsekvens hvis det inntreffer. Mål på normale svingninger i avkastningen som standardavvik vil da ikke nødvendigvis være et dekkende mål på risikoen til strategien. Tall fra Norges Bank viser at standardavvik har vært et dekkende mål på kursvariasjonen i den perioden SPU har vært investert i aksjer, jf. boks 2.8.

Erfaringsmessig svinger aksjemarkedene mer i perioder med fallende kurser. For en investor med kort tidshorisont kan det framstå som en økning i risiko å ha en høy andel aksjer i en slik situasjon. Når markedene faller, kan investorenes vilje til å ta risiko dessuten forsvinne raskt. Dersom variasjonen i aksjepremien skyldes at kortsiktige investorer vilje til å ta risiko reduseres i dårlige tider, kan det utnyttes av en langsiktig investor med mer stabil risikovillighet. Økt risiko på kort sikt er av mindre betydning for investorer med lang tidshorisont. I dette tilfellet framstår rebalansering som en måte for langsiktige investorer å kjøpe aksjer «billig» i dårlige tider, uten at det påvirker risikoen i investeringene på lang sikt i betydelig grad.

som fallende aksjepriser i et marked derimot gjenspeiler en langsiktig svak utvikling, vil ikke fondets lange tidshorisont kunne forsvare en rebalanseringsstrategi. Et eksempel på dette er utviklingen i det japanske aksjemarkedet siden 1990.

Norges Banks gjennomgang av den økonomiske litteraturen viser at en stor del av variasjo-

nene i aksjekursene over tid synes å kunne forklares med at risikopremien i markedet varierer over tid i takt med konjunktorene.⁵ Risikopremien i aksjemarkedet er et uttrykk for hvor mye investorene krever betalt for å påta seg risiko.⁶ Flere finansteoritiske modeller søker å forklare hvorfor prisen for å påta seg risiko kan variere over tid, jf. Cochrane (2011).⁷ Investorer kan for eksempel ha arbeidsinntekter som faller betydelig i nedgangsperioder. De vil derfor unngå å investere i aksjer som faller mer enn gjennomsnittet i nedgangstider. Det blir i så fall gjenspeilt i prisene. Et annet eksempel på et forhold som kan gjøre at risikopremien i aksjemarkedet varierer over tid er variasjoner i likviditet. Det er grunn til å anta at risikopremien avhenger av hvor omsettelige aksjene er. Omsetteligheten i aksjemarkedet har en tendens til å variere med konjunktorene, slik at omsetteligheten er lav i perioder med lavkonjunktur.

Dersom risikopremien varierer med konjunktorene vil rebalansering til en fast aksjeandel innebære at en systematisk øker aksjeinvesteringene nettopp når forventet avkastning er høy. Rebalansering kan derfor være en måte å utnytte tidsvariasjon i risikopremien på.

Tidsvarierende risikopremier var et tema på seminaret med Strategirådet for SPU i 2011, jf. boks 2.9 i avsnitt 2.7. På seminaret ble det trukket fram at fondets rebalanseringsregler har en disiplinerende effekt på fondets fordeling på aktivaklasser og risikotaking, er motsyklisk av natur og bidrar til å utnytte tidsvarierende risikopremier. Et sentralt spørsmål er hvorvidt SPU i større grad enn i dag bør og kan utnytte tidsvarierende risikopremier. Følgende konklusjoner kunne trekkes fra diskusjonen under seminaret:

- Dagens rebalanseringsregler kan trolig utvides til å utnytte mer av potensialet for motsykliske investeringer i SPU, men dette ville sannsynligvis innebære økt risiko.
- Dersom en skulle søke å utnytte tidsvariasjon i risikopremier ut over en fast regel for rebalansering, ville dette trolig kreve endringer i dagens styringsstruktur, herunder gi Norges Bank økt rom for å endre fondets utsatthet (eksponering) mot aksjemarkedsrisiko.

⁵ Se notatet «Time-varying Expected Return, Investor Heterogeneity and Rebalancing» (<http://www.nbim.no/en/press-and-publications/discussion-notes/>).

⁶ Prisen på en aksjeinvestering kan uttrykkes som nåverdien av en usikker framtidig kontantstrøm der avkastningskravet tar hensyn til risiko. Forventet avkastning ut over en risikofri rente kalles risikopremien (eller aksjepremien).

⁷ Cochrane, J. (2011), «Presidential Address: Discount Rates», *Journal of Finance*, vol. LXVI, NO. 4, August 2011.

- Å «kjøpe billig» og «selge dyrt» er et fornuftig investeringsprinsipp, men krevende å gjennomføre i praksis.

Et referat fra seminaret er tilgjengelig på departementets internettsider (www.regjeringen.no/spf).

2.5.3 Erfaringene med rebalansering

Norges Bank har analysert hvordan endringer i den faktiske referanseindeksen har påvirket avkastning og risiko i fondet siden 1998. Banken har også sammenliknet kvartalsvise rebalanseringer med gjeldende rebalanseringsregler for SPU.

Analysene viser at rebalansering har gitt høyere avkastning og lavere risiko i perioden 1998–2011, jf. boks 2.8. De viser også at det å gå over fra kvartalsvis til betinget rebalansering har gitt økt avkastning, men at det samtidig har ført til en viss økning i avviket mellom faktisk og strategisk aksjeandel. De delvise rebalanseringene har på sin side bidratt til å redusere avviket mellom faktisk og strategisk aksjeandel, men på bekostning av noe lavere avkastning (0,1 pst.).

2.5.4 Råd fra Norges Bank

Norges Bank har i brev 26. januar 2012 gitt råd om utforming av nye rebalanseringsregler for SPU. Bankens utgangspunkt er at rebalanseringsreglene skal støtte opp under målet om å oppnå best mulig forhold mellom avkastning og risiko for fondet.

Fram til nå har strategien for SPU hatt faste geografiske vekter for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer på regionnivå jf. avsnitt 2.5.1. Norges Bank peker på at forskningsresultater viser at risikopremier på aksje- og obligasjonsinvesteringer varierer over tid. Fondets særtrekk gir ifølge banken mulighet til å utnytte slike tidsvarierende risikopremier gjennom en motsyklisk investeringsstrategi der en kjøper en aktivaklasse når prisingen reflekterer økt usikkerhet.

Norges Bank viser til at rebalanseringsstrategier har gitt høyere risikojustert avkastning enn strategier der aktivavektene følger markedsutviklingen. Banken mener at en systematisk tilbakeføring av aktivaklassene til faste vekter gjennom rebalansering er en investeringsstrategi for fondet som bør videreføres.

Banken mener at nye bestemmelser om rebalansering bør sikre at rebalansering er regelstyrt og gjennomføres som en ordinær del av strategien uten å kreve særskilt beslutning. Norges Bank

foreslår at det fastsettes en offentlig tilgjengelig regel for rebalansering i mandatet for SPU.

Norges Bank mener videre at grunnlaget for dagens regionvekter er svakt, og at det bør vurderes om det er hensiktsmessig å videreføre dagens struktur. Banken mener at det er begrenset potensial for å utnytte variasjoner i regionale risikopremier gjennom rebalansering. Rebalansering bør derfor gjøres på aktivaklassenivå. En rebalanseringsstrategi som tar sikte på å opprettholde en fast aksjeandel vil ifølge banken søke å utnytte variasjoner i aksjemarkedets risikopremie. I tråd med dette foreslår Norges Bank en regel om rebalansering av fondets aksjeandel.

Den strategiske aksjeandelen er i dag 60 pst. Et sentralt spørsmål er hvor mye aksjeandelen bør kunne avvike fra dette før en iverksetter rebalansering. Norges Banks analyser viser at rebalansering har vært viktig for fondets avkastning og risiko, men at betingelsen for når rebalansering skal gjennomføres isolert sett har hatt mindre betydning. Ifølge banken er det vanskelig å fastsette et riktig nivå for avvik med utgangspunkt i historiske data.

Etter en samlet vurdering foreslår Norges Bank at det fastsettes et bånd på tre prosentenheter rundt den strategiske vekten aksjer har i referanseindeksen. Det innebærer at rebalansering iverksettes dersom aksjeandelen faller under 57 pst. eller overstiger 63 pst. Banken foreslår at aksjeandelen rebalanseres til den faste vekten på 60 pst. ved første kvartalsslutt dersom andelen i løpet av kvartalet én dag er utenfor disse grensene.

En slik regel ville ifølge banken medført lavere transaksjonskostnader og en aksjeandel som ligger nærmere den strategiske vekten enn det som følger av dagens regler. Forslaget vil gi noe hyppigere rebalanseringer enn i dag, men hver rebalansering ville isolert sett ha et mindre omfang. Banken peker på at dette vil redusere markedspåvirkningen og transaksjonskostnadene.

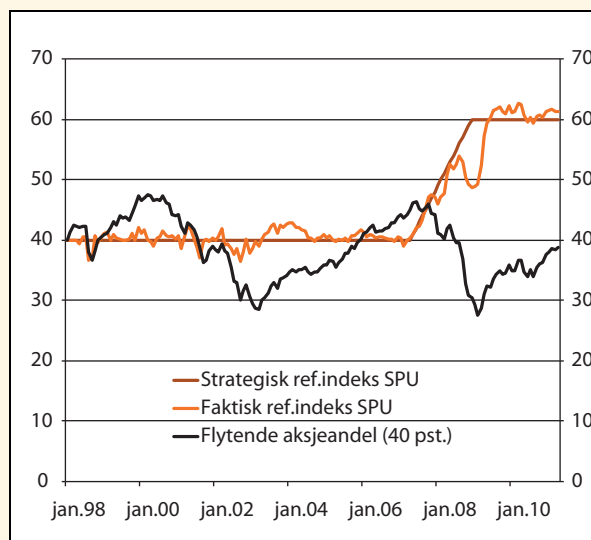
Norges Bank foreslår at delvis rebalansering utvikles og viser til at det er usikkert hvilken virkning dette har på fondets samlede avkastning over tid. Det skyldes at perioder med høy eller lav avkastning i aksjemarkedet har en tendens til å vedvare (såkalt momentum). I så fall kan det være lønnsomt å vente en viss tid før rebalansering iverksettes. Bankens analyser viser at delvis rebalansering har ført til et dårligere forhold mellom avkastning og risiko enn en strategi uten delvis rebalansering. Det pekes også på at en avvikling av delvis rebalansering vil forenkle beregningen av referanseindeksene, og gi økt åpenhet om forvaltningen av fondet. Forslaget innebærer at en

Boks 2.8 Erfaringene med rebalansering av SPU

Norges Bank har analysert hvordan endringer i den faktiske referanseindeksen har påvirket avkastning og risiko i fondet siden 1998, sammenliknet med to alternative porteføljer der en har latt aksje- og regionvektene flyte fritt i takt med markedsutviklingen. Den ene alternativporteføljen har en aksjeandel på 60 pst., mens den andre har en aksjeandel på 40 pst. Dette tilsvarer dagens strategiske aksjeandel og den aksjeandelen som SPU hadde i januar 1998.

Figur 2.23 viser utviklingen i aksjeandelen for den faktiske referanseindeksen i SPU, og for alternativporteføljen med 40 pst. aksjeandel i 1998, uten senere rebalansering.

Analysen viser at den faktiske referanseindeksen, som rebalanseres, har oppnådd høyere avkastning (både før og etter kostnader) enn de to alternativporteføljene, jf. tabell 2.4. Samtidig har avkastningen til den faktiske referanseindeksen variert mindre enn avkastningen til alternativporteføljene. Forholdet mellom avkastning og risiko er et mål på risikjustert avkastning, og er i tabell 2.4 uttrykt ved den såkalte «Sharpe-raten». Det framgår at risikjustert avkastning er høyere for den faktiske



Figur 2.23 Utviklingen i aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen til SPU og i en alternativ portefølje med 40 prosent aksjeandel i januar 1998 uten rebalansering. Prosent

Kilde: Norges Bank.

referanseindeksen enn for alternativporteføljene.

Tabell 2.4 Sammenlikning av faktisk referanseindeks i SPU mot to alternative porteføljer med aksjeandeler på hhv. 40 og 60 prosent i 1998 uten senere rebalansering. Prosent

	Faktisk referanseindeks med rebalansering	Portefølje med flytende vekter, opprinnelig aksjeandel 40 pst.	Portefølje med flytende vekter, opprinnelig aksjeandel 60 pst.
A. Brutto avkastning per år	3,9	3,5	2,9
B. Netto avkastning per år	3,9	3,5	2,9
C. Standardavvik per år	8,4	11,0	13,1
Omløpshastighet per år ¹	11,7	0,0	0,0
Sharpe-rate ² , brutto (=A/C)	0,47	0,31	0,22
Sharpe-rate ² , netto (=B/C)	0,46	0,31	0,22

¹ Omløpshastighet uttrykker hvor stor andel av porteføljen som hvert år skiftes ut.

² Sharpe-raten er definert som avkastning utover risikofri rente delt på risiko, målt ved standardavvik.

Kilde: Norges Bank.

Boks 2.8 (forts.)

Banken har videre sammenliknet kvartalsvise rebalanseringer med gjeldende rebalanseringsregler. Den faktiske referanseindeksen er her sammenliknet med en portefølje som rebalanseres fullstendig hvert kvartal.

Resultatene viser at dagens rebalanseringsregler har gitt høyere avkastning enn kvartalsvise rebalanseringer, også etter at det er justert for forskjeller i risiko, jf. tabell 2.5. Endringen i 2001 fra kvartalsvise til såkalt betingede rebalanseringer har dermed bidratt til å øke fondets avkastning. Samtidig framgår det at de delvise rebalanseringene har redusert avkastningen med 0,1 prosentenheter. Dette til tross for at delvis rebalansering reduserer transaksjonskostnadene ved rebalansering. Norges Bank antar at

dette skyldes at hyppige kjøp av verdipapirer i en aktivaklasse som har svak avkastning vil redusere fondets totale avkastning.¹

Tabellen viser at avviket mellom den aksjeandelen som følger av hvert rebalanseringsregime og den strategiske aksjeandelen er mindre med kvartalsvise rebalanseringer enn med dagens rebalanseringsregler. Med delvise rebalanseringer reduseres gjennomsnittlig avvik fra 60 pst. aksjeandel ytterligere.

Standardavvik er et dekkende risikomål dersom avkastningen er normalfordelt. Tall for skjevhet og kurtose viser at fordelingen til avkastningen har ligget nær normalfordelingen i perioden.²

Tabell 2.5 Sammenlikning av kvartalsvise og betingede rebalanseringer av SPU, med og uten delvis rebalansering. Prosent

	Faktiske rebalanseringsregler		Kvartalsvis rebalansering	
	m/delvis rebalansering	u/delvis rebalansering	m/delvis rebalansering	u/delvis rebalansering
A. Brutto avkastning per år	3,9	4,0	3,7	3,8
B. Netto avkastning per år	3,9	4,0	3,6	3,7
C. Standardavvik per år	8,4	8,5	8,6	8,6
Omløpshastighet per år	11,7	17,7	12,2	23,2
Sharpe-rate, brutto (=A/C)	0,47	0,47	0,42	0,44
Sharpe-rate, netto (=B/C)	0,46	0,47	0,42	0,43
Gj.snittlig avvik fra strategisk aksjeandel (60 pst.)	1,5	1,8	0,6	0,9
Egenskaper v/avkastningsfordelingen				
Skjevhet	-0,06	-0,11	-0,13	-0,11
Kurtose	3,37	3,52	3,59	3,59

Kilde: Norges Bank.

¹ Studier viser at investeringsstrategier som går ut på å kjøpe selskaper som har hatt en høy avkastning de siste 3-12 månedene og selge selskaper som har hatt en lav avkastning over samme periode, skaper en risikojustert meravkastning (såkalt momentum), jf. Jegadeesh, N. og S. Titman (1993), «Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency.» Journal of Finance, 48.

² Normalfordelingen har skjevhet lik null og kurtose lik 3. Skjevhet beskriver graden av asymmetri i avkastningsfor-

delingen sammenliknet med normalfordelingen. En «høyreskjev» fordeling har begrenset nedside og stor oppside, mens det er motsatt for en «venstreskjev» fordeling. Kurtose er et mål på tyngden i halene i avkastningsfordelingen og kalles også «fete haler». Hvis avkastningen har en fordeling med fete haler er forventet avkastning den samme som i normalfordelingen, men det er høyere sannsynlighet for både høy og lav avkastning. Statistiske tester kan ikke forkaste hypotesen om at avkastningen er normalfordelt for noen av porteføljene.

ved tilførsel av ny kapital vil fordele investeringene ut fra eksisterende fordeling på aksjer og obligasjoner. I dag tilføres ny kapital til den aktivaklassen som har hatt svakest avkastning i foregående periode.

Norges Bank skriver at deres råd kan settes i verk fra 1. juli 2012.

2.5.5 Departementets vurderinger

Departementet vil peke på at reglene om rebalansering har vært en viktig del av investeringsstrategien for SPU. Reglene har hatt som formål å sikre at risikoen i fondet over tid ikke avviker vesentlig fra det som er forankret i valget av fondets langsiktige fordeling på aktivaklasser og regioner. Rebalanseringsreglene har et visst motsyklisk trekk ved at fondet selger aktiva som har steget relativt mye i verdi og kjøper aktiva som har falt i verdi.

Erfaringene med rebalansering av SPU er gode. Norges Banks analyser viser at rebalansering har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i perioden 1998-2011 sammenliknet med en investeringsstrategi uten rebalansering. Departementet vil samtidig peke på at en ikke har noen garanti for at rebalansering vil være like fordelaktig framover.

Vurdert ut fra forholdet mellom avkastning og risiko, vil rebalansering være lønnsomt dersom avkastningen varierer rundt et gjennomsnitt, for eksempel som følge av tidsvarierende risikopremier. Forskning tyder på at det er tidsvariasjon i markedets risikopremie.

En konsekvens av å følge en regel som innebærer at fondet øker investeringene i fallende markeder og reduserer investeringene i stigende markeder, vil være at en øker sannsynligheten for store tap. Det kan skje dersom et marked faller over tid uten å vende tilbake, eller det etablerer seg på et varig lavere nivå. I et slikt tilfelle vil rebalansering være ugunstig. Dersom innslaget av denne typen risiko i fondet er betydelig, vil risiko målt ved standardavvik ikke være et fullt ut dekkende mål på risikoen i fondet. Departementet har likevel merket seg at standardavvik har vært et dekkende mål på kursvariasjonen i SPUs portefølje over den perioden fondet har vært invertert i aksjer.

Etter en samlet vurdering er departementet enig i at en systematisk tilbakeføring av aktivaklassene til faste vekter gjennom rebalansering bør videreføres, slik Norges Bank foreslår.

Norges Bank mener rebalansering bør være regelstyrt og gjennomføres som en ordinær del av forvaltningen. Bankens vurdering er at rebalanse-

ringsregelen bør være offentlig, og at den bør framgå av mandatet for SPU. Departementet legger vekt på at en offentlig tilgjengelig rebalanseringsregel vil bidra til økt åpenhet om forvaltningen av fondet.

Valget av aksjeandel er den beslutningen som har størst betydning for avkastning og risiko i fondet. Departementet mener derfor at det er naturlig å ha en regel om rebalansering som bringer aksjeandelen tilbake til den strategiske vekten på 60 pst. En rebalanseringsstrategi som tar sikte på å opprettholde en fast andel aksjer i forhold til obligasjoner og eiendom kan også være en måte å utnytte systematiske variasjoner i risikopremier på.

Departementet viser til at den nye referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer og planene om ny geografisk fordeling for aksjer innebærer at en går bort fra en strategi basert på faste regionvekter, jf. omtalen i avsnitt 2.2 og 2.3. Dette er i tråd med Norges Banks anbefaling om at det ikke lenger skal være rebalansering langs faste regionvekter. Departementet vil samtidig peke på at avvikling av rebalansering til faste regionvekter kan gjøre rebalansering noe mindre motsyklisk enn dagens strategi, da en ikke lenger vil kjøpe (selge) de aksjemarkeder som relativt sett har hatt den svakeste (sterkeste) utviklingen. Den nye referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer legger på den annen side opp til månedlige rebalanseringer tilbake til BNP-vekter i statsdelen av indeksen, og mellom stats- og selskapsdelen av indeksen.

Norges Bank anbefaler at dagens rebalanseringsregime forenkles ved at såkalt delvis rebalansering avvikles. De anbefaler videre at båndet for rebalansering settes til pluss/minus 3 prosentenheter. Departementet vil arbeide videre med detaljene i hvordan rebalanseringsreglene skal utformes, herunder spørsmålet om hvordan en kan sikre økt åpenhet om reglene for rebalansering, bredden på båndet og systemet med delvis rebalansering. Departementet legger opp til å gi en nærmere orientering om de nye rebalanseringsreglene i nasjonalbudsjettet til høsten.

2.6 Mulige virkninger av klimaendringer for investeringsstrategien

2.6.1 Innledning

I Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 omtalte departementet hovedrapporten fra en internasjonal utredning om

langsiktige konsekvenser av klimaendringer for globale kapitalmarkeder. Utredningen var et samarbeidsprosjekt mellom konsultantselskapet Mercer og 14 store institusjonelle investorer i Europa, Nord-Amerika, Asia og Australia. I tillegg var flere andre institusjoner involvert, som The Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment ved London School of Economics, International Finance Corporation (del av Verdensbank-gruppen), selskapet Carbon Trust og et utvalg eksperter innen miljøøkonomi fra privat sektor og akademia.

Bakgrunnen for omtalen i fjorårets melding var hovedrapporten for prosjektet, som ble presentert av Mercer i London 15. februar 2011. I meldingen skrev departementet at Mercer ville utarbeide en særskilt rapport om klimarisikoen knyttet til investeringene i Statens pensjonsfond utland (SPU) basert på resultatene i hovedrapporten. Denne rapporten omtales her.

2.6.2 Mercers vurderinger

Mercer analyserer SPUs følsomhet for klimarisiko og muligheter for risikoreduksjon gjennom klimarelaterte investeringer over de neste 20 årene. Rapporten drøfter mulige konsekvenser for SPUs investeringer i aksjer, obligasjoner og eiendom i lys av resultatene i hovedrapporten fra 2011.

Mercer skriver at analysen av betydningen av klimaendringer for fond som SPU er forbundet med stor usikkerhet. Virkningene av framtidige klimaendringer er usikre, og usikkerheten forsterkes av at endringene må analyseres over flere tiår fram i tid. Mercer skriver videre at analysen er avgrenset til mulige virkninger av klimaendringer. Andre langsiktige utviklingstrekk, som demografi og framveksten av nye økonomier og markeder vil kunne ha andre virkninger på avkastning og risiko i kapitalmarkedene. Mercer skriver derfor at en bør være varsom med å legge for stor vekt på kvantitative analyser av klimaendringenes virkning på kapitalmarkedene.

Framfor å beskrive en sannsynlig utvikling er analysen basert på fire ulike utviklingslinjer for klimaendringer og politiske svar. Alternativene strekker seg fra «Stern-alternativet», der alle stater innfører effektive og koordinerte tiltak mot utslipp, til «Klimasammenbrudd» der global oppvarming tiltar, uten vesentlige tiltak fra myndighetenes side. To mellom-alternativer er «Regionale forskjeller», der bare noen stater innfører effektive tiltak mot utslipp, og «Forsinket respons» som preges av få tiltak de første ti

årene, men drastiske og verdensomspennende tiltak i neste tiårsperiode som følge av tiltakende global oppvarming.

I rapporten er det gjort beregninger der «Forsinket respons» innebærer en forventet fondsavkastning som i gjennomsnitt er om lag 0,4 prosentenheter lavere per år de neste 20 årene sammenliknet med et referansealternativ uten noen form for klimarisiko. Den viktigste kilden til reduksjonen i avkastning er fondets avhengighet av utviklingen i globale aksjemarkeder, som vil påvirkes moderat negativt i denne utviklingsbanen. I de tre andre alternativene påvirkes forventet avkastning mindre, eller til og med i positiv retning («Stern-alternativet»).

Rapporten inneholder råd om endringer i investeringsstrategien som er betinget av hvilken av de fire utviklingslinjene hver investor anser som mest sannsynlig. Dersom en vektlegger «Forsinket respons» og «Stern-alternativet», bør en investor som SPU, ifølge Mercer, blant annet investere mer i selskaper som utvikler eller bruker ny klimavennlig teknologi. Dette gjelder også til en viss grad alternativet «Regionale forskjeller». Dersom en derimot legger «Klimasammenbrudd» til grunn, vil slike investeringer tvert imot redusere forventet avkastning. Mercer skriver derfor at investorer må ta stilling til sannsynligheten for de ulike alternativene før de kan omsette rådene i konkrete investeringsbeslutninger. Mercer har sitt syn på dette og har rangert de fire alternativene etter sannsynlighet. «Regionale forskjeller» anses som mest sannsynlig, og «Klimasammenbrudd» minst sannsynlig.

Mercer anbefaler på denne bakgrunn at SPU øker investeringene i aktivaklasser som ventes å gjøre det relativt sett bedre enn andre aktivaklasser i de mest sannsynlige alternativene. Foruten investeringer i klimavennlig teknologi er disse aktivaklassene klimavennlig infrastruktur, eiendom og ikke-børsnoterte selskaper. Også investeringer i skog- og landbruk og «grønne» obligasjoner nevnes i denne sammenhengen. Mercer peker imidlertid på at det kan være utfordrende for et stort fond som SPU å investere i noen av disse markedene som fortsatt er relativt små.

Rapporten anbefaler videre at SPU tar hensyn til klimarisiko også i den aktive forvaltningen, i eierskapsutøvelsen, og i de planlagte eiendomsinvesteringene. Det anbefales også at SPU følger nøye med på internasjonal klimapolitikk som kan påvirke kapitalmarkedene, og at fondet fortsetter å støtte forskning på sammenhengen mellom klimarisiko og kapitalavkastning.

2.6.3 Departementets vurderinger

Analysen av mulige virkninger av klimaendringer er viktige for flere deler av forvaltningen av Statens pensjonsfond:

- Beregningene av hvordan klimaendringer kan påvirke fondets risiko på lang sikt bidrar til en bedre forståelse av fondets risiko.
- Omtalen av nye investeringsområder viser hvilke alternativer som finnes for å endre sammenhengen mellom klimaendringer og fondets forventede resultater.
- Rådene om å ivareta miljøhensyn gjennom eierskapsutøvelsen, den aktive forvaltningen og i oppbyggingen av en portefølje av eiendomsinvesteringer støtter opp under allerede etablerte tiltak i forvaltningen av fondet.

Investeringene i SPU er spredt på flere aktivklasser, land og sektorer. Det reduserer fondets sårbarhet for ulike typer risiko, herunder også klimaendringer. Mercer har analysert mulige virkninger av klimaendringer på avkastning og risiko i SPU. Stor usikkerhet gjør at en ikke på bakgrunn av Mercers beregninger kan trekke konkrete slutninger om konsekvenser for fondets framtidige resultater. Analysene er likevel et nyttig innspill i arbeidet med å bedre forståelsen av hvordan klimaendringer kan påvirke fondets avkastning og risiko.

Noen av de investeringene Mercer anbefaler, som unoterte aksjer, ligger utenfor rammene av tillatte investeringer i SPU. Investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur ble vurdert i Meld. St. 15 (2010-2011). Departementet konkluderte der med at det var usikkert hvilken meravkastning en ville oppnå ved slike investeringer, særlig på grunn av høye forvaltningskostnader. Departementet varslet derfor at en ville bygge erfaringer innenfor unoterte investeringer i eiendom før en eventuelt inkluderte nye typer unoterte investeringer i fondets investeringer. En sa samtidig at det kunne være naturlig å vurdere slike investeringer senere. Stortinget sluttet seg til disse vurderingene. Investeringer i skog og landbruk har så langt ikke vært vurdert som aktuelle.

Rådet om å ta hensyn til klimarisiko i den aktive forvaltningen støtter opp under allerede etablerte tiltak i forvaltningen av fondet.

Klimaendringer er et av satsingsområdene i Norges Banks eierskapsutøvelse, og banken har i flere år samarbeidet med andre investorer om selskapers håndtering av klimarisiko. Norges Banks

arbeid er rettet mot sektorer som står for en høy andel av de globale klimagassutslippene, og som vil være spesielt påvirket av reguleringer som tillegger klimagassutslipp en økonomisk kostnad. Det omfatter sektorer som for eksempel gruvedrift, sement, kjemikalier, olje og gass, industri, kraftproduksjon, transport og eiendom.

Som følge av evalueringen av de etiske retningslinjene i 2009 ble det etablert et program innenfor SPU rettet mot miljørelaterte investeringer. Investeringene skal normalt utgjøre 20-30 mrd. kroner og inngår som en del av Norges Banks aktive forvaltning, jf. omtale i Meld. St. 15 (2010–2011). Banken hadde ti mandater innenfor dette programmet ved utgangen av 2011. Syv av mandatene var for investeringer innen fornybar energi og teknologi som kan bidra til effektivisering av energiforbruk, mens tre mandater var for investeringer innen vannforvaltning, se nærmere omtale av resultatene for de klimarelaterte investeringene i avsnitt 4.1.

I mandatet for Norges Banks forvaltning av fondets eiendomsinvesteringer framgår det at banken skal legge vekt på hensynet til blant annet energieffektivitet og vannforbruk. Dette er i tråd med rådene fra Mercer.

Rapporten fra Mercer vil være et viktig bidrag i den videre utviklingen av investeringsstrategien og arbeidet med klima i forvaltningen.

Mercers rapport er et resultat av et samarbeid mellom Mercer og 14 store institusjonelle investorer fra fire verdensdeler. Dette er første gang disse aktørene har kommet sammen for å analysere de langsiktige konsekvensene av klimaendringer på verdens kapitalmarkeder. Det er imidlertid behov for ytterligere forskning og utredning for å øke forståelsen av hvordan langsiktige utviklingstrekk i samfunn og miljø kan påvirke avkastningen på lang sikt. Deltakelse i forskningsprosjekter, vil derfor være et satsingsområde for departementet også i tiden framover.

Forskning og utredning er et av hovedområdene i departementets strategi for ansvarlige investeringer. Som en stor eier og internasjonal investor kan departementet være med på å sette dagsorden for arbeidet med å utrede hvordan hensyn til miljø, samfunnsmessige forhold og god selskapsstyring mest effektivt kan ivaretas av en finansiell investor. Departementets engasjement i arbeidet med rapporten fra Mercer er et eksempel på hvordan forskning og utredning kan brukes i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis.

2.7 Enkelte temaer for videreutvikling av investeringsstrategien

2.7.1 Innledning

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (SPU) er blitt utviklet gradvis. På den måten har det vært mulig å oppnå en bred oppslutning om strategien. Erfaringen så langt er at de strategiske valgene har vært robuste overfor perioder med betydelig uro i finansmarkedene.

I arbeidet med å videreutvikle investeringsstrategien for SPU innhenter departementet eksterne råd og analyser. Departementet legger også vekt på at viktige sider ved strategien blir debattert offentlig. Høsten 2011 avholdt departementet i samarbeid med Strategirådet for SPU et seminar om sentrale spørsmål for investeringsstrategien framover. Seminaret var ment som et bidrag til en slik debatt, jf. boks 2.9.

Det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede risiko er valget av andelen aksjer. Sammenlikninger viser at aksjeandelen i SPU er på linje med andre store fond internasjonalt når disse fondenes noterte og unoterte aksjer ses i sammenheng. Samtidig er det flere særtrekk ved SPU som skiller det fra de fleste andre fond. Fondet har en svært lang tidshorisont, og det har ikke klart definerte forpliktelser. Det er også lite sannsynlig at

staten vil trenge å ta ut store beløp fra fondet over en kort tidsperiode. Disse særtrekkene gir fondet større evne til å bære risiko enn mange andre investorer. I dette perspektivet framstår det samlede risikonivået i fondet i dag som moderat.

Mye av risikoen i fondet er allerede konsentrert om aksjemarkedsrisiko. Det gjør det naturlig å søke etter andre kilder til risikopremier i arbeidet med videreutvikling av strategien. Ved å investere kapitalen i fondet slik at avkastningen avhenger av flere typer risiko, spres risikoen bedre. Det er naturlig å legge vekt på former for risiko som fondet har særlige fortrinn i å bære. Det faglige grunnlaget for å tilpasse investeringsstrategien i tråd med fondets fortrinn er beskrevet nærmere i boks 2.10.

Forvaltningen av fondet tar utgangspunkt i en strategisk referanseindeks. Denne indeksen er i stor grad basert på et prinsipp om markedsvekter. For aksjer betyr dette at hvert enkelt selskap inngår i indeksen med en vekt tilsvarende den markedsverdien aksjene i selskapet utgjør av verdien av hele aksjemarkedet.

I Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 skrev departementet om arbeidet med å vurdere en større rolle for såkalte systematiske risikofaktorer i forvaltningen av fondet. Slike risikofaktorer defineres relativt til markedsvekter. For eksempel vil en porte-

Boks 2.9 Seminar med Strategirådet for SPU

Finansdepartementet benytter et strategiråd bestående av eksterne medlemmer i arbeidet med investeringsstrategien for SPU. Formålet med Strategirådet for SPU er å evaluere departementets arbeid, samt å bidra med faglige innspill til videreutviklingen av fondets investeringsstrategi. Professor emeritus i finans, Elroy Dimson (London Business School), ledet rådets arbeid i 2011. Øvrige medlemmer var Antti Ilmanen (AQR Capital Management), Øystein Stephansen (DNB) og professor og rektor Eva Liljeblom (Hanken Svenska Handelshögskolan). Strategirådet fikk i 2011 i oppdrag å arrangere et seminar om viktige temaer for arbeidet med videreutvikling av investeringsstrategien for SPU. Seminaret fant sted 8. november 2011 med bred deltakelse fra finansbransjen og akademien.

Seminarets tre hovedtemaer var mindre likvide investeringer, tidsvariasjon i risikopremier og investeringer i framvoksende markeder.

Mindre likvide investeringer er omtalt i dette avsnittet, mens tidsvariasjon i risikopremier er nevnt i avsnitt 2.5 om rebalansering. Investeringer i framvoksende markeder er diskutert i avsnittene 2.2 og 2.3.

I tillegg til medlemmene av Strategirådet, hadde følgende en rolle som ordstyrer eller paneldeltaker under seminaret: Dr. David Chambers (Cambridge University), professor Roger Ibbotson (Yale University), professor Andrew Ang (Columbia University), professor Rajnish Mehra (Arizona State University), dr. Sung Cheng Chih (Government of Singapore Investment Corporation), professor Campbell Harvey (Duke University) og professor Arne Jon Isachsen (Handelshøgskolen BI).

Innleggene og et sammendrag av seminaret er tilgjengelig på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

Boks 2.10 Markedsporteføljen og investorenes særtrekk

Kapitalverdimodellen er en veietablert modell for prising av risikable investeringer. I modellen finner alle investorene det best å sette sammen sin portefølje av risikable investeringer slik at den utgjør en andel av verdens samlede kapital. Porteføljen med denne sammensetningen er den teoretiske markedsporteføljen.

Kapitalverdimodellen illustrerer på en enkel måte ideen om at forventet avkastning på en aksje bør være høyere desto mer risikabel aksjen er. I modellen legges det til grunn at investorene kan spre risiko på en god måte. Den relevante risikoen i modellen er derfor ikke svingningene i en aksjekurs isolert sett, men i hvilken grad avkastningen av aksjen svinger i takt med avkastningen av markedsporteføljen. Dette kalles aksjens systematiske risiko.

Kapitalverdimodellen er basert på svært forenklete forutsetninger om investorene og om finansmarkedenes virkemåte. Dette gjør modellen enkel å forholde seg til. I modellen er det bare én form for systematisk risiko, og denne gjenspeiles i markedsporteføljen. Alle investorer vil derfor finne det best å sette sammen sin portefølje av risikable aktiva på samme måte, nemlig som markedsporteføljen. I så måte gir kapitalverdimodellen en enkel oppskrift for fondsinvesteringer der det ikke er noen plass for investorenes særtrekk.

Forskning på historisk avkastning tyder imidlertid på at kapitalverdimodellen ikke gir noen fullgod beskrivelse verken av hvordan investorene opptrer eller av hvordan finansmarkedene virker. Over tid har for eksempel aksjer i små selskaper gitt en høyere avkastning enn aksjer i store selskaper. Denne meravkastningen kalles størrelsespremien. Det viser seg også at aksjer i selskaper der markedsverdien er relativt lav i forhold til nøkkeltall som selskapets inntjening, utbytte eller bokført verdi har gitt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer i

selskaper der markedsverdien er relativt høy. Dette kalles verdipremien. Andre faktorer som på en systematisk måte kan forklare risikoen og avkastningen på en investering, har vist seg å være momentum, volatilitet og likviditet. Disse tre faktorene er knyttet til henholdsvis kortsiktig historisk avkastning, kortsiktige verdisvingninger og hvor lett omsettelig en investering er. Forklaringsfaktorene trukket fram i dette avsnittet betegnes ofte systematiske risikofaktorer, jf. rapporten som professorene Ang, Goetzmann og Schaefer skrev for departementet i 2009. Rapporten er tilgjengelig på departementets interettside (www.regjeringen.no/spf).

Historisk avkastning på aksjer kan i noen grad forklares med utviklingen i ulike systematiske risikofaktorer. Det er imidlertid ikke etablert noen bred enighet blant investorer eller i akademia om hvor stabile faktorene er eller hvorfor de har gitt en annen og høyere avkastning. Avhengig av hvilket perspektiv som legges til grunn, blir faktorene omtalt som aksjekarakteristika, investeringsstiler eller uregelmessigheter i finansmarkedenes virkemåte.

At det finnes systematiske risikofaktorer tyder på at investorene har et mer nyansert syn på investeringenes egenskaper og risiko enn det som gjenspeiles i kapitalverdimodellen. På dette grunnlaget kan en investor finne det gunstig å avvike fra markedsporteføljen for å ta hensyn til sine særtrekk. Betalingen en mottar i form av en risikopremie, vil avhenge av hvor krevende det i gjennomsnitt er for investorer å bære slik risiko. Alle investorer er imidlertid ikke like godt egnet til å bære alle former for risiko. Dersom en er bedre egnet enn gjennomsnittet av investorene til å bære en bestemt form for risiko, bør en vurdere å ta mer av denne formen for risiko enn det som følger av markedsporteføljen. På denne måten kan investorene oppnå et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko.

følge med en høyere andel aksjer i små selskaper enn det som følger av markedsvekter, være mer utsatt for svingninger i avkastningen av aksjer i små selskaper. Dette kalles eksponering mot risikofaktoren for små selskaper.

Eksponering mot systematiske risikofaktorer har gitt høyere avkastning over tid. For eksempel har aksjer i små selskaper vist seg å gi høyere

avkastning over tid enn aksjer i større selskaper, jf. boks 2.10. Det er vanlig å tenke at denne meravkastningen gjenspeiler en betaling for høyere risiko. Meravkastningen omtales derfor ofte som en risikopremie. Ved å øke eksponeringen i fondet mot utvalgte systematiske risikofaktorer, kan en tenkes å oppnå høyere avkastning i fondet over tid. Dette kalles å utnytte systematiske risikopremier.

I Meld. St. 15 (2010-2011) pekte departementet blant annet på at Strategirådet for SPU har vurdert risikopremiene for likviditet og verdi som naturlige å utnytte for et fond med SPUs lange tidshorisont. Departementet skrev videre at Norges Banks strategiplan for perioden 2011-2013 kan tilsi at fondet øker eksponeringen mot verdipremien. Økt oppmerksomhet mot ulike kilder til systematisk risiko er også i tråd med anbefalingene til professorene Ang, Goetzmann og Schaefer fra 2009, og med rapporten fra Strategirådet 2010.

Arbeidet med å vurdere fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer er et langsiktig arbeid. I løpet av 2011 har dette blant annet omfattet følgende:

- Mindre likvide investeringer var et tema på konferansen med Strategirådet i november 2011, jf. boks 2.9.
- Norges Bank har i brev til Finansdepartementet 2. februar 2012, samt i egne analysenotater⁸ drøftet hvordan fondets aksjeportefølje kan utsettes for ulike risikofaktorer. Dette arbeidet omtales nærmere i avsnittene 2.7.2 og 2.7.3.

2.7.2 Likviditetspremien

Investeringer som er vanskelig å omsette (mindre likvide) må normalt tilby høyere forventet avkastning for å tiltrekke seg investorer. Likviditetspremien er en kompensasjon for dette. Det er også en risikopremie for at verdien av slike investeringer har en tendens til å falle mye i dårlige tider.

Det er lite sannsynlig at staten vil trenge å ta ut store beløp fra fondet over en kort tidsperiode, jf. omtalen i avsnitt 2.1. Dette innebærer at fondet er godt egnet til å utnytte at investeringer som er mindre likvide har høyere forventet avkastning. SPU kan dra nytte av dette på flere måter:

- Investere i mindre likvide aktivaklasser.
- Investere i relativt mindre likvide verdipapirer innen hver enkelt aktivaklasse.
- Investere i relativt mindre likvide verdipapirer i perioder der andre investorer etterspør mer likvide verdipapirer.

Unoterte investeringer som fast eiendom, unoterte aksjer og infrastruktur er eksempler på aktivaklasser som generelt er mindre likvide enn noterte aksjer. Markedet for fast eiendom er det

største og mest utviklede av disse markedene. Finansdepartementet besluttet i 2008 at inntil 5 pst. av SPUs kapital over tid skal investeres i fast eiendom.

I Meld. St. 15 (2010-2011) vurderte departementet hvorvidt det burde åpnes for å investere i unoterte aksjer og infrastruktur i SPU. Departementet viste da til at det er knyttet betydelig usikkerhet til hvilken avkastning investorer kan få fra slike investeringer når en tar hensyn til risikoen og kostnadene ved dem. Departementet konkluderte med at en først bør høste erfaringer fra investeringene i fast eiendom, men at fondets særtrekk gjør det naturlig å komme tilbake til spørsmålet om unoterte aksjer og infrastruktur senere.

En annen måte å øke omfanget av mindre likvide investeringer i fondet på er å øke andelen mindre likvide noterte aksjer. Under seminaret med Strategirådet viste professor Roger Ibbotson til at en portefølje av noterte aksjer som systematisk legger mer vekt på mindre likvide aksjer har gitt betydelig meravkastning over tid, uten at risikoegenskapene til porteføljen endres vesentlig for en langsiktig investor. Ibbotson understreket samtidig at det er vanskelig å definere og isolere likviditetsegenskapene til en aksje. En investor som søker å utnytte at det er en premie for mindre likvide investeringer, bør derfor se denne premien i sammenheng med andre risikopremier.

En tredje måte å høste likviditetspremien på er å investere i relativt mindre likvide verdipapirer i perioder der andre investorer etterspør mer likvide verdipapirer. Mange investorer kan for eksempel på grunn av reguleringer bli nødt til å selge aksjer etter at de har falt mye i verdi, slik tilfellet var under den globale finanskrisen. Investorene vil da gjerne erstatte aksjer med statsobligasjoner, som generelt har lavere risiko og er mer likvide. Et fond som SPU kan utnytte dette ved å selge obligasjoner og kjøpe aksjer i slike situasjoner. Utviklingen under finanskrisen er et eksempel på at risikopremier kan variere over tid. Tidsvariasjon i risikopremier er nærmere omtalt i avsnitt 2.5 om rebalansering.

2.7.3 Andre systematiske risikopremier

Utgangspunktet for Norges Banks analyser og vurderinger av systematiske risikopremier er at fondets strategiske referanseindeks for aksjer er basert på et prinsipp om markedsvekter. Dette gir ikke nødvendigvis det mest gunstige forholdet mellom risiko og forventet avkastning for fondet,

⁸ Se notatene «Alternatives to a Market-Value-Weighted Index» og «Capturing Systematic Risk Premia» (www.nbim.no/en/press-and-publications/discussion-notes/).

jf. boks 2.10. I brev til Finansdepartementet 2. februar 2012 skriver Norges Bank at:

«En global markedsvektet referanseindeks vil ikke nødvendigvis gi det beste forholdet mellom risiko og avkastning for et fond som SPU. Investeringsstrategien bør derfor utformes slik at fondet dynamisk kan høste risikopremier, og porteføljen kan konstrueres på måter som bygger på våre naturlige fortrinn.»

Om fondets fortrinn skriver banken:

«Det er kombinasjonen av lang tidshorisont, ingen løpende likviditetsbehov og en tålmodig eier som innebærer at fondet kan være spesielt godt egnet til å påta seg særskilte typer risiko. Dette vil fremfor alt være tilfellet i perioder hvor usikkerheten om fremtidig avkastning er høy.»

Norges Bank har i et eget notat analysert betydningen av flere kjente risikofaktorer i aksjemarkedet.⁹ Banken peker i notatet på at eksponering mot hver av disse risikofaktorene over tid har gitt høyere avkastning. Samtidig innebærer det en risiko for betydelig lavere avkastning over lengre perioder enn det som følger av markedsvekter. I notatet framheves det at en strategi som går ut på å utnytte systematiske risikopremier i aksjemarkedet krever at investor kan tåle perioder med lavere avkastning.

Norges Banks analyser viser at det finnes ulike måter å utnytte systematiske risikopremier på. For å gjøre dette på en effektiv måte, er det nødvendig med investeringsstrategier som er tilpasset hver enkelt risikofaktor.

I notatet vises det til at ulike systematiske risikofaktorer i liten grad svinger i takt med hverandre. Det gir rom for å spre risiko. Norges Bank peker på at eksponering mot et bredt utvalg av risikofaktorer samtidig demper svingningene i den samlede avkastningen. Det gir også lavere risiko for perioder med svært lav avkastning.

Norges Banks analyser viser videre at det er vanskelig å isolere hver enkelt risikofaktor i den operasjonelle forvaltningen. Dersom en er utsatt for én risikofaktor, vil en som regel også til en viss grad være utsatt for andre risikofaktorer. I notatet argumenteres det for at en strategi som sikter mot

å utnytte systematiske risikopremier derfor må ta hensyn til både direkte og indirekte risikoeksponering, og at dette bør gjøres som del av en samlet prosess for risikotaking og -kontroll.

I analysen av risikofaktoren knyttet til likviditet vises det til at dette er en type risiko SPU er godt egnet til å bære. I aksjemarkedet anbefales det imidlertid at dette skjer indirekte gjennom andre risikopremier som størrelse, verdi og volatilitet, fordi likviditetsfaktoren er vanskelig å definere og isolere, jf. omtale i avsnitt 2.7.2.

I brev 2. februar 2012 anbefaler Norges Bank at systematiske risikopremier utnyttes i forvaltningen av SPU. Banken mener dette best gjøres som en del av den operative forvaltningen, snarere enn gjennom en endring i den strategiske referanseindeksen. Banken skriver:

«Norges Bank mener at den strategiske referanseindeksen ikke bør justeres for å ta hensyn til systematiske risikopremier for aksjer.»

I et annet notat analyserer Norges Bank ulike alternative vektingsprinsipper til en markedsvektet indeks.¹⁰ Et eksempel på et slikt alternativt vektingsprinsipp er en såkalt fundamentalindeks. Der inngår hvert enkelt selskap i indeksen med en vekt tilsvarende selskapets størrelse målt etter såkalte «fundamentale» variable som for eksempel omsetning, inntjening eller antall ansatte. Et annet eksempel på et alternativt vektingsprinsipp er likevektning, der hvert selskap gis den samme vekten uavhengig av både markedsverdi og størrelse. Vektene som følger av slike alternative vektingsprinsipper vil kunne avvike betydelig fra markedsvekter. Alternative vektingsprinsipper kan benyttes av fond som ønsker en regelbasert forvaltning, men som likevel ikke vil følge markedsvekter.

Analysen i Norges Banks notat viser at flere alternative vektingsprinsipper har gitt et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn en markedsvektet portefølje. Dette skyldes i noen grad kjente risikopremier. For eksempel er en fundamentalindeks i betydelig grad utsatt for verdifaktoren, mens en likevektet portefølje gjerne er utsatt for både verdifaktoren og faktoren relatert til små selskaper.

Det kan være krevende for store fond å bruke alternative vektingsprinsipper i forvaltningen. For eksempel vil et prinsipp om likevektning kunne innebære at en må ha svært høye eierandeler i små selskaper. Dette er et viktig hensyn i forvalt-

⁹ Se notatet «Capturing Systematic Risk Premia», der det er redegjort for ulike metoder for å utnytte systematiske risikopremier i fondets aksjeportefølje. Norges Bank fokuserer på de fem risikopremiene verdi, størrelse, momentum, volatilitet og illikviditet.

¹⁰ Se notatet «Alternatives to a Market-Value-Weighted Index».

ningen av et fond som SPU. Norges Bank analyserer i notatet hvor mye kapital som kan investeres i henhold til ulike vektingsprinsipper. Analysen finner at fundamentalindekser har høyere investeringsmuligheter enn andre alternative vektingsprinsipper. Dette er fordi fundamentale variable normalt vil tilsi større investeringer i selskaper som også har større markedsverdi. Et prinsipp om markedsvekting gir imidlertid alltid størst investeringsmuligheter.

Norges Bank mener at alternative vektingsprinsipper ikke bør benyttes i fondets strategiske referanseindeks for aksjer. Banken skriver i brev til Finansdepartementet 2. februar 2012:

«Det er vår vurdering at disse alternative vektingskriteriene ikke bør nedfelles i en strategisk referanseindeks for aksjer da de til dels er komplekse å beregne, krever relativt hyppige justeringer og ofte ikke vil være fullt ut investerbar for et fond som SPU. NBIM kan utvikle en operativ referanseportefølje som ivaretar disse hensynene.

Norges Bank anbefaler at utgangspunktet i en markedsvektet referanseindeks videreføres.»

Norges Bank viser her til at NBIM kan utvikle en såkalt operativ referanseportefølje for å ivareta viktige hensyn ved andre vektingskriterier enn markedsvekter. En operativ referanseportefølje er et verktøy Norges Bank benytter i forvaltningen. I årsrapporten om forvaltningen av SPU i 2011 har banken gjort nærmere rede for dette. Banken skriver blant annet:

«NBIM har utformet interne operative referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner. De gjenspeiler hvilke typer verdipapirer vi mener representerer en nøytral og hensiktsmessig investeringsstrategi for fondet. Referanseporteføljene er utformet for å unngå uønsket risiko i deler av kapitalmarkedet som det ikke er naturlig å investere i, tatt i betraktning fondets størrelse, langsiktighet og formål. Referanseporteføljene er ikke basert på valg av enkelte verdipapirer som følger av aktive investeringsstrategier, men på ulike grupper av verdipapirer som er valgt med utgangspunkt i sine avkastnings- og risikoegenskaper.»

Norges Bank skriver videre i årsrapporten at målet for den operative referanseporteføljen er å oppnå et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko etter kostnader. Banken viser

til at den strategiske referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet er basert på markedsindekser fra ledende indeksleverandører. Dette bidrar til å sikre åpenhet og etterprøvbarhet i forvaltningen. For aksjer er indeksen FTSE Global Equity Index Series All Cap valgt. Ettersom slike markedsindekser er basert på et prinsipp om markedsvekter, er de ikke tilpasset det enkelte fonds ulike formål og særtrekk. Norges Bank skriver at den strategiske referanseindeksen angir en investeringsretning og gjenspeiler eiers risikotoleranse. En operativ referanseportefølje kan etter bankens syn brukes for å tilpasse investeringene til SPUs formål og særtrekk.

Norges Bank framhever i sin årsrapport at rammene i mandatet fastsatt av departementet fortsatt kan være knyttet til den strategiske referanseindeksen. Avvik mellom den strategiske referanseindeksen og den operative referanseporteføljen vil, som for andre investeringsvalg, trekke på rammene for aktiv forvaltning som er satt i mandatet for SPU. Avvikene vil imidlertid kunne være større, ha en annen karakter og et annet tidsperspektiv enn hva som normalt faller inn under såkalt aktiv forvaltning.

Norges Banks operative referanseportefølje for obligasjoner er nærmere beskrevet i avsnitt 2.2 i denne meldingen.

Departementet legger stor vekt på at fondets investeringsstrategi skal være godt faglig forankret. Selv om det lenge har vært anerkjent at det finnes flere kilder til systematisk risiko i finansmarkedene, er det fortsatt uenighet om hvilke kilder dette er og om hvor stabile de er. Det er også ulike syn på hvordan en bør utnytte systematiske risikopremier i forvaltningen. Departementet mener derfor det er naturlig å gå gradvis fram.

I Meld. St. 10 (2009-2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 viste departementet til professorene Ang, Goetzmann og Schaefer anbefaling om å endre fondets referanseindeks slik at eksponering mot systematiske risikofaktorer i størst mulig grad bygges inn i referanseindeksen. Analysene av fondets referanseindeks for obligasjoner i Meld. St. 15 (2010-2011) pekte på flere utfordringer med denne tilnærmingen, med bakgrunn i at det i praksis er vanskelig å avgrense de ulike risikofaktorene. Norges Bank anbefaler at eksponering mot systematiske risikofaktorer ikke bygges inn i referanseindeksen, men snarere inngår i den operative forvaltningen av fondet. Banken viser til at det kan utvikles en operativ referanseportefølje for å ivareta disse hensynene og argumenterer for at flere operative hensyn taler for en slik tilnærming. Dette er vik-

tige innspill som departementet vil ta med seg i det videre arbeidet.

I arbeidet med systematiske risikofaktorer legger departementet særlig vekt på at eksponering mot slike faktorer identifiseres, styres og kommuniseres på en god måte. Formålet med å utsette fondet for slike faktorer vil være å bedre forholdet mellom avkastning og risiko, samt å utnytte fon-

dets særtrekk. Strategier for å utnytte risikopremier må være langsiktige og utformet slik at en evner å holde fast ved dem også i perioder der den forventede avkastningen uteblir. Norges Banks arbeid med å bygge opp kompetanse og erfaring med slike strategier innenfor dagens rammer for forvaltningen støtter opp under en slik utvikling.

3 Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge

3.1 Bakgrunnen for investeringsstrategien

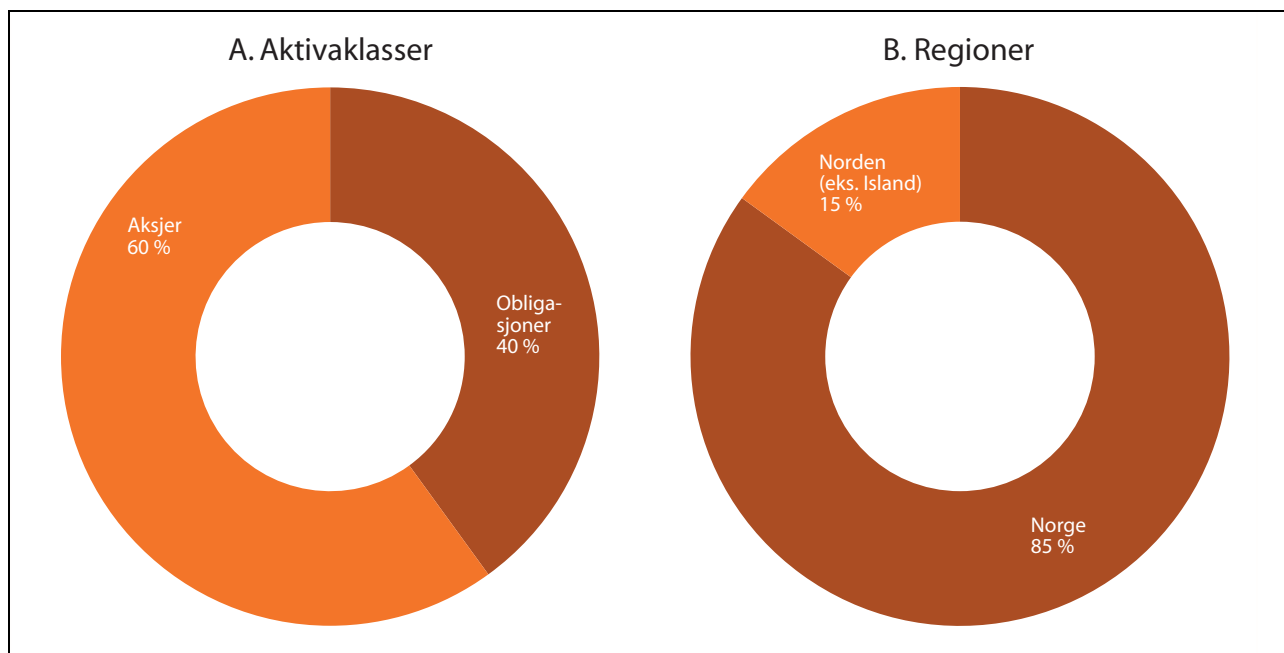
Grunnkapitalen i Statens pensjonsfond Norge (SPN) stammer i hovedsak fra overskudd på trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og fram til slutten av 1970-tallet. Organiseringen av SPN ble endret i 2007 ved at en synliggjorde skillet mellom formuesmassen SPN og Folketrygdfondet som forvalter av denne formuesmassen. Kapitalen ble plassert som innskudd i Folketrygdfondet, som forvalter midlene i eget navn og etter et mandat fastsatt av departementet. Avkastningen av midlene i SPN overføres ikke til statskassen, men legges løpende til kapitalen. Markedsverdien av SPN utgjorde 129,5 mrd. kroner ved utgangen av 2011, jf. nærmere omtale av resultatene i avsnitt 4.2.

Hoveddelen av midlene i SPN er plassert i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet. Fondets særtrekk, slik som størrelse og langsiktighet, skiller SPN fra mange andre investorer i det norske markedet. Størrelse gir visse fordeler, blant annet

muligheten til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Samtidig medfører fondets dominerende størrelse i det norske kapitalmarkedet visse begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning over kort tid. Markedet er for øvrig kjennetegnet ved lav omsettelighet i flere selskaper. Det forsterker utfordringene ved store porteføljetilpasninger.

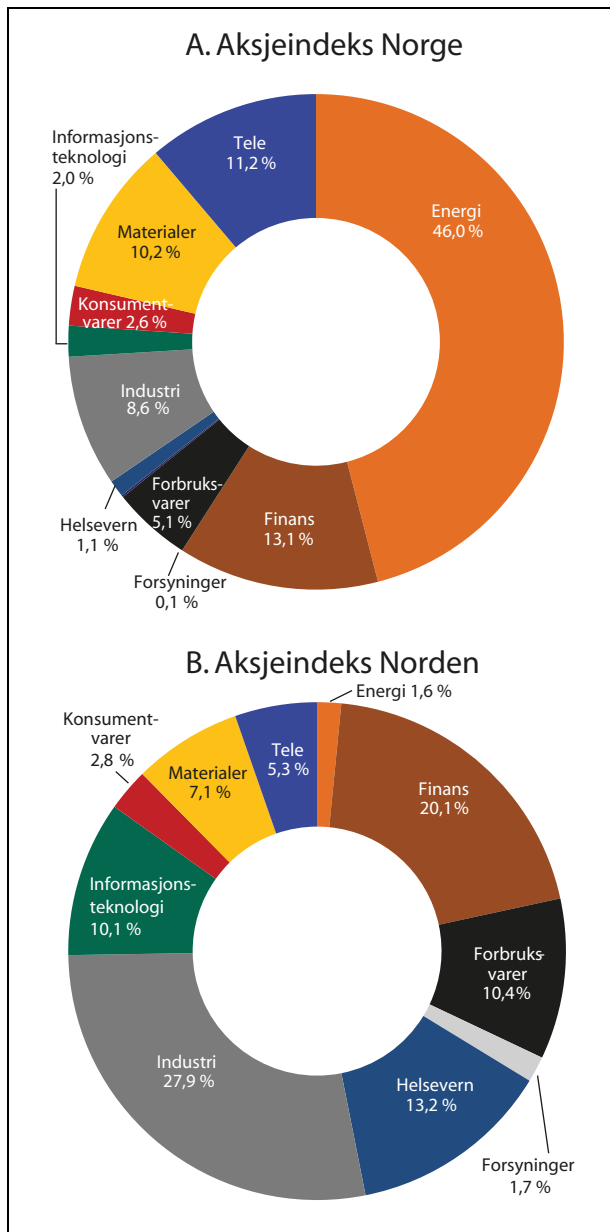
3.2 Investeringsstrategien

Målsettingen for forvaltningen av SPN er høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Utgangspunktet for forvaltningen er referanseindeksen som er fastsatt av departementet. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital i utgangspunktet skal være investert. Indeksen er fordelt på aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.), og på to geografiske regioner, Norge (85 pst.) og Norden for øvrig utenom Island (15 pst.), jf. figur 3.1.



Figur 3.1 Strategisk referanseindeks for SPN

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 3.2 Sektorsammensetning av referanseindekser for aksjer i SPN ved utgangen av 2011. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Oslo Børs er valgt som leverandør av de to aksjeindeksene, mens Barclays Capital er leverandør av referanseindeksene for obligasjoner. Sammensetningen av fondets referanseindeks er nærmere beskrevet i mandatet for SPN. I figur 3.2 vises sektorsammensetningen for aksjeindeksene, mens figur 3.3 viser fordelingen av obligasjonsindeksene på henholdsvis delmarkeder og kredittvurdering.

Folketrygdfondet har innenfor visse rammer anledning til å avvike fra referanseindeksen. Formålet med slike avvik er å bedre fondets resulta-

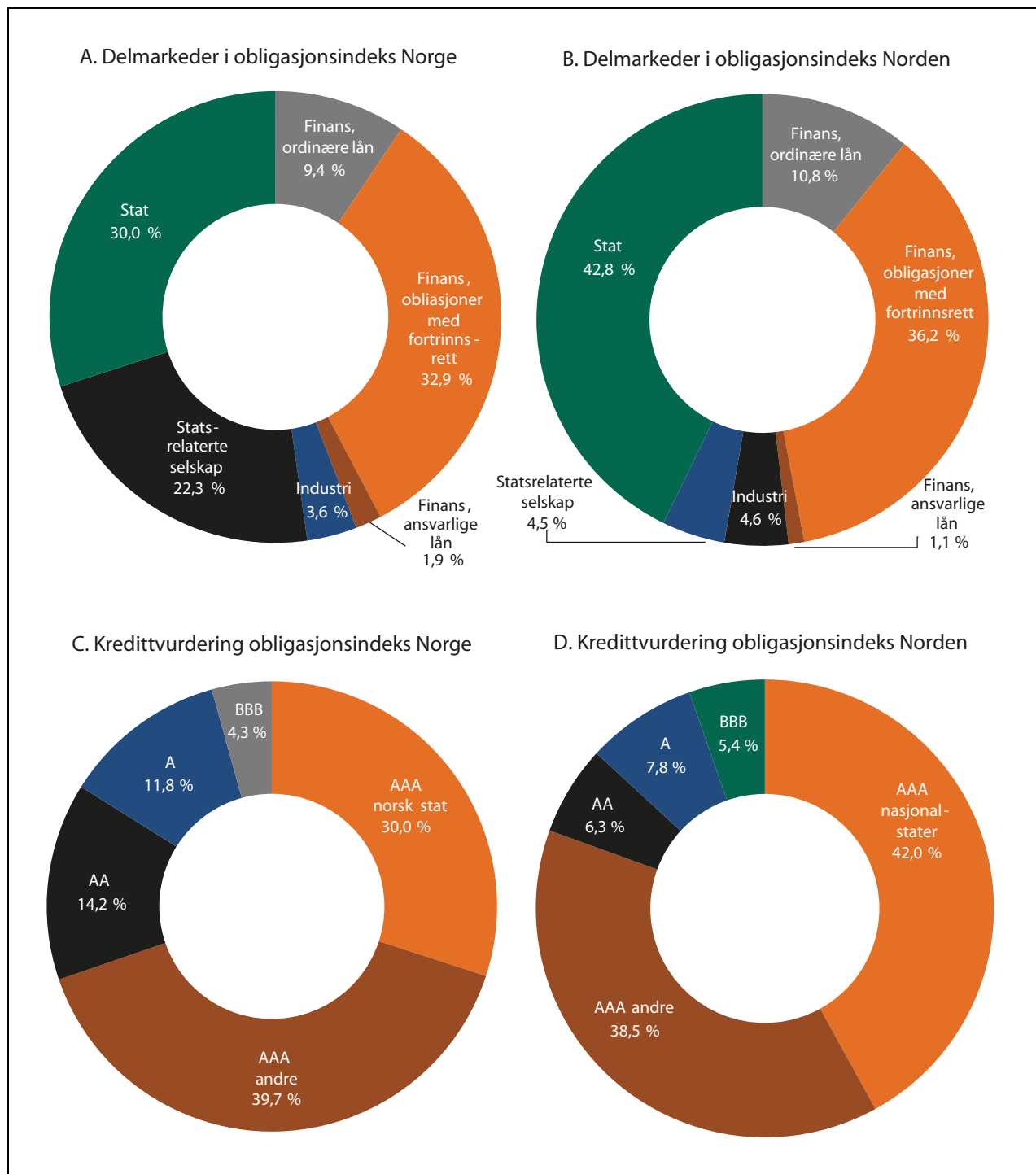
ter (aktiv forvaltning). Departementet har fastsatt en ramme for avvik på 3 pst. per år målt ved forventet relativ volatilitet. Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Folketrygdfondet utnytter denne rammen fullt ut, betyr dette at avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen forventes å være mindre enn 3 prosentpoeng i to av tre år. I ett av tre år vil forskjellen være større.

Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 inneholdt en bred gjennomgang av den aktive forvaltningen i SPN. Departementets vurdering var at rammen for aktiv forvaltning på 3 pst. forventet relativ volatilitet burde videreføres. Stortinget sluttet seg til dette. Det ble samtidig lagt opp til at den aktive forvaltningen i SPN vil bli vurdert i begynnelsen av hver stortingsperiode, i tråd med det som tidligere er varslet for den aktive forvaltningen i SPU, jf. Meld. St. 10 (2009-2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009.

Folketrygdfondet har fastsatt en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses. Dette er i tråd med krav i mandatet for SPN. Planen legger vekt på at Folketrygdfondet skal være en krevende, men forutsigbar og profesjonell eier. Folketrygdfondet søker videre å bidra til større ryddighet og mer åpenhet i markedene gjennom aktiv dialog. Folketrygdfondet legger også vekt på å være en aktiv og langsiktig investor. De aktive forvaltningsstrategiene er basert på å utnytte fondets fortrinn når det gjelder størrelse og langsiktighet. Den strategiske planen er offentliggjort på Folketrygdfondets nettsider (www.ftf.no)

SPN er en betydelig eier og långiver i det norske kapitalmarkedet. Aksjeporteføljen utgjør vel 9 pst. av markedsverdien til Oslo Børs hovedindeks (justert for fri flyt), noe som gjør fondet til en av de største investorene på børsen. I det norske obligasjonsmarkedet utgjør SPNs portefølje om lag 6 pst. av verdien av referanseindeksen. SPNs store, langsiktige eierpost i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet bidrar til stabilitet i markedet.

Erfaringene fra finanskrisen er at SPN var en betydelig kjøper av aksjer i en periode med kraftig fall i aksjemarkedet. Reglene om rebalansering av SPN er en viktig del av dette. De innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivaklassen som har falt i verdi. Fondet vil dermed kjøpe (selge) aksjer i perioder der andre selger (kjøper) og bidrar således til å tilføre markedet likviditet. I perioder med betydelig kursfall i aksjemarkedet, slik en så under finanskrisen, vil det bidra til å stabilisere kursene.



Figur 3.3 Obligasjonsindeksenes fordeling på delmarkeder og kredittvurdering ved inngangen til 2012. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Folketrygdfondet er en pådriver for å fremme gode prinsipper for eierskap i det norske markedet. Eierskapsutøvelsen er basert på prinsipper i FNs Global Compact, FNs prinsipper for ansvar-

lige investeringer (PRI) og OECDs prinsipper for multinasjonale selskaper, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.4 i denne meldingen.

4 Oppfølgingen av forvaltningen

4.1 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

4.1.1 Markedsutvikling

2011 var et urolig år i finansmarkedene. Første halvår ble preget av jordskjelv og tsunami i Japan og politisk uro i Nord-Afrika og Midt-Østen. I andre halvår medførte utfordringer i den amerikanske budsjettprosessen og nivået på den amerikanske statsgjelden usikkerhet i markedene. I tillegg oppstod det bekymringer rundt den framtidige økonomiske veksten i Kina.

Statsgjeldsproblemene i eurosoneen var likevel det som fikk mest oppmerksomhet i 2011. Kombinasjon av støttetiltak overfor finansinstitusjoner, aktiv motkonjunkturpolitikk for å dempe konsekvensene av finanskrisen og effekten av høy arbeidsledighet og lav skatteinntang, har de siste årene svekket budsjettene i mange land. Store budsjettunderskudd har økt statsgjelden betydelig i flere land, jf. figur 4.1. Dette har medført tvil om enkelte lands evne til å betjene sin statsgjeld, og renten på deres statsobligasjoner steg kraftig gjennom andre halvår av 2011.

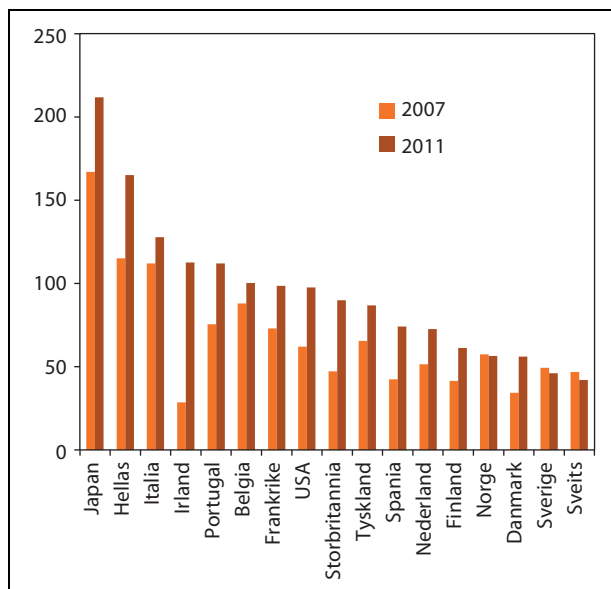
Mange europeiske banker har store investeringer i europeiske statsobligasjoner. Til dels store fall i verdien av slike obligasjoner førte derfor til usikkerhet om soliditeten til bankene. Internasjonale banker er tett knyttet sammen gjennom utlån av kapital til hverandre, noe som medfører at problemer fort smitter mellom banker. Det er således ikke bare bankene som var direkte berørt, som møtte utfordringer på grunn av statsgjeldsproblemene.

Mange land strammet til i statsbudsjettene i 2011. De varslet også ytterligere innstramminger i årene fremover. Samtidig var mulighetene for pengepolitiske tiltak i stor grad utnyttet med lave korte og lange renter. Sentralbankene hadde derfor begrensede muligheter til å stimulere til økt økonomisk aktivitet. Dette skapte usikkerhet rundt den framtidige økonomiske veksten og frykt for nedgangskonjunktur i Europa, noe som igjen førte til uro i finansmarkedene og til et generelt kursfall i aksjemarkedet.

Med stor usikkerhet i finansmarkedene søkte mange investorer mot investeringer med lav risiko. Etterspørselen økte derfor etter statsobligasjoner fra land hvor sannsynligheten for mislighold ble vurdert som liten. Renten på statsobligasjoner utstedt av disse landene falt, og avkastningen av obligasjonene ble høy. Samlet sett var avkastningen i det internasjonale obligasjonsmarkedet god i 2011, men med store forskjeller mellom land.

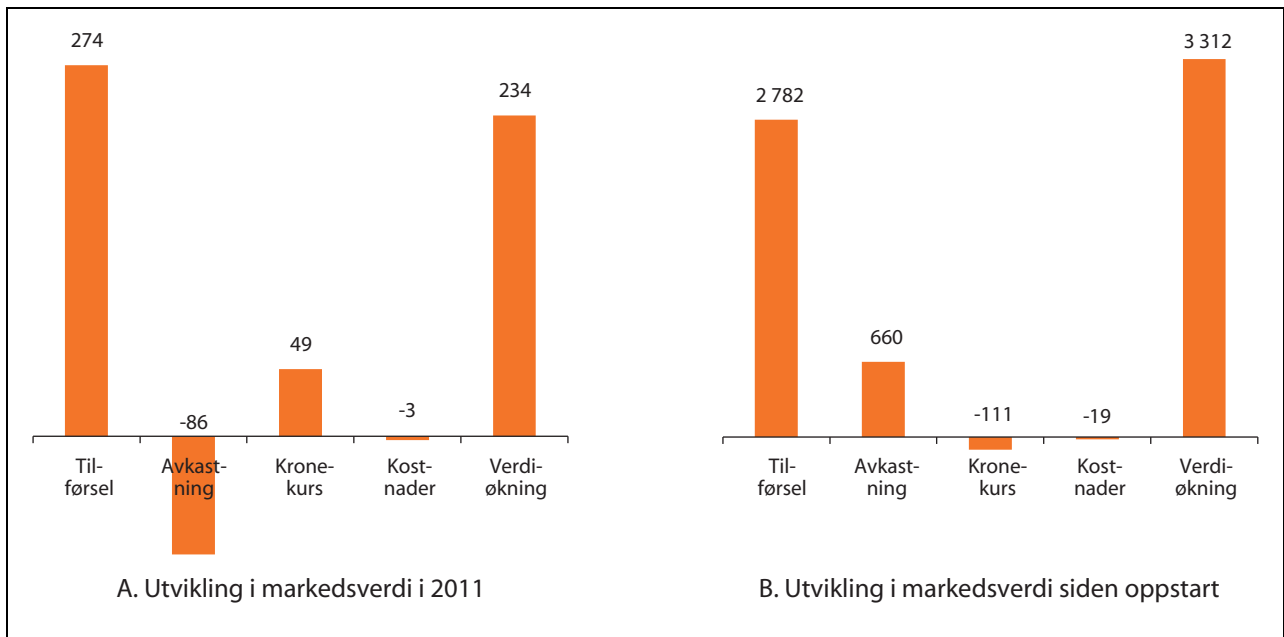
Det europeiske eiendomsmarkedet var også preget av den økonomiske uroen i 2011. Lavere rentenivå var isolert sett positivt for eiendomsmarkedet, mens et vanskeligere kredittmarked virket negativt. Den positive utviklingen i eiendomspriser og leieinntekter fra 2010 ble dempet gjennom 2011.

Det tar lang tid for indeksleverandørene å utarbeide avkastningstall for unotert eiendom i Europa. England er et av markedene hvor avkastningstall foreligger først, og data fra indeksleverandøren IPD viser at avkastningen her var om lag 8 pst. i 2011. De siste 10 årene har gjennomsnittlig avkastning i dette markedet vært om lag 7 pst.



Figur 4.1 Statlig gjeld i forhold til bruttonasjonalprodukt i utvalgte OECD-land. Prosent

Kilde: OECD.



Figur 4.2 Utvikling i markedsverdien til SPU i 2011 og siden oppstart. Mrd. kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

4.1.2 Markedsverdi og tilførsel

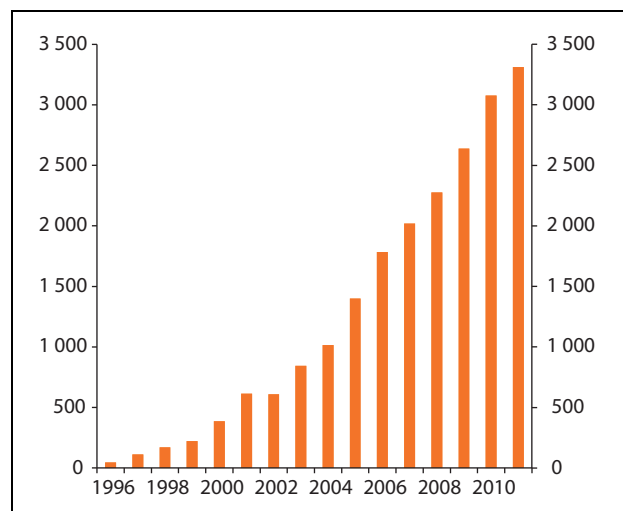
Ved utgangen av 2011 var markedsverdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) 3 312 mrd. kroner. Kapitalen var fordelt på 1 945 mrd. kroner i aksjer, 1 356 mrd. kroner i obligasjoner og 11 mrd. kroner i eiendom. Markedsverdien av SPU økte med 234 mrd. kroner i løpet av 2011. Figur 4.2 viser endringen i fondets verdi i 2011 og siden fondets oppstart, fordelt på avkastning, tilførsel av ny kapital, endringer i kronekursen samt kostnader i forvaltningen.

Siden oppstart er fondet tilført 2 782 mrd. kroner, mens avkastningen etter forvaltningskostnader er 641 mrd. kroner. Som følge av at fondet er investert i andre valutaer enn norske kroner, blir verdien påvirket av endringer i valutakursen. I enkelte år kan disse endringene være store. I 2008 økte verdien av fondet med 506 mrd. kroner som følge av endringer i valutakursen. Det påfølgende året falt derimot verdien av fondet med 418 mrd. kroner av samme grunn. Samlet sett har ikke endringene i kronekurs påvirket verdien av fondet i særlig grad.

Figur 4.3 viser utviklingen i markedsverdien av fondet målt i norske kroner siden oppstart. Som følge av store tilførsler av ny kapital og effektene av svingninger i valutakursen, er virkningen av finanskrisen i 2008 og den påfølgende oppgangen i 2009 knapt synlig.

Tilførsel av ny kapital til SPU er til nå blitt fordelt mellom aktivaklassene og regionene slik at

vektene i den faktiske referanseindeksen i størst mulig grad føres tilbake til de strategiske vektene, såkalt delvis rebalansering, jf. avsnitt 2.6. Av beløpet på noe over 270 mrd. kroner som ble tilført SPU i 2011, ble om lag to tredjedeler overført til aksjeporteføljen og en tredjedel til renteporteføljen og eiendom. Internt i aksjeporteføljen ble hoveddelen av midlene tilført europeiske aksjer. I renteporteføljen var fordelingen mer blandet med store overføringer både til amerikanske og europeiske obligasjoner, samt en mindre andel til asiatiske obligasjoner.



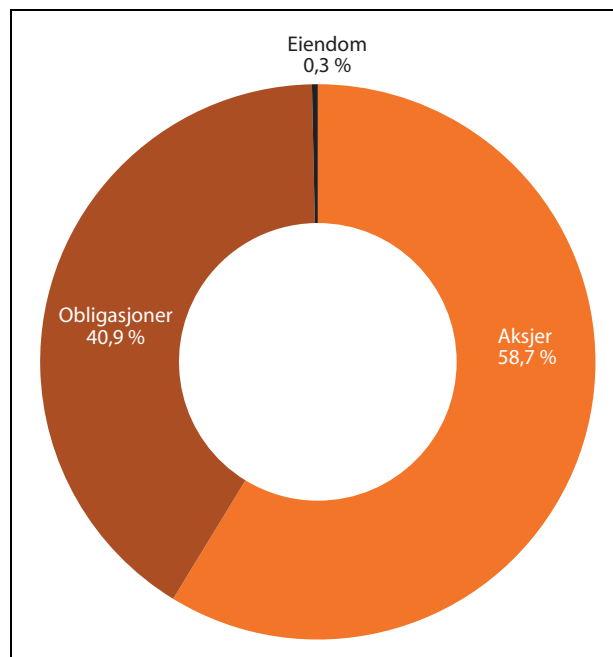
Figur 4.3 Utvikling i markedsverdien til SPU. Mrd. kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Fondets første investeringer i eiendom ble gjennomført i 2011. Fondet kjøpte i april 25 pst. av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London for om lag 4,2 mrd. kroner. I juli kjøpte fondet 50 pst. av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA Group for om lag 5,5 mrd. kroner. I begge tilfellene inngikk fondet og motparten et partnerskap, som gjennomførte ytterligere investeringer i løpet av 2011, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.3.1.

Ved utgangen av 2011 var om lag 58,7 pst. av fondet investert i aksjer, 40,9 pst. i obligasjoner og 0,3 pst. i eiendom, jf. figur 4.4. Relativt til den faktiske referanseindeksen representerer dette en overvekt mot aksjer på i underkant av 0,2 prosentenheter.

Ved utgangen av 2011 eide SPU 1,1 pst. av det globale aksjemarkedet, målt ved markeds kapitaliseringen til FTSE Global All Cap-indeksen¹, jf. figur 4.5. Eierandelene i obligasjonsmarkedet var lavere. Beholdningen av obligasjoner tilsvarte en andel på 0,6 pst. av verdien av obligasjonene i indeksen Barclays Global Aggregate. Det siste året er eierandelen i aksjemarkedet økt med 0,1 prosentenheter, i hovedsak på grunn av tilførsel av ny kapital til aksjeporteføljen. Eierandelen i obligasjonsmarkedet endret seg lite i 2011. Eier-



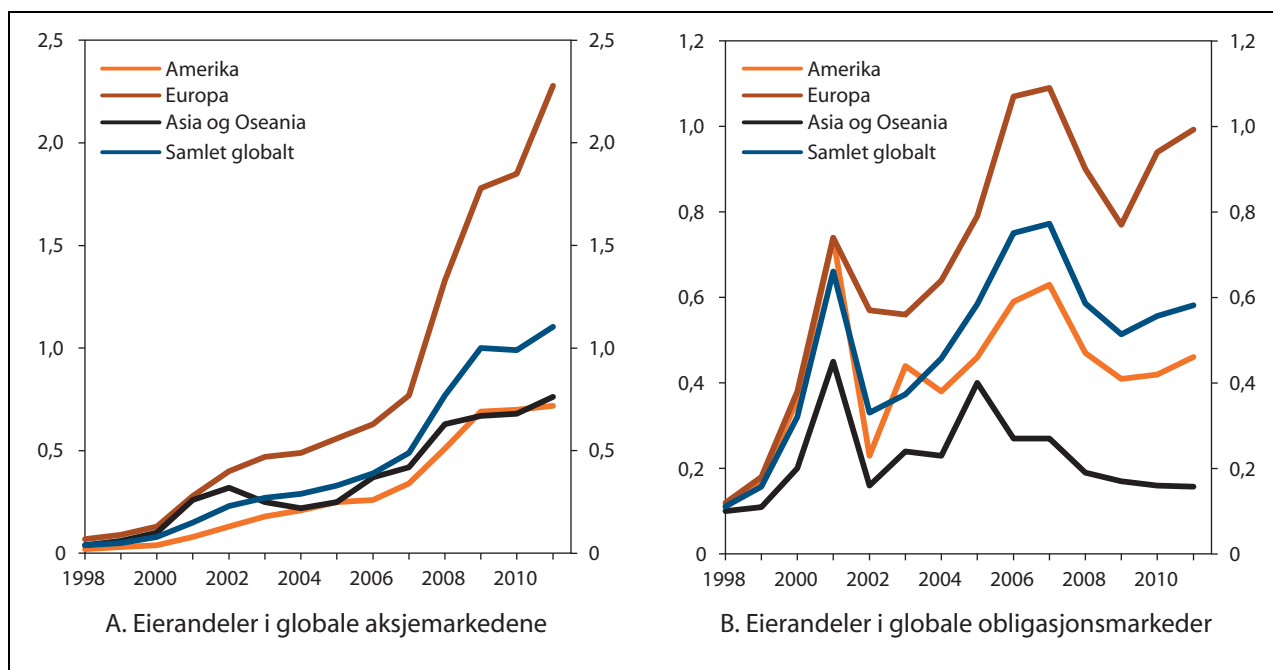
Figur 4.4 Fordeling av faktiske investeringer i SPU på aktivaklasser ved utgangen av 2011. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

posisjonene er vesentlig større i Europa enn i resten av verden både for aksjer og obligasjoner.

Ved utgangen av 2011 var 4,4 pst. av fondsmidlene forvaltet av eksterne institusjoner. Det er en nedgang fra 9,2 pst. ett år tidligere. Det er i all hovedsak aksjer som blir forvaltet av eksterne.

¹ FTSE Global All Cap-indeksen er justert for fri flyt. Dette innebærer at vektene blir justert ned for eierandelene til store langsiktige eiere og ved krysseierskap, fordi disse eierandelene ikke er fritt omsettelig.



Figur 4.5 SPUs eierandeler i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Prosent

Kilde: Norges Bank.

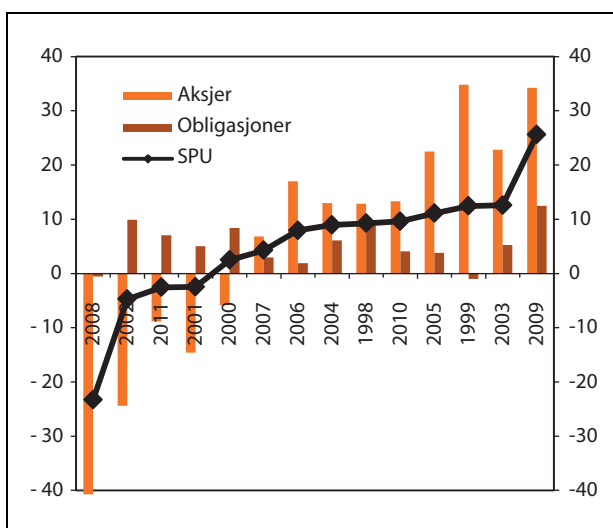
Det var kun ett eksternt obligasjonsmandat ved utgangen av 2011, som utgjorde 0,1 pst. av fondets samlede investeringer.

4.1.3 Avkastning

SPU fikk en samlet avkastning på -2,5 pst. i 2011 målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Målt i norske kroner var avkastningen -1,4 pst. Årsaken til den negative avkastningen var svak utvikling i aksjemarkedene. Aksjeporteføljen oppnådde en avkastning på -8,8 pst. målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Investeringer i finanssektoren falt mye i verdi gjennom 2011, i stor grad forårsaket av usikkerhet om statsfinansene i flere land i Europa, og om bankenes soliditet dersom en eller flere stater ikke kan gjøre opp for seg. I tillegg var det meget svak avkastning i bedrifter som produserer materialer. Disse selskapene påvirkes spesielt av de dårlige tidene i Europa og USA.

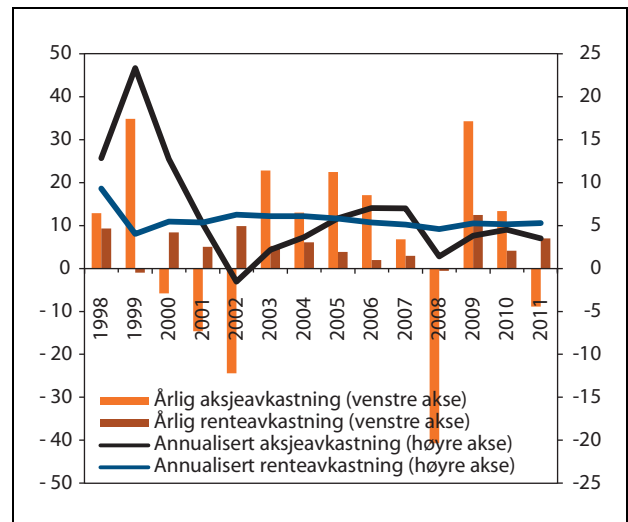
Europeiske og asiatiske aksjemarkeder hadde en svak utvikling, mens det amerikanske aksjemarkedet endte året med en avkastning på om lag null målt i lokal valuta. Framvoksende markeder hadde en vesentlig dårligere utvikling enn resten av aksjemarkedet.

Obligasjonsporteføljen fikk en avkastning på 7,0 pst. målt i fondets valutakurv før fradrag for forvaltningskostnader. Fondets beholdning av statsobligasjoner fikk en avkastning på 10,5 pst. ettersom stigende priser på tyske, franske, amerikanske og britiske statsobligasjoner veide opp for prisfall på statsobligasjoner fra enkelte europeiske



Figur 4.6 Årlig avkastning av SPU sortert etter størrelse. Målt i fondets valutakurv før forvaltningskostnader. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.7 Avkastning på aksje og obligasjonsporteføljen i SPU over tid, målt i fondets valutakurv. Prosent

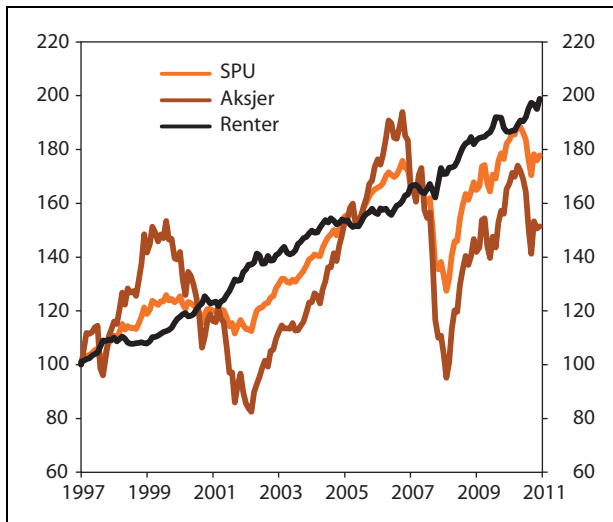
Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

land. Beholdningen av realrenteobligasjoner bidro også positive til avkastningen, med en avkastning på 11 pst. i 2011. Pantesikrede obligasjoner, som er obligasjoner utstedt med pant i blant annet boliglån, var sektoren med svakest utvikling blant fondets obligasjonsinvesteringer. Avkastning i denne sektoren var 3,5 pst.

Avkastningen på eiendomsinvesteringene var -4,4 pst. målt i fondets valutakurv. Det negative resultatet skyldtes i hovedsak offentlige engangsavgifter i forbindelse med eiendomskjøpene. Den bokførte verdien av eiendomsinvesteringene skal gjenspeile den antatte markedsverdien. For nye investeringer vil normalt kjøpsprisen være det beste anslaget på verdien i en periode etter at kjøpet er gjennomført. Ved utgangen av 2011 ble kjøpsprisen vurdert som det beste anslaget på verdien av fondets franske eiendomsinvesteringer. Verdien av eiendomsinvesteringene i Storbritannia ble oppjustert med 3,2 pst. i forhold til kjøpspris etter at leieprisene på eiendom steg i Regent Street-området i London.

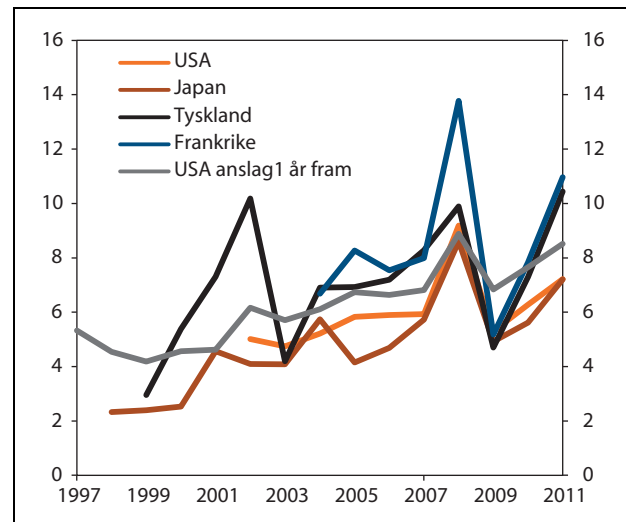
Samlet sett var avkastningen i 2011 den tredje dårligste siden 1998, jf. figur 4.6. Figuren viser at utviklingen i aksjemarkedet var langt dårligere i 2002 og 2008.

Avkastningen var høyere i obligasjonsporteføljen enn i aksjeporteføljen både i 2011 og i perioden 1998-2011 sett under ett, jf. figur 4.7. Det var i hovedsak forårsaket av utviklingen i referanseindeksene til fondet, jf. figur 4.8. Rentene på statsobligasjonene i de fleste utviklede land falt i denne perioden. I figur 4.9 er dette illustrert



Figur 4.8 Utvikling i referanseindeksene til SPU. Indeks 31.12.1997 = 100

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.10 Gjennomsnittlig overskudd de siste 12 månedene i forhold til markedsverdi. Aksjemarkeder i utvalgte land. Prosent

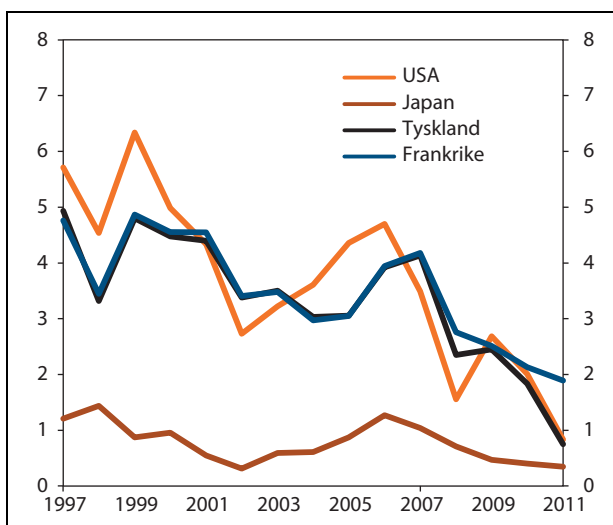
Kilde: Reuters EcoWin.

ved renten på statsobligasjoner fra utvalgte land. Når renten på en obligasjon faller, bokføres en positiv gevinst i inneværende periode, men samtidig faller forventet avkastning de neste årene.

I aksjemarkedet kan forholdet mellom et selskaps overskudd og prisen på aksjen ses på som et uttrykk for «avkastningen». Forholdstallet vil være lite dersom investorene er villig til å betale en høy pris for en aksje gitt dagens overskudd. Forventninger om økt overskudd framover, eller at alternative investeringer gir svak avkastning, er mulige årsaker til det. En annen årsak kan være at tilliten til utviklingen framover er høy og at risiko-premiene er små.

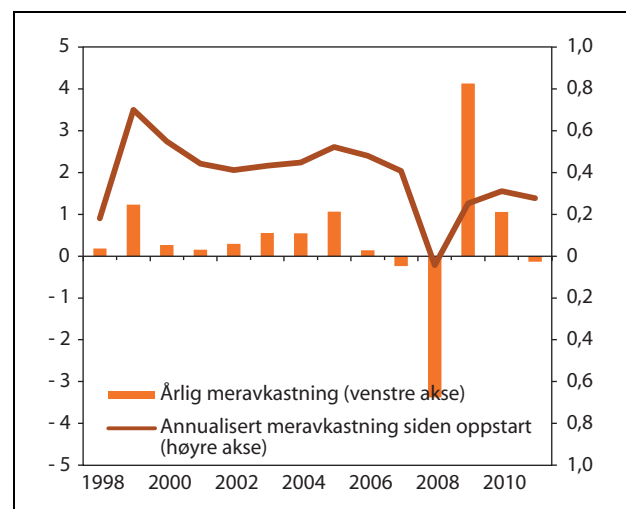
I perioden 1998-2011 steg forholdstallet mellom overskudd og aksjeprisene i mange utviklede markeder, jf. figur 4.10. Endringen henger trolig sammen med både reduserte vekstforventninger og at investorene krever en høyere risiko-premie for å investere i aksjer. I samme periode har rentenivået falt betydelig, slik at aksjer ved utgangen av 2011 relativt sett er priset lavere enn obligasjoner sammenliknet med situasjonen for noen år siden.

Avkastningen av fondets investeringer sammenliknes med avkastningen av fondets referanseindeks. Samlet sett oppnådde Norges Bank i



Figur 4.9 Rente på 5-års statsobligasjoner fra utvalgte land. Prosent

Kilde: Reuters EcoWin.



Figur 4.11 Utvikling i brutto meravkastning av SPU over tid. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Tabell 4.1 Avkastning av SPU i 2011, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998 – 2011, målt i fondets valutakurv. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998-2011
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	-2,54	10,30	1,42	4,16	4,48
Inflasjon	2,77	2,19	2,22	2,14	1,91
Forvaltningskostnader	0,08	0,11	0,10	0,10	0,10
Netto realavkastning	-5,25	7,83	-0,89	1,87	2,42
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	-2,55	10,30	1,42	4,16	4,48
Referanseindeks	-2,42	8,78	1,49	3,95	4,20
Meravkastning	-0,13	1,52	-0,07	0,21	0,28
<i>Aksjeforføljen</i>					
Faktisk portefølje	-8,84	11,53	-2,55	2,83	3,49
Referanseindeks	-8,36	10,97	-2,69	2,46	3,01
Meravkastning	-0,48	0,56	0,13	0,37	0,49
<i>Renteforføljen</i>					
Faktisk portefølje	7,03	7,82	5,12	5,24	5,28
Referanseindeks	6,51	4,72	4,90	4,94	5,03
Meravkastning	0,52	3,10	0,22	0,31	0,25
<i>Eiendomsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	-4,37				

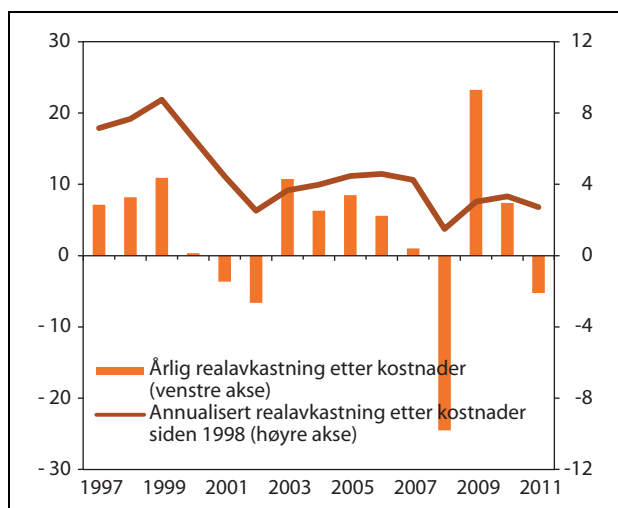
Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

2011 en avkastning før fradrag for kostnader som var 0,1 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen.

Aksjeforvaltningen fikk en mindreavkastning på -0,5 prosentenheter. Dette er aksjeforvaltningens nest svakeste resultat siden fondets oppstart. Det var avkastningen på fondets investeringer i olje- og gasssektoren og i selskaper som produserer materialer som var mest negativ i forhold til referanseindeksen. Avkastningen på selskaper innen finanssektoren og teknologisektoren bidro mest positivt. Fordelt på land var avkastningen på aksjer i USA og Hong Kong mest negativ relativt til referanseindeksen, mens avkastningen på spanske og franske aksjeinvesteringer var mest positiv.

Avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,5 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Siden fondets oppstart er dette obligasjonsforvaltningens tredje beste resultat. Investeringene i usikrede obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner og investeringer i japanske realrenteobligasjoner bidro særlig positivt til meravkastningen. Statsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner i Europa bidro negativt.

Om lag 1/3 av den samlede mindreavkastningen kom fra eksternt forvaltede investeringer. De eksterne aksjeforvalterne gjorde det i gjennomsnitt 0,6 prosentenheter dårligere enn indeksene de ble målt mot. Investeringer i små selskaper i

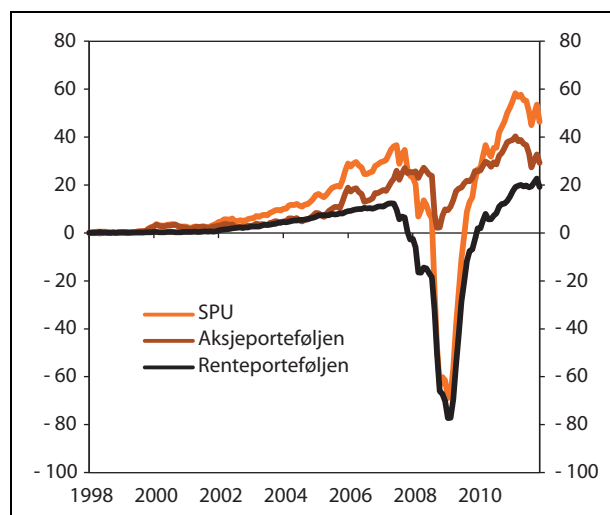


Figur 4.12 Realavkastning av SPU over tid, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

utviklede markeder bidro mest til mindrealavkastningen. De eksterne obligasjonsforvalterne oppnådde i gjennomsnitt en mindre avkastning på 4,7 prosentenheter.

Fondet har hatt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 4,5 pst. før forvaltningskostnader siden 1. januar 1998, målt i fondets valutakurv. Denne avkastningen er 0,28 prosentenheter høyere enn avkastningen av fondets referanseindeks i samme periode, jf. figur 4.11. Etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon tilsvarer den årlige avkastningen en netto gjennomsnittlig realavkastning på 2,4 pst. i perioden 1998-2011.



Figur 4.13 Akkumulert meravkastning i SPU over tid. Mrd. kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Målt fra 1997 er gjennomsnittlig årlig netto realavkastning 2,7 pst., jf. figur 4.12.

Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på om lag $\frac{1}{4}$ prosentenheter i gjennomsnitt over tid. Som en tilnærming måles dette ved brutto meravkastning, jf. Meld. St. 10 (2009-2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. Til tross for at meravkastningen i 2011 ble negativ, har Norges Bank oppnådd en noe høyere meravkastning enn forventningen på $\frac{1}{4}$ prosentenheter i gjennomsnitt siden 1998. For perioden 1998-2011 har departementet beregnet at brutto meravkastning for fondet totalt tilsvarer om lag 46 mrd. kroner², jf. figur 4.13.

Boks 4.1 Kontroll av avkastningstall

Konsulentselskapet Mercer har fått i oppdrag av Finansdepartementet å utføre en uavhengig beregning og verifisering av avkastningen og markedsverdien av SPU. Som grunnlag for beregningene mottar Mercer både beholdningsoversikter og markedsverdier direkte fra depotbanken JP Morgan, som fører registeret over alle verdipapirene til SPU. For å beregne avkastningen av referanseindeksene mottar Mercer data direkte fra indeksleverandørene.

Gjennom 2010 har Mercer beregnet de månedlige avkastningstallene både for fondet samlet, aksjeporteføljen og obligasjonsporteføljen. I tillegg beregner Mercer avkastningen av referanseindeksen. Alle beregningene blir utført

både i valutakurven og i norske kroner. Mercer kontrollerer også at totalverdien av fondet og de ulike porteføljene stemmer overens med verdiene som er beregnet av Norges Bank.

Dersom avviket mellom avkastningen som Norges Bank oppgir og den beregnede avkastningen er større enn en toleransegrense på 0,015 prosentenheter, utfører Mercer ytterligere kontroller for å avdekke ulikhetene. Resultatene av disse kontrollene rapporteres til Finansdepartementet. Den siste rapporten som foreligger har beregnet avkastningen for året 2010, og Mercer fant ingen avvik som var større enn toleransegrensen.

Boks 4.2 Eksterne analyser av fondets utvikling

CEM Benchmarking Inc. sammenlikner på oppdrag fra Finansdepartementets, avkastning og kostnader mellom SPU og en gruppe av andre fond. Sammenlikningsgruppen består i hovedsak av store pensjonsfond i Amerika og Europa. Den siste ferdigstilte rapporten har analysert avkastningen i femårsperioden 2006-2010, samt kostnadene i 2010.

Finansdepartementet opprettet i 2010 et strategiråd for SPU, jf. Nasjonalbudsjettet 2011. Strategirådet bestod i 2010 av fire eksterne medlemmer, og fikk i oppdrag å skrive en rapport om arbeidet med fondets langsiktige investeringsstrategi. Rapporten ble lagt fram 26. november 2010.

Avkastning av referanseindeksen

Sammenlikning av fondet med andre store fond er nyttig for å vurdere investeringsstrategien. Samtidig er det vanskelig å finne et riktig bilde siden fondene har sine egne særtrekk og formål.

Investeringsstrategien som ligger til grunn for sammensetningen av SPUs referanseindeks er basert på avveieringer av langsiktige forventninger om avkastning og risiko i kapitalmarkedene. I et slikt perspektiv er en femårsperiode kort, og sammenlikninger av resultater over en annen periode kunne gitt andre resultater.

Avkastningen av referanseindeksen er for en stor del bestemt av hvilke aktivaklasser, regioner og valutaer det investeres i. Mange pensjonsfond søker å tilpasse investeringene til pensjonsforpliktelsene for å redusere samlet risiko. Hvilke aktivaklasser, regioner og valutaer fondene investerer i, er derfor i stor grad påvirket av pensjonsforpliktelsene. I tillegg er det regulert hva mange pensjonsfond kan investere i og hvordan de skal sikre seg.

Analysene til CEM viser at gjennomsnittlig årlige avkastning i referanseindeksen til SPU i femårsperioden fram til og med 2010 var 3,5 pst. målt i fondets valutakurv. Målt i samme valutakurv var sammenlikningsgruppens medianavkastning 5,0 pst.

I den aktuelle femårsperioden skilte SPU seg fra de andre fondene ved å ha en høyere gjennomsnittlig obligasjonsandel, samt at fondet

ikke var investert i eiendom og unoterte aksjer. CEM har beregnet at dersom de andre fondene hadde hatt den samme sammensetningen i aktivaklasser som SPU, ville deres årlige indeksavkastning blitt redusert med i gjennomsnitt 0,4 prosentenheter.

Den resterende forskjellen i avkastning skyldes hvilke regioner, segmenter og valutaer det er investert i. Ifølge CEM skiller SPU seg fra de andre fondene ved at investeringene er spredt på mange markeder og valutaer, mens de fleste pensjonsfondene for en stor del har investert i sine hjemmemarkeder.

Strategirådet 2010 kommenterte også fondets avkastning i sin rapport. Strategirådet skrev at fondets realavkastning på lang sikt hadde vært positiv og at strategien hadde gitt resultater i tråd med hva som kunne forventes, til tross for den ekstraordinære nedgangen i finansmarkedene i 2008.

Meravkastning

En sammenlikning over tid av faktisk avkastning i SPU med avkastningen av referanseindeksen viser hvilken meravkastning Norges Bank har oppnådd. CEM har beregnet at SPU i femårsperioden 2006-2010 oppnådde om lag samme avkastning som referanseindeksen før kostnader. Til sammenlikning er den mest typiske årlige meravkastningen (medianen) i denne perioden 0,2 prosentenheter både i sammenlikningsgruppen og for alle fondene i undersøkelsen.

Den gjennomsnittlige meravkastningen i aksjeforvaltningen i SPU i femårsperioden var 0,2 prosentenheter per år, mens sammenlikningsgruppens median var 0,5 prosentenheter. Renteforvaltningens gjennomsnittlige meravkastning var 0,2 prosentenheter per år og er på samme nivå som den typiske meravkastningen for sammenlikningsgruppen. I femårsperioden er andelen aksjer økt fra 40 pst. til 60 pst. Det er derfor ikke mulig å beregne total meravkastning for fondet ved å vekte sammen meravkastningen til henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen.

Strategirådets vurdering i 2010 var at Norges Banks forvaltning hadde gitt et verdifullt bidrag til fondets samlede utvikling siden 1998.

Boks 4.2 (forts.)

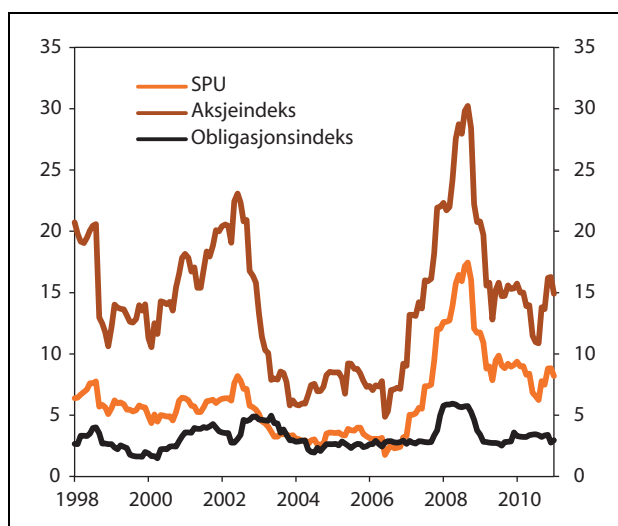
Kostnader

CEM-rapporten viser at totale forvaltningskostnader i 2010 for SPU var 0,104 pst. av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Forvaltningskostnadene for SPU er blant de laveste forvaltningskostnadene for alle de fondene CEM samler inn data fra, sett i forhold til størrelsen på forvaltet kapital. De totale forvaltningskostnadene gjenspeiler i stor grad fondenes aktivasammensetning.

CEM har utarbeidet en kostnadsreferanse basert på aktivasammensetningen for SPU. Kostnadsreferansen indikerer hvilke kostnader sammenlikningsgruppen ville hatt med SPUs aktivasammensetning. Analysen viser at de faktiske forvaltningskostnadene i 2010 var 0,073 prosentenheter lavere enn kostnadsreferansen. Dette skyldes i hovedsak at Norges Bank har valgt mer intern forvaltning enn sammenlikningsgruppen. Intern forvaltning koster generelt mindre enn ekstern forvaltning.

4.1.4 Risiko og rammer*Risikoen i fondet*

Valget av fondets referanseindeks er basert på avveininger mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt. Risikoen til en investering blir ofte målt ved standardavviket til avkastningen, som er et statistisk mål på hvor mye avkastningen svinger. Figur 4.14 viser utviklingen i risikoen i SPU. Risikoen på ethvert tidspunkt er beregnet som standardavviket til referanseindeksen de siste 12 månedene, basert på månedlige avkastningstall. Ved utgangen av 2011 var standardavviket i underkant av nivået tolv måneder tidligere.



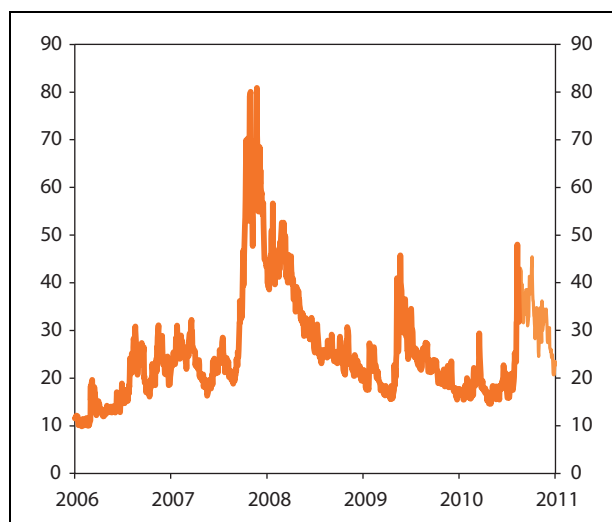
Figur 4.14 Utvikling i standardavvik til referanseindeksene til SPU. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

² Beregnet ved å multiplisere meravkastningen i måneden med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av renters rente.

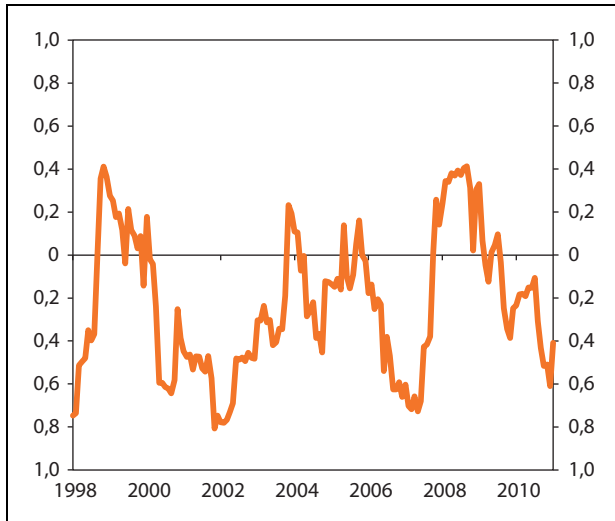
Det rullerende standardavviket basert på månedlige observasjoner endrer seg sakte og er derfor ikke et godt mål for usikkerheten i markedet på et gitt tidspunkt. VIX-indeksen angir forventede svingninger i aksjekursene i det amerikanske aksjemarkedet de neste 30 dagene. VIX-indeksen er høy når det er stor usikkerhet i markedet og tilsvarende lav når markedsaktørene mener at usikkerheten er begrenset. Figur 4.15 viser utviklingen i VIX-indeksen de siste fem årene. Indeksen steg mye sommeren 2011, som følge av usikkerheten om statsfinansene i mange land i Europa. VIX-indeksen falt noe tilbake i løpet av høsten, men usikkerheten i aksjemarkedet var likevel på et høyere nivå enn ved inngangen til året.

Dersom avkastningen til ulike aktivklasser ikke svinger i takt, kan risikoen i en portefølje reduseres ved å investere i flere aktivaklasser. Størrelsen på reduksjonen er avhengig av hvor-



Figur 4.15 Utvikling i VIX-indeksen. Prosent

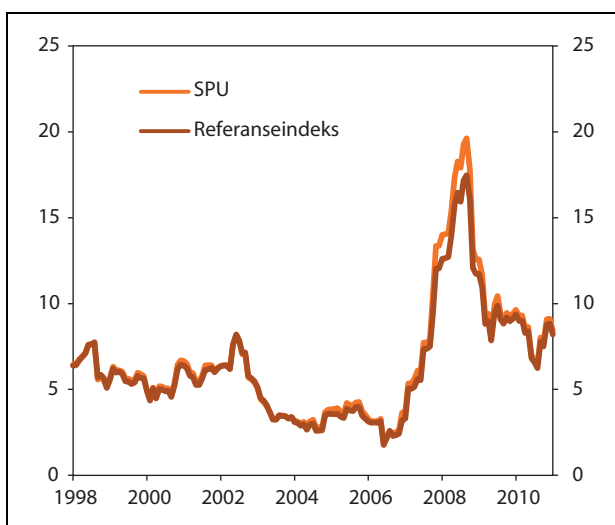
Kilde: Reuters EcoWin.



Figur 4.16 Rullerende 12 måneders korrelasjon mellom aksje- og obligasjonsindeksene til SPU

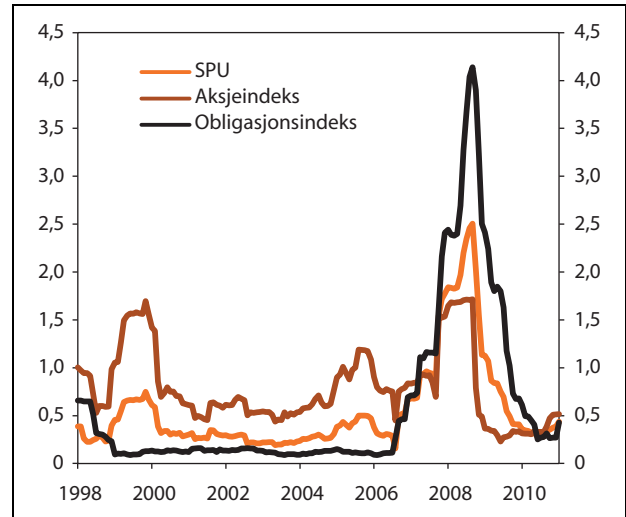
Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

dan avkastningen til aktivklassene samvarierer. Samvariasjon måles ofte ved det statistiske målet korrelasjon. Korrelasjonen mellom to aktivklasser er alltid mellom én og minus én, og spredningen av risiko blir bedre jo lavere verdien er. Korrelasjoner svinger over tid, og korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsindeksene til SPU har siden 1998 variert mellom 0,4 og -0,8, med et gjennomsnitt på om lag -0,2, jf. figur 4.16. De siste 12 månedene var korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsindeksene til SPU om lag -0,4.



Figur 4.17 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPU's faktiske portefølje og i referanseindeksen. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.18 Rullerende 12 måneders realisert relativ volatilitet i SPU's aksje- og obligasjonsporteføljer, samt fondet. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Relativ risiko

I mandatet for SPU er det fastsatt en ramme for avvik mellom faktisk portefølje og den porteføljen som følger av referanseindeksen. Bakgrunnen for dette er at Norges Bank skal ha muligheten til å utnytte fondets særtrekk samt svakheter i indeksen og markedet for å oppnå en høyere avkastning enn indeksen. Samtidig ønsker ikke departementet å øke risikoen i fondet vesentlig i forhold til risikoen i referanseindeksen.

Forventet relativ volatilitet er et mål på hvor mye fondets avkastning kan ventes å avvike fra avkastningen til fondets referanseindeks. I regelverket som gjaldt fram til og med 2010, var rammen for forventet relativ volatilitet 1,5 prosentenheter på årlig basis. I det nye regelverket som trådte i kraft 1. januar 2011, står det at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at dette målet ikke skal overstige 1 prosentenheter. Ifølge Norges Bank har forventet relativ volatilitet gjennom 2011 variert mellom om lag 0,3 og 0,7 prosentenheter og var 0,4 prosentenheter ved utgangen av året.

Realisert relativ volatilitet er et mål på hvor mye avkastningsforskjellen mellom porteføljen og referanseindeksen har variert. Over tid bør realisert relativ volatilitet være om lag på nivå med forventet relativ volatilitet. Dersom det ikke er tilfelle, tyder det på svakheter ved modellen som beregner forventet relativ volatilitet. Realisert relativ volatilitet i 2011 var 0,4 prosentenheter, basert på månedlige observasjoner, jf. figur 4.18.

Tabell 4.2 Absolutte og relative risikomål for SPU, månedlige observasjoner.

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998-2011
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	8,42	10,53	11,01	8,45	7,82
Relativ volatilitet (pst.)	0,44	0,83	1,23	0,90	0,79
Skjevhet ¹	0,27	0,02	-0,67	-0,95	-0,93
Kurtose ²	3,63	2,31	4,58	6,79	6,88
Informasjonsrate ³	-0,30	1,83	-0,06	0,24	0,35
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	15,25	17,74	18,81	16,20	16,22
Relativ volatilitet (pst.)	0,51	0,46	0,91	0,82	0,90
Skjevhet	0,28	0,04	-0,51	-0,74	-0,71
Kurtose	4,30	2,58	3,82	4,38	4,09
Informasjonsrate	-0,93	1,23	0,14	0,45	0,54
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	2,67	3,79	4,30	3,82	3,58
Relativ volatilitet (pst.)	0,43	1,64	1,99	1,40	1,20
Skjevhet	-0,11	-0,21	-0,52	-0,48	-0,43
Kurtose	2,05	3,08	4,11	4,04	4,10
Informasjonsrate	1,22	1,89	0,11	0,22	0,21

¹ Skjevhet er et mål på asymmetrien i fordelingen av avkastningstall. En positiv skjevhet innebærer at det er flere veldig høye verdier enn det er veldig lave verdier sammenliknet med middelverdier og motsatt.

² Kurtose er et mål på hvor sannsynlig det er at ekstreme positive eller negative verdier inntreffer. En verdi over 3 tilsier at ekstremverdier inntreffer oftere enn ved en normalfordeling.

³ Informasjonsrate (IR) er et risikjustert mål som forteller hvor mye meravkastning en forvalter har oppnådd målt mot den aktive risikoen (relativ volatilitet).

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet.

Dette er på linje med forventet relativ volatilitet beregnet av Norges Bank.

Hvor stor meravkastning Norges Bank har mulighet til å skape i den aktive forvaltningen av SPU avhenger blant annet av hvor store avvik banken tillates å ta i forhold til referanseindeksen. Oppnådd meravkastning i forhold til relativ volatilitet kalles informasjonsrate, og er et uttrykk for den risikjusterte avkastningen av investeringene. Det er ønskelig med høyest mulig informasjonsrate. Med en forventet meravkastning på om lag ¼ prosentenhet, og en relativ volatilitet på under 1 prosentenhet, burde forventet informasjonsrate over tid bli vel ¼. I perioden 1998-2011 oppnådde Norges Bank en informasjonsrate på

noe over 0,3. I samme periode var informasjonsraten i aksjeporteføljen i overkant av 0,5 mens den i obligasjonsporteføljen var 0,2, jf. tabell 4.2.

Figur 4.17 viser utviklingen i standardavviket for fondet og for referanseindeksen. Under mesteparten av tiden siden 1998 har risikoen i fondet vært om lag på høyde med risikoen i referanseindeksen. Et unntak var under og etter finanskrisen i 2008 da risikoen i fondet var høyere enn i indeksen. Figuren viser at det i all hovedsak er risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for den totale risikoen i fondet, og at den aktive forvaltningen kun gir et mindre bidrag. Gjennom 2011 har risikoen i fondet vært noe høyere enn risikoen i referanseindeksen.

Kredittrisiko

Alle obligasjonene som inngår i obligasjonsindeksen til SPU er tilordnet en kredittvurdering av minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Formålet med kredittvurdering er å indikere hvor sannsynlig det er at låntaker vil klare å innfri sine forpliktelser. Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen til SPU, og departementet har fastsatt at forvaltningen skal innrettes med sikte på at slike obligasjoner ikke utgjør mer enn 3 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Dette sikrer at Norges Bank ikke må selge obligasjoner som blir nedgradert og faller under grensen for såkalt «investment grade». Ved utgangen av 2011 rapporterte Norges Bank at andelen av obligasjoner med kredittvurderinger under «investment grade» var 1,1 pst. Andelen som hadde en kredittvurdering lik «A» eller svakere var om lag 20 pst.

Enkeltinvesteringer

Fondets vekst de siste årene har medført økte eierandeler i en rekke selskaper. Ved utgangen av 2011 eide fondet over 2 pst. i 877 selskaper, og over 5 pst. i 53 selskaper. Begge tallene er økt betydelig fra utgangen av 2010, jf. tabell 4.3.

Fondets rolle er å være en finansiell investor, og fondet har som mål å redusere risikoen ved å spre investeringene over mange ulike verdipapirer. Departementet har derfor fastsatt at fondet maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et enkelt selskap. Ved utgangen av 2011 var den største eierandelen i et enkelt selskap 9,6 pst. i Smurfit Kappa Group, et irsk emballasjeselskap.

Det er vanskelig å finne presise tall for hvor på aksjonærlisten fondet rangerer i alle selskaper. Det

Tabell 4.3 SPU's eierandeler i aksjeselskaper

Antall selskaper hvor eierandelen er større enn	Per 31.12.2011		Per 31.12.2010	
9 pst.		2		1
7 pst.		14		5
5 pst.		53		17
3 pst.		288		183
2 pst.		877		512
1 pst.		1738		1667

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

skyldes blant annet at ikke alle eierskapsregistre er offisielle og at registrene oppdateres på ulike tidspunkt. Norges Bank har anslått at SPU var blant de 10 største aksjonærene i om lag 500 selskaper. Fondets største investering ved utgangen av 2011 var i oljeprodusenten Royal Dutch Shell. Eierandelen på 2,2 pst. hadde en markedsverdi på 31 mrd. kroner.

Rammer satt av Norges Bank

I tillegg til kravene over skal hovedstyret i Norges Bank sette ytterligere rammer for å styre og begrense risikoen. Rammene gjelder for minste sammenfall mellom porteføljen og faktisk referanseindeks, kredittrisiko både på enkeltutstedernivå og på porteføljenivå, likviditetsrisiko, motpartseksposering, belåning og rammer for reinvestering av mottatt kontantsikkerhet. Tabell 4.4 viser hvilke grenseverdier som hovedstyret har satt for de ulike kategoriene, og det faktiske nivået ved utgangen av 2011.

Eksposering mot systematiske risikofaktorer

Norges Bank skal ifølge mandatet for SPU søke å innrette forvaltningen slik at meravkastningen er eksponert mot flere systematiske risikofaktorer. Eksempler på slike risikofaktorer er faktorer for utviklingen i små selskaper eller i selskaper som er lavt priset i forhold til bokførte verdier (verdiselskaper). Hvor utsatt meravkastningen er for slike faktorer kan analyseres ved å sammenlikne fondet meravkastningen med avkastningen på faktorene. Figur 4.19 viser resultatet av en slik analyse av aksjeporteføljen som er utført av Norges Bank. Analysene antyder at aksjeporteføljen de siste to årene har vært mer utsatt for utviklingen i små selskaper enn referanseindeksen. For de andre faktorene er det kun mindre utslag, men det er tegn til at aksjeporteføljen har vært noe undervektet framvoksende markeder og verdiskaper, og overvektet i markedsrisiko. Ifølge Norges Bank forklarer risikofaktorene som er benyttet i analysen mer enn 70 pst. av svingningene til meravkastningen i aksjeporteføljen ved utgangen av 2011.

Konsulentselskapet Mercer analyserer i sin årlige avkastningsrapport om SPU hvilken stil aksjeinvesteringene i fondet følger. Basert på nøkkeltall og historisk utvikling for de ulike selskapene som fondet er investert i på et gitt tidspunkt, beregner Mercer eksponeringen mot ulike faktorer. Den siste tilgjengelige rapporten fra Mercer er basert på porteføljen per 31. desember 2010.

Tabell 4.4 Rammer for SPU fastsatt av hovedstyret i Norges Bank

Risiko	Rammer	Faktisk per 31.12.2011
Kredittrisiko	En enkelt utsteder av obligasjoner med lavere kredittvurdering enn kategori Baa3/BBB- kan maksimalt utgjøre 1 pst. av renteinvesteringene	0,1
Sammenfall mellom faktiske investeringer og referanseindeksen	Aksjer minimum 60 pst. Obligasjonsutstedere minimum 60 pst.	84,2 76,4
Likviditetskrav	Minst 10 pst. i statsobligasjoner utstedt av USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Italia, Nederland og Japan	15,3
Belåning	Maksimalt 5 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,0
Verdipapirutlån	Maksimalt 35 pst. av aksje- og renteinvesteringene	4,2
Utstedelse av opsjoner	Maksimalt 2,5 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,0
Innlån av verdipapirer gjennom låneprogrammer	Maksimalt 5 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,0
Investering i et enkelt aksjeselskap	Maksimalt 1 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,9
Midler forvaltet av en enkelt ekstern forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 1 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,4

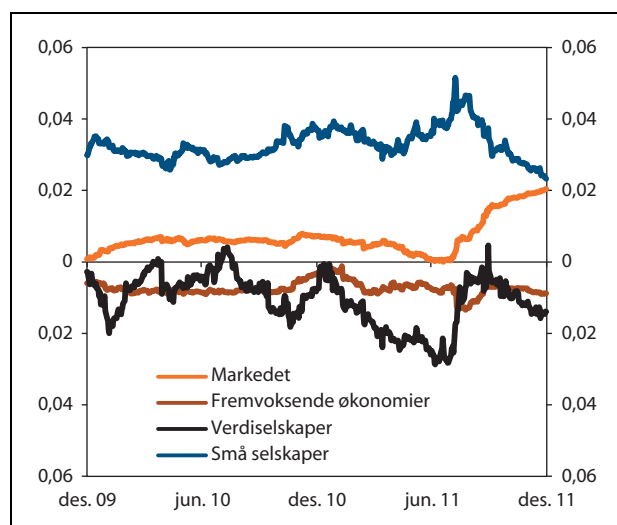
Kilde: Norges Bank.

Mercers analyser viser at det over tid har vært en overvekt mot små selskaper.

Analysene indikerer at fondet, slik porteføljen var ved utgangen av 2011, vil oppnå høyere avkastning enn referanseindeksen hvis aksjemarkedet stiger mye og hvis små selskaper har en bedre kursutvikling enn store selskaper. På

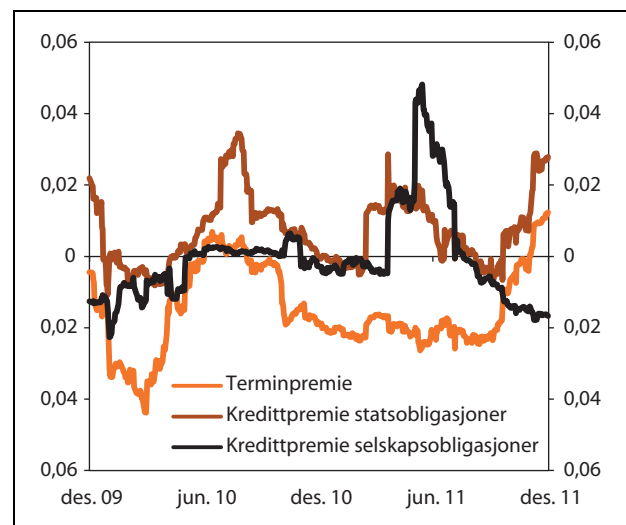
den andre siden må en forvente at fondet vil tendere til å gjøre det noe svakere enn markedet hvis aksjekursene i framvoksende markeder stiger betydelig og verdiselskaper utvikler seg bedre enn vekstselskaper.

Norges Bank har analysert hvor utsatt obligasjonsporteføljen har vært for systematiske risiko-



Figur 4.19 Systematiske risikofaktorer i SPUs aksjeportefølje

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.20 Systematiske risikofaktorer i SPUs obligasjonsportefølje

Kilde: Norges Bank.

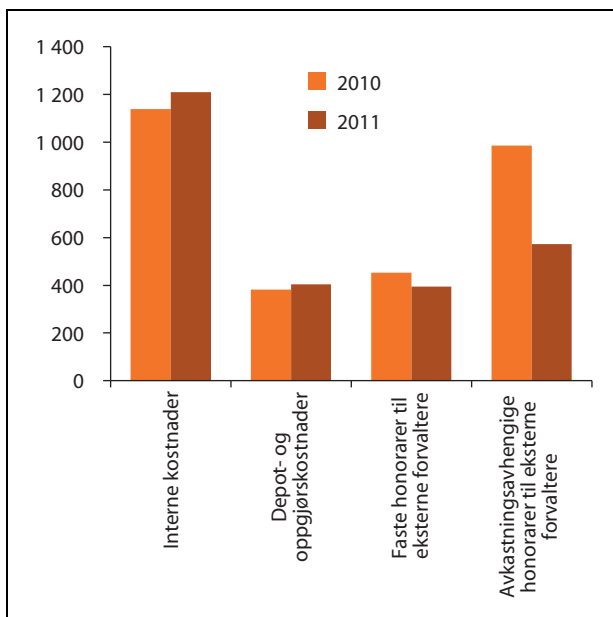
faktorer. Denne analysen klarer i liten grad å forklare svingningene i meravkastningen. Eksponeeringen mot alle de analyserte risikofaktorene har svingt rundt null de siste årene, jf. figur 4.20. Analysen indikerer ingen systematiske over- eller underveker.

En lærdom fra finanskrisen er at det kan være vanskelig å identifisere på forhånd hvor utsatt en er for enkelte risikofaktorer. Risikofaktorene behøver ikke å ha påvirket markedet i vesentlig grad tidligere. Det er derfor ikke sikkert at det er mulig å identifisere eksponeringen mot den eller de risikofaktorene som gir opphav til de neste store utslagene i finansmarkedene.

4.1.5 Kostnader

I henhold til mandatet som departementet har gitt Norges Bank, får banken dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense, som for 2011 var satt til 0,10 pst. (10 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Rammen har vært uendret over mange år. De siste årene har Norges Bank innrettet forvaltningen slik at kostnadene har falt vesentlig under 0,10 pst. I lys av dette har Finansdepartementet redusert rammen til 0,09 pst. for 2012. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene falt til vel 2,5 mrd. kroner i 2011, fra knapt 3,0 mrd. kroner i 2010. Nedgangen skyldes i hovedsak lavere faste og



Figur 4.21 Norges Banks forvaltningskostnader for SPU i 2010 og 2011. Mill. kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, jf. figur 4.21. Antall ansatte økte fra 278 til 315 i løpet av 2011. Det førte til økte lønns- og personalkostnader. Økningen i fondets størrelse medførte dessuten høyere kostnader til transaksjoner og oppgjør.

Forvaltningskostnadene utenom de avkastningsavhengige honorarene til eksterne forvaltere utgjorde om lag 2,0 mrd. kroner i 2011. Dette tilsvarer 0,064 pst. av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Inkludert de avkastningsavhengige honorarene til de eksterne forvalterne utgjorde kostnadene 0,081 pst.

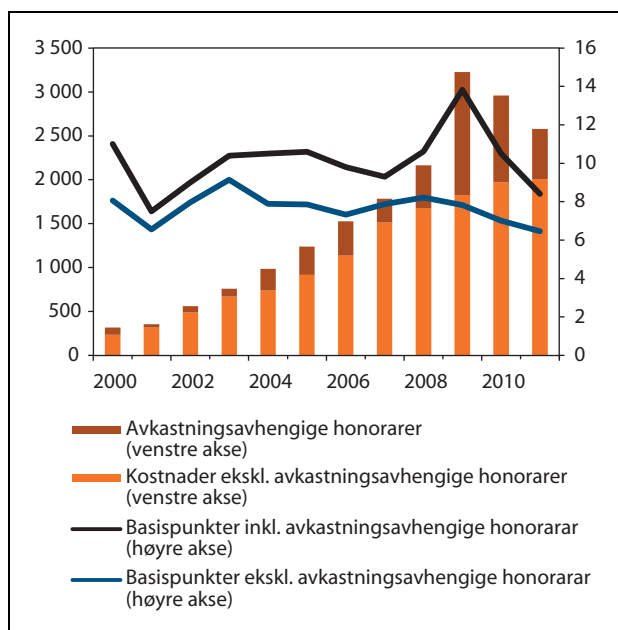
1. januar 2011 ble det innført nye retningslinjer for avlønning i Norges Bank Investment Management (NBIM) som er i overensstemmelse med reglene for godtgjøring i den norske finanssektoren. Ansatte som arbeider innenfor risikostyring eller med kontroll-, drifts- eller stabsfunksjoner mottar etter de nye retningslinjene kun fastlønn. Ansatte som arbeider med investeringsbeslutninger fortsatte med prestasjonsbasert lønn, men med nye vilkår for opptjening og utbetaling. Beregningen av prestasjonsbasert lønn foretas over minimum to års resultater. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. 50 pst. utbetales året etter opptjeningen, mens 50 pst. tilbakeholdes og utbetales over de neste tre årene. Beløpet som holdes tilbake justeres med fondets avkastning.

Det vil påløpe kostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. Disse kostnadene trekkes fra avkastningen i eiendomsporteføljen, og belastes ikke forvaltningskostnadene som Norges Bank får dekket av Finansdepartementet. I 2011 utgjorde disse kostnadene 26 mill. kroner, og vil i de kommende årene øke ettersom eiendomsporteføljen vokser.

Selskapet CEM Benchmarking Inc. har sammenliknet fondets kostnader i 2010 med kostnadene i andre fond. Kostnadene i SPU er betydelig lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. SPU har små investeringer i aktivaklasser hvor kostnadene er høye, som for eksempel unoterte aksjer og eiendom. Men selv justert for disse forskjellene er kostnadene lave. Hovedårsakene er at SPU har en lav andel eksternt forvaltning samt at den interne forvaltningen i Norges Bank er kostnadseffektiv sammenliknet med forvaltningen til de andre fondene, se boks 4.2.

Utvikling i kostnader over tid

Målt i kroner har de samlede forvaltningskostnadene i SPU økt betydelig over tid, jf. figur 4.22.



Figur 4.22 Utvikling i forvaltningskostnadene i SPU over tid. Millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (1/100 pst.) (høyre akse)

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Målt i forhold til forvaltet kapital har derimot forvaltningskostnadene hatt en fallende tendens de siste årene. Kostnader kan deles i faste og variable kostnader. De variable kostnadene vil normalt stige i takt med kapitalen i fondet. Dette gjelder for eksempel kostnader ved depottjenester og til transaksjoner. Andre kostnader er mindre avhengige av kapitalen i fondet, for eksempel personalkostnader. Når verdien av fondet øker, vil derfor totalkostnadene målt i basispunkter av fondets kapital bli redusert. Økt kompleksitet i forvaltningen kan imidlertid trekke i motsatt retning. Referanseindeksen til SPU er blitt betydelig endret siden oppstarten i 1996, blant annet ved investeringer i aksjer i framvoksende markeder, i selskapsobligasjoner og oppbygging av en eiendomsportefølje. Dette er aktivklasser som er mer kostbare å forvalte enn aksjer eller statsobligasjoner i utviklede markeder. I tillegg medfører den økte kompleksiteten i forvaltningen at overvåkings- og kontrollfunksjonene i Norges Bank er blitt styrket.

4.1.6 Miljørelaterte investeringer

I 2009 ble det besluttet å etablere miljørelaterte investeringer innenfor SPU, jf. St. meld. nr. 20 (2008-2009) Forvaltningen av Statens pensjons-

fond i 2008. Investeringene gjøres innenfor samme regelverk som fondets øvrige investeringer i aksjer og obligasjoner, og er en del av Norges Banks aktive forvaltning. Omfanget av disse investeringene vil kunne variere noe over tid, ettersom avtaler med noen forvaltere sies opp og andre kommer til. Omfanget vil også variere med utviklingen i aksjemarkedene. Departementet skrev i Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 at det er lagt opp til at investeringene normalt skal være i intervallet 20-30 mrd. kroner.

Antall miljørelaterte mandater økte til ti ved utgangen av 2011 fra ni ett år tidligere. Syv av mandatene var for investeringer innen fornybar energi og teknologi som kan bidra til effektivisering av energiforbruk. Norges Bank skriver i årsrapporten om SPU i 2011 at dette kan omfatte selskaper som produserer fornybar energi, utvikler utstyr til produksjonen av slik energi eller distribuerer energi. Det kan også inkludere selskaper som produserer energi fra avfall, eller som utvikler mer effektive systemer for strømforsyning.

Ved utgangen av 2011 var den største investeringen i denne typen mandat i Johnson Controls, som blant annet produserer teknologiske løsninger for mer effektiv energibruk i bygninger og batterier for hybridbiler og elektriske biler.

De tre øvrige miljørelaterte mandatene var for investeringer innen vannforvaltning. Dette kan være investeringer i selskaper som utvikler teknologi for å øke kvaliteten på vann, eller investeringer i selskaper som utvikler infrastruktur for å rense og distribuere vann, blant annet i framvoksende markeder.

Innen dette området var miljømandatenes fem største investeringer ved utgangen av 2011 i Pentair, Progressive Waste Solutions, Suez Environment, Republic Services og Danaher.

Norges Bank tildeler mandater til interne og eksterne forvaltere. Totalt åtte av de miljørelaterte mandatene var eksternt forvaltet ved utgangen av 2011, mens to mandater var internt forvaltet. De eksterne mandatene utgjorde totalt 9,1 mrd. kroner, og de interne mandatene var på 12 mrd. kroner.

Verdien av fondets miljørelaterte investeringer falt til 21,1 mrd. kroner ved utgangen av 2011 fra 25,7 mrd. kroner ved innganget til året. Nedgangen skyldtes kursfallet i aksjemarkedene, som særlig rammet produsenter av fornybar energi fra sol- og vindkraft. Fondets miljørelaterte mandater fikk en avkastning på -22,8 pst. i 2011, målt i fondets valutakurv.

4.1.7 Operativ referanseportefølje

I arbeidet med forvaltningen av SPU har Norges Bank opprettet operative referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner. Formålet med de operative referanseporteføljene er å oppnå et bedre forhold mellom avkastning og risiko etter kostnader enn i den strategiske referanseindeksen.

Norges Bank skriver at de innarbeidet endringene i den operative referanseporteføljen for obligasjoner, jf. omtale i avsnitt 2.2, i midten av april 2011. Avkastningen fra dette tidspunktet og til utgangen av året var om lag 0,2 prosentenheter høyere enn for obligasjonsindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

4.1.8 Departementets vurdering av resultatene i SPU

2011 var et krevende år med fallende aksjemarkeder og en samlet avkastning som lå under avkastningen av referanseindeksen. Investeringene i SPU har lang investeringshorisont, og en må være forberedt på betydelige svingninger i resultatene fra år til år. Siden 1998 har Norges Bank oppnådd en meravkastning som er noe over forventningen på ¼ prosentenheter. Departementet er tilfreds med resultatene som er oppnådd siden fondet ble etablert.

Forvaltningskostnadene eksklusive de avkastningsavhengige honorarene har de siste to årene økt mindre enn tidligere. Kombinert med stor økning i verdien av fondet har dette gitt lavere forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital. Departementet er fornøyd med denne utviklingen som tyder på at Norges Bank klarer å utnytte stor driftsfordelene i forvaltningen.

Den operative referanseporteføljen er en del av Norges Banks aktive forvaltning av SPU som kan bidra til å redusere kompleksiteten og kostnadene i forvaltningen. Departementet merker seg at forskjellene mellom Finansdepartementets referanseindeks og den operative referanseporteføljen vil kunne være større, ha en annen karakter og et annet tidsperspektiv enn hva som normalt faller inn under såkalt aktiv forvaltning. Departementet er positiv til at informasjon om den operative referanseporteføljen bidrar til åpenhet om forvaltningen av fondet.

4.2 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

4.2.1 Markedsutvikling

Aksjemarkedene i Norge og Norden ble på samme måte som de globale aksjemarkene påvir-

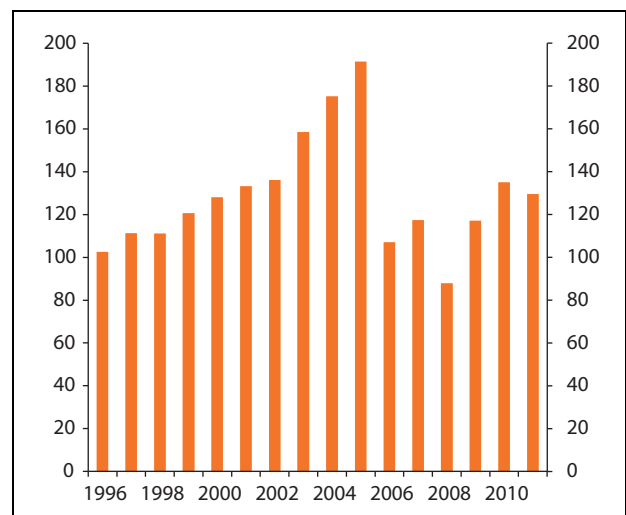
ket av uroen rundt den statsfinansielle situasjonen i Europa. Den mest negative utviklingen var i det finske aksjemarkedet, som falt med om lag 27 pst. Nokia bidro i stor grad til denne verdinedgangen. I de øvrige nordiske landene falt aksjemarkedene fra 12 pst. til 15 pst.

Alle de nordiske landene som Statens Pensjonsfond Norge (SPN) er investert i, blir i obligasjonsmarkedene sett på som land hvor det er liten risiko for mislighold av statsgjelden. Som følge av dette har etterspørselen etter statsobligasjoner fra disse landene vært høy gjennom året. Mens flere land i Europa opplevde stigende renter på sine statsobligasjoner i 2011, falt rentene på statsobligasjonene fra de nordiske landene. Avkastningen i de nordiske obligasjonsmarkedene ble derfor god i 2011.

4.2.2 Markedsverdi

Markedsverdien av Statens pensjonsfond Norge (SPN) var 129,5 mrd. kroner ved utgangen av 2011, drøyt 5 mrd. kroner lavere enn ved inngangen til året, jf. figur 4.23. Reduksjonen er et resultat av nedgang i aksjemarkedene i Norge og Norden.

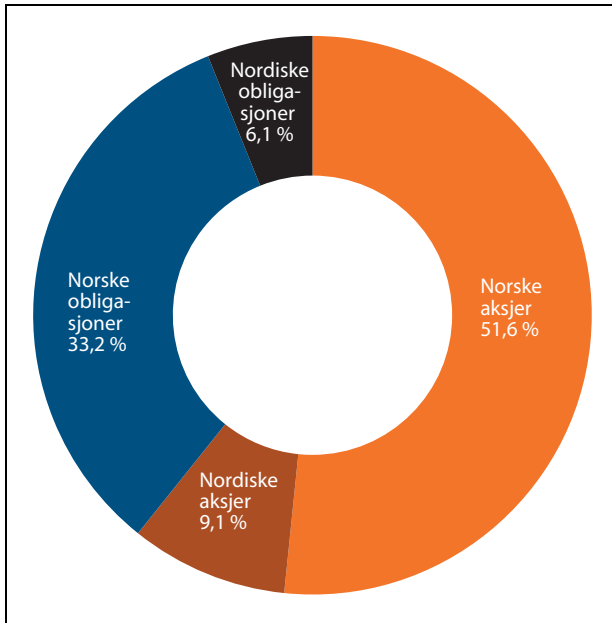
Om lag 67 mrd. kroner av fondet var investert i norske aksjer, mens i underkant av 43 mrd. kroner var investert i obligasjoner fra norske obligasjonsutstedere, jf. figur 4.24. Den nordiske porteføljen bestod av 12 mrd. kroner i aksjer og 8 mrd. kroner i obligasjoner.



Figur 4.23 Utvikling i markedsverdien til SPN. Mrd. kroner¹

¹ Fram til og med 2005 var en vesentlig del av kapitalen i SPN plassert som kontolån til statskassen. I desember 2006 ble kontolånsordningen avviklet. Dette innebar at staten innfridde kontolån til en verdi av 101,8 mrd. kroner, og et tilsvarende beløp av fondets kapital ble tilbakebetalt til staten.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

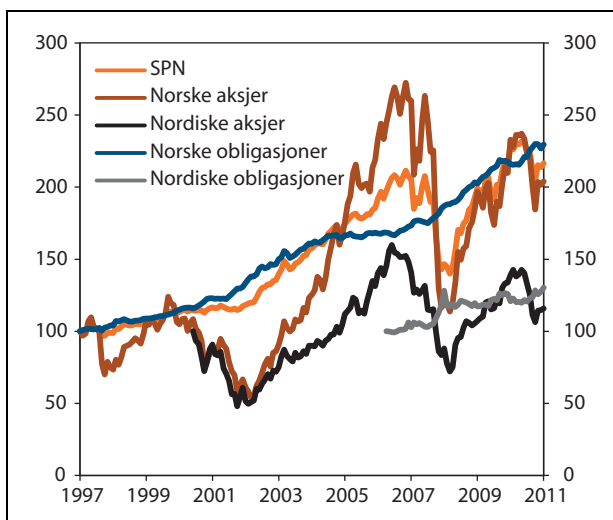


Figur 4.24 Fordeling av SPN på delporteføljer. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

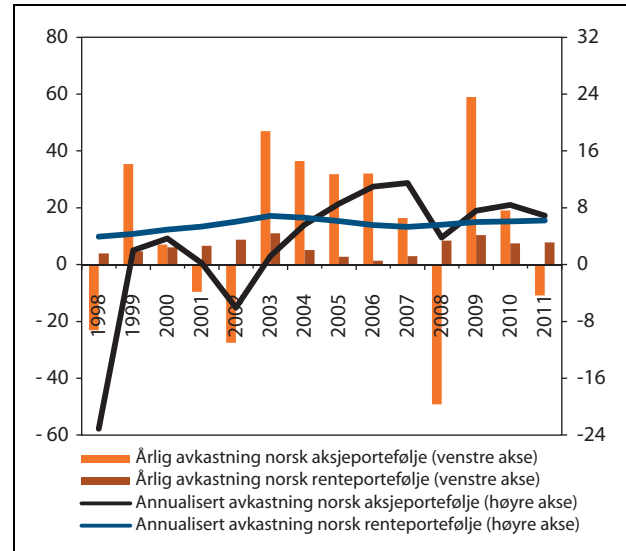
4.2.3 Avkastning

SPN fikk en avkastning på -3,9 pst. i 2011, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Årsaken til den negative avkastningen var svak utvikling i aksjemarkedene. Avkastningen av den norske aksjeporteføljen var -10,9 pst., mens avkastningen av den nordiske aksjeporteføljen var -17,5 pst., jf. tabell 4.5. Avkastningen av den norske obligasjonsporteføljen til SPN var 7,8 pst., mens avkastningen av den nordiske obligasjonsporteføl-



Figur 4.25 Utvikling i referanseindeksene til SPN. Indeks 31.12.1997=100

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



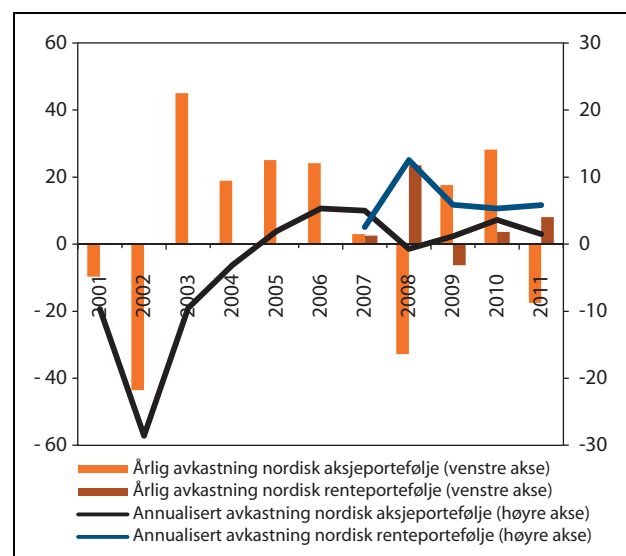
Figur 4.26 Avkastning på norsk aksje- og obligasjonsportefølje i SPN over tid. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

jen var 8,0 pst. Alle avkastningstall er her oppgitt før fradrag for forvaltningskostnader.

Avkastningen av fondet sammenliknes med en referanseindeks. Samlet sett oppnådde Folketrygdfondet i 2011 en avkastning før fradrag for kostnader som var 1,3 prosentenheter bedre enn avkastningen av referanseindeksen.

Meravkastningen i den norske aksjeporteføljen var 1,6 prosentenheter. Store deler av meravkastningen ble oppnådd ved at fondet ikke var investert i selskaper som hadde en svak utvikling i 2011.



Figur 4.27 Avkastning på SPNs nordiske aksje- og obligasjonsporteføljer over tid. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Tabell 4.5 Avkastning av SPN i 2011, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2011, målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998 - 2011
<i>SPN</i>					
Faktisk portefølje	-3,92	13,93	3,98	6,78	6,19
Referanseindeks	-5,19	13,87	2,43	6,37	5,67
Meravkastning	1,26	0,06	1,55	0,41	0,52
<i>Norske aksjer¹</i>					
Faktisk portefølje	-10,88	19,05	-0,02	9,73	6,91
Referanseindeks	-12,46	19,52	-2,65	8,70	5,22
Meravkastning	1,57	-0,46	2,63	1,03	1,69
<i>Nordiske aksjer</i>					
Faktisk portefølje	-17,49	7,55	-2,93	2,68	
Referanseindeks	-16,70	9,54	-3,77	2,44	
Meravkastning	-0,79	-1,99	0,83	0,24	
<i>Norske obligasjoner</i>					
Faktisk portefølje	7,84	8,56	7,40	6,58	6,23
Referanseindeks	6,28	7,09	6,46	6,45	6,11
Meravkastning	1,55	1,46	0,94	0,13	0,11
<i>Nordiske obligasjoner²</i>					
Faktisk portefølje	8,03	1,60			
Referanseindeks	7,83	0,56			
Meravkastning	0,20	1,04			
<i>Realavkastning</i>					
Inflasjon	1,24	1,94	2,07	1,84	2,08
Kostnader	0,08	0,08	0,08	0,07	0,06
Netto realavkastning	-5,18	11,68	1,80	4,79	3,97

¹ De nordiske aksjeinvesteringene startet opp i mai 2001

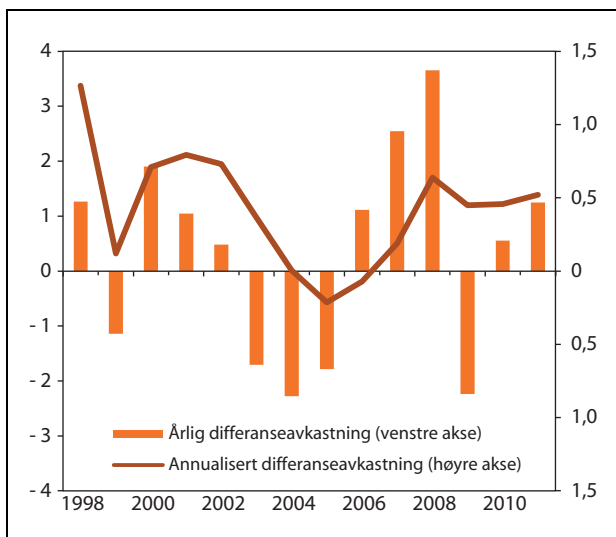
² De nordiske obligasjonsinvesteringene startet opp i februar 2007

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

I den nordiske aksjeporteføljen var avkastningen 0,8 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen. Valg av selskaper innen industri sektoren i Sverige bidro til mindreavkastningen. Aksjer i sykliske bransjer stiger mye når den økonomiske veksten er sterk, men gjør det dårlig når veksten avtar. Tilsvarende gjør aksjer i såkalte

defensive bransjer det relativt godt i forhold til markedet når det er dårlige tider. Utskiftninger mellom sykliske og defensive aksjer slo ugunstig ut for avkastningen i den nordiske aksjeporteføljen.

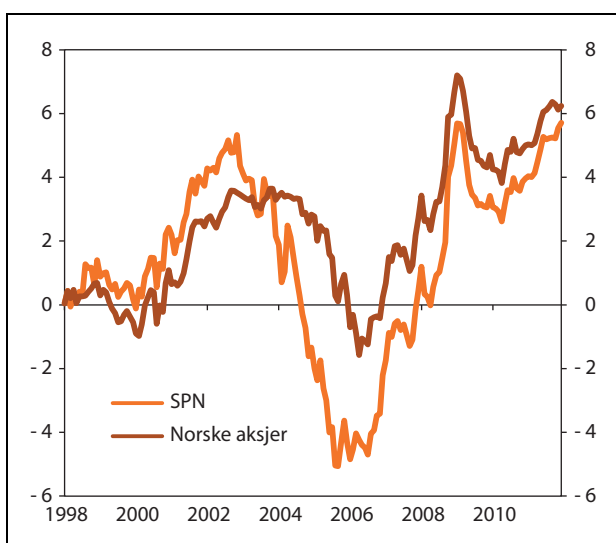
I den norske obligasjonsporteføljen var meravkastningen 1,6 prosentenheter. Høyere innslag av



Figur 4.28 Utvikling i brutto meravkastning i SPN over tid. Prosent

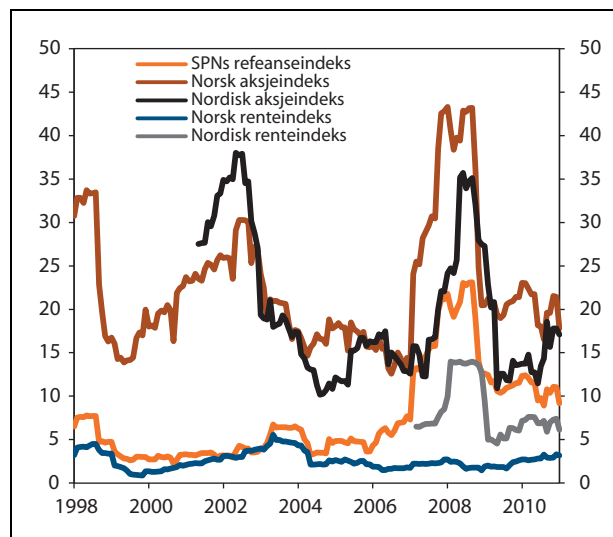
Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

selskapsobligasjoner enn i referanseindeksen slo gunstig ut. I tillegg var kredittvurderingen i gjennomsnitt noe lavere i porteføljen enn i referanseindeksen. Den norske obligasjonsporteføljen i SPN er investert i et betydelig større antall obligasjoner og utstedere enn referanseindeksen. Som et resultat er fondet mindre utsatt for negative hendelser i enkeltelskaper. Kredittvurderingen til Eksportfinans ble nedgradert fra høyeste nivå til å bli sett på som høyrisiko da det ble kjent at et statlig organ ville overta ordningen med offentlig støttede eksportkreditter. Nedgraderingen medførte



Figur 4.29 Akkumulert meravkastning i SPN siden 1998. Mrd. kroner

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.30 Rullerende 12 måneders standardavvik til referanseindeksene til SPN. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

at obligasjonene utstedt av Eksportfinans falt kraftig i verdi. På dette tidspunktet var SPN undervektet obligasjoner fra selskapet, noe som bidro med om lag 1 prosentenheter til meravkastningen i den norske obligasjonsporteføljen.

Avkastningen av den nordiske obligasjonsporteføljen var om lag 0,2 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Årsaken til meravkastningen var at andelen selskapsobligasjoner var høyere enn i referanseindeksen, og høy oppnådd avkastning på selskapsobligasjonene.

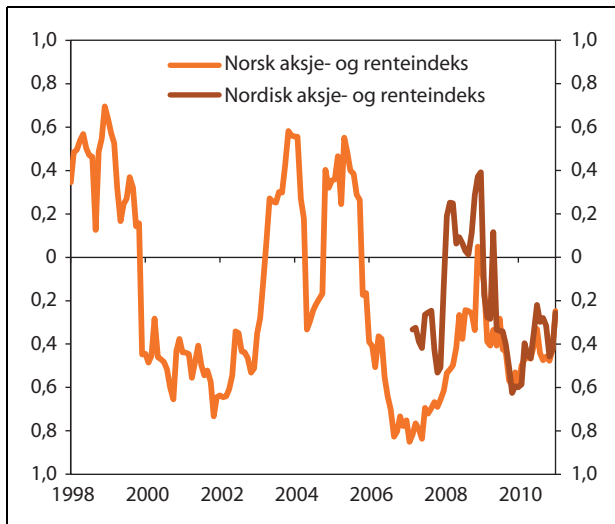
Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning av SPN på $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prosentenheter i gjennomsnitt over tid. Siden 1998 har meravkastningen i SPN vært i overkant av 0,5 prosentenheter, jf. figur 4.28. For perioden 1998-2011 har departementet beregnet at brutto meravkastning for fondet totalt tilsvarer om lag 6 mrd. kroner,³ jf. figur 4.29.

4.2.4 Risiko og rammer

Risikoen i fondet

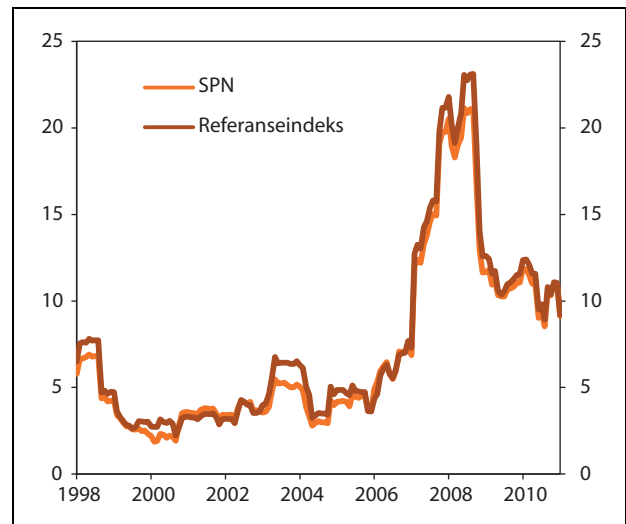
Standardavviket er et mål på hvor mye avkastningen av fondet svinger. Figur 4.30 viser utviklingen i standardavviket til referanseindeksene til fondet siden 1998. Standardavviket til SPNs referansein-

³ Beregnet ved å multiplisere meravkastningen i måneden med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av renters rente.



Figur 4.31 Korrelasjon mellom aksje- og obligasjonsindeksene til SPN

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

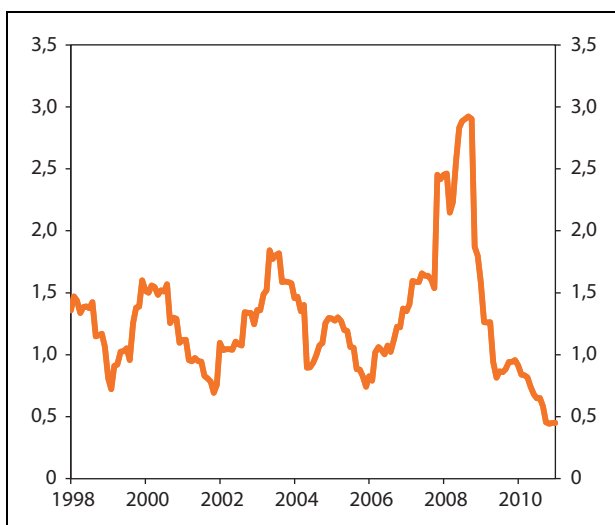


Figur 4.33 Standardavvik i faktisk portefølje og referanseindeks til SPN. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

deks var lavere ved utgangen av 2011 enn ett år tidligere. Nedgangen var i stor grad påvirket av en reduksjon i standardavviket til den norske aksjeindeksen mot slutten av året.

Samvariasjonen mellom aksje- og obligasjonsindeksene ble noe mindre negative i løpet av 2011, jf. figur 4.31. Det betyr at avkastningen fra aksje- og obligasjonsporteføljene i noe mindre grad enn i 2010 utjevnet hverandre gjennom året. Isolert sett bidro dette til å øke den totale risikoen i fondet noe.



Figur 4.32 Utvikling i realisert relativ volatilitet i SPN. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

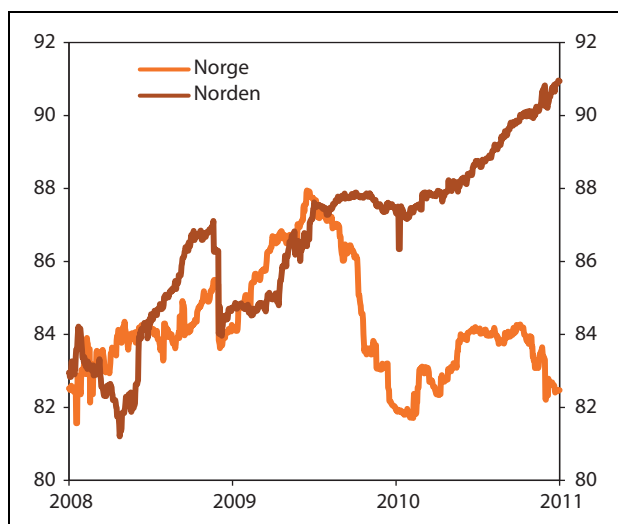
Relativ risiko

I mandatet for SPN er det stilt krav om at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at annualisert forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 3 prosentenheter. Ifølge Folketrygdfondet har nivået gjennom 2011 variert mellom 0,5 og 1,0 prosentenheter, og var 0,7 prosentenheter ved utgangen av året. Over tid bør realisert relativ volatilitet være om lag på nivå med den forventede relative volatiliteten som ble beregnet på forhånd. Realisert relativ volatilitet de siste 12 månedene var ved utgangen av 2011 på om lag 0,4 prosentenheter, jf. figur 4.32.

Figur 4.33 viser utviklingen i standardavviket både for referanseindeksen til SPN og fondets faktiske portefølje. I store deler av den aktuelle perioden har standardavviket i fondet vært noe lavere enn standardavviket i referanseindeksen. Dette har spesielt gjort seg gjeldende i perioder der svingningene i markedet har økt. I all hovedsak er det risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for risikoen i fondet, men figuren viser at den aktive forvaltningen i Folketrygdfondet i perioder har bidratt til å redusere totalrisikoen noe.

Kredittrisiko

Obligasjoner med høy kredittrisiko (svak «rating») inngår ikke i referanseindeksen til SPN, men Folketrygdfondet har i tråd med mandatet adgang til å investere i slike obligasjoner. Departementet har fastsatt at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at slike obli-



Figur 4.34 Sammenfall mellom SPNs faktiske aksjeporteføljer og referanseindeksene. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

gasjoner under normale markedsforhold ikke utgjør mer enn 25 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen. Selskapsobligasjoner utgjør 70 pst. av den strategiske referanseindeksen. Rammen vil da tilsvare om lag 18 pst. av den samlede obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av året besto om lag 13 pst. av den norske obligasjonsporteføljen av obligasjoner med slik kredittvurdering, mens andelen i den nordiske obligasjonsporteføljen var i overkant av 3 pst.

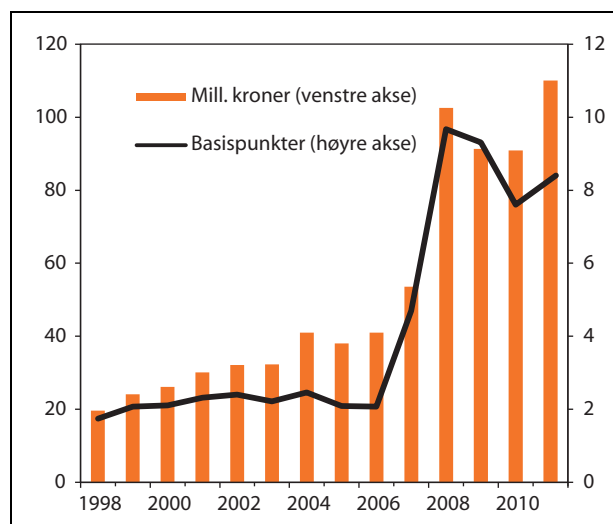
Store deler av det norske obligasjonsmarkedet består av obligasjoner som ikke har en ekstern kredittvurdering. For at SPN skal investere i slike obligasjoner er det i mandatet stilt krav om at Folketrygdfondet skal foreta en intern kredittvurdering. Ved utgangen av 2011 viste kombinasjonen av interne og eksterne kredittvurderinger at om lag 60 pst. av obligasjonsporteføljen hadde kredittvurderingen «A» eller svakere.

Sammenfall

Figur 4.34 viser sammenfall mellom SPNs aksjeporteføljer og referanseindeksene. Ved utgangen av 2011 var sammenfallet mellom den norske aksjeporteføljen og referanseindeksen om lag 91 pst. Sammenfallet mellom den nordiske aksjeporteføljen og indeksen var i overkant av 82 pst.

4.2.5 Kostnader

Ifølge mandatet fra Finansdepartementet skal Folketrygdfondet få dekket de faktiske forvaltnings-



Figur 4.35 Utvikling i Folketrygdfondets forvaltningskostnader vedrørende SPN over tid. Mill. kroner og basispunkter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

kostnadene innenfor en ramme som settes som et kronebeløp. Kronebeløpet er fastsatt på bakgrunn av et begrunnet forslag fra Folketrygdfondet der de samlede kostnadene framkommer som summen av enkeltkomponenter. Departementet setter en ramme for de samlede kostnadene. Departementet tar ikke stilling til hver enkelt kostnads-komponent, og styrer derfor heller ikke enkeltelementer.

Forvaltningskostnadene i forbindelse med SPN i 2011 utgjorde 109,7 mill. kroner, godt innenfor den fastsatte rammen på 124 mill. kroner. Målt som andel av kapital til forvaltning utgjorde kostnadene 8,3 basispunkter (0,083 pst.).

Figur 4.35 viser utviklingen i forvaltningskostnadene i SPN over tid. Både kronemessig og målt som andel av kapital til forvaltning har kostnadene økt betydelig siden 2006. I denne perioden har det samtidig skjedd betydelige endringer i forvaltningen. I 2006 ble kontolånsordningen avviklet, noe som reduserte kapitalen i SPN med i overkant av 100 mrd. kroner. Dette skjedde uten at kostnadene ble påvirket i stor grad. Aksjeandelen ble økt fra om lag 20 pst. ved inngangen til 2006 til en strategisk vekt på 60 pst. i 2008. I 2008 ble også Folketrygdfondet omdannet til et særlovselskap, og det ble stilt betydelig strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering. Dette medførte at Folketrygdfondet måtte foreta betydelige investeringer på systemsiden, samt øke antall årsverk for å tilfredsstille de nye kravene.

Tabell 4.6 Absolutte og relative risikomål for SPN. Månedlige observasjoner.

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998-2011
<i>SPN</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	9,15	11,37	13,62	10,08	8,78
Relativ volatilitet (pst.)	0,45	1,13	1,58	1,45	1,37
Skjevhet ¹	0,07	0,14	-0,82	-1,15	-1,22
Kurtose ²	4,00	2,49	4,34	7,47	9,16
Informasjonsrate ³	2,83	0,05	0,97	0,28	0,38
<i>Norske aksjer</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	17,47	20,46	25,79	23,34	22,80
Relativ volatilitet (pst.)	0,82	2,08	2,98	3,34	4,15
Skjevhet	0,42	0,13	-0,94	-0,83	-0,90
Kurtose	4,46	2,38	4,62	4,45	4,77
Informasjonsrate	1,93	-0,22	0,88	0,31	0,41
<i>Nordiske aksjer</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	17,52	19,69	19,39	21,03	
Relativ volatilitet (pst.)	1,02	1,48	1,93	1,42	
Skjevhet	-0,46	0,33	-0,02	-0,29	
Kurtose	3,85	5,27	4,66	3,85	
Informasjonsrate	-0,78	-1,34	0,43	0,17	
<i>Norske obligasjoner</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	2,39	2,40	2,57	2,55	2,52
Relativ volatilitet (pst.)	1,14	0,90	1,00	1,06	0,91
Skjevhet	0,19	-0,19	0,36	0,41	0,36
Kurtose	1,31	2,07	2,66	2,83	3,51
Informasjonsrate	1,37	1,63	0,95	0,12	0,12
<i>Nordiske obligasjoner</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	5,93	7,77			
Relativ volatilitet (pst.)	0,43	0,78			
Skjevhet	-0,08	-1,41			
Kurtose	2,22	7,73			
Informasjonsrate	0,46	1,32			

¹ Skjevhet er et mål på asymmetrien i fordelingen av avkastningstall. En positiv skjevhet innebærer at det er flere veldig høye verdier enn det er veldig lave verdier sammenliknet med middelveien og motsatt.

² Kurtose er et mål på hvor sannsynlig det er at ekstreme positive eller negative verdier inntreffer. En verdi over 3 tilsier at ekstremverdier inntreffer oftere enn ved en normalfordeling.

³ Informasjonsrate (IR) er et risikojustert mål som forteller hvor mye meravkastning en forvalter har oppnådd målt mot den aktive risikoen (relativ volatilitet).

Selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenliknet forvaltningskostnadene i SPN i 2010 med kostnadene til andre fond. Sammenlikningen viste at kostnadene i SPN var betydelig lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. Den viktigste årsaken til de lave kostnadene er at fondet kun har intern forvaltning som gjennomgående er billigere enn ekstern forvaltning.

Folketrygdfondet etablerte i 2011 en ordning med variabel lønn. Ordningen skjer innenfor den samlede rammen for forvaltningskostnader som er fastsatt av departementet. Alle i organisasjonen er inkludert i ordningen, med unntak av administrerende direktør og styret. Folketrygdfondet betrakter variabel lønn som et virkemiddel både for å beholde og videreutvikle ansatte og sikre god rekruttering i framtiden. I tillegg er variabel lønn innført som et virkemiddel for å oppnå mål som gir Folketrygdfondet varige forbedringer i forvaltningen innenfor prioriterte områder.

Vilkårene for opptjening av variabel lønn er avhenging av stillingstype. I følge Folketrygdfondet legges det for ansatte med kontrolloppgaver kun vekt på kvalitative mål, for å unngå at de som utfører kontrolloppgaver skal ha egeninteresse av resultatene.

Langsiktigheten i forvaltningen ivaretas ved at meravkastningen måles over tre år. Opptjent variabel lønn vil bli utbetalt over flere år etter styrets beslutning. Normalt vil halvparten utbetales i første kvartal året etter opptjeningen. Den delen av variabel lønn som ikke utbetales umiddelbart, plasseres i en bonusbank med utbetaling over tre år. Styret står fritt til å beslutte om opptjent, men ennå ikke utbetalt variabel lønn, skal reduseres et senere år.

For 2011 var gjennomsnittlig måloppnåelse i forhold til fastsatte (kvantitative og kvalitative) kriterier i overkant av 80 pst. Det ble i 2011 satt av 9,5 mill. kroner til variabel lønn, inklusive arbeidsgiveravgift.

4.2.6 Departementets vurdering av resultatene i SPN

Resultatene i 2011 var preget av høy avkastning i obligasjonsporteføljen og svak utvikling i fondets aksjeportefølje. Investeringsstrategien er basert på en lang horisont, og departementet viser til at en må være forberedt på betydelige svingninger i fondets avkastning fra år til år. Departementet er tilfreds med resultatene som er oppnådd i den aktive forvaltningen av SPN samlet i 2011 og over tid.

4.3 Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen

4.3.1 Eiendomsinvesteringer i SPU

Finansdepartementet fastsatte retningslinjer for investeringer i eiendom 1. mars 2010, jf. Meld. St. 10 (2009-2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. Ifølge mandatet for SPU skal Norges Bank plassere inntil 5 pst. av kapitalen i en egen eiendomsportefølje. Andelen investert i obligasjoner skal reduseres tilsvarende. Som beskrevet i Meld. St. 10 (2009-2010) er det forventet at det vil ta mange år å bygge opp en eiendomsportefølje i denne størrelsesorden. Det er også forventet at porteføljen de første årene vil være konsentrert om europeiske eiendomsmarkeder.

SPUs første eiendomsinvestering, kjøpet av 25 pst. av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London, ble fullført 1. april 2011. Kjøpesummen var 452 mill. pund (4,2 mrd. kroner). I juli fulgte kjøpet av 50 pst. av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA-gruppen, som er et fransk forsikringskonsern. Kjøpesummen var på 702,5 mill. euro (5,5 mrd. kroner).

I begge tilfeller inngikk Norges Bank og selger et partnerskap, som gjennomførte ytterligere investeringer i løpet av året. Regent Street-partnerskapet, som fordeler inntektene og kostnadene med 25 pst. til SPU og 75 pst. til The Crown Estate, kjøpte i tredje kvartal to bygninger ved Regent Street for 28 mill. pund. Partnerskapet med AXA kjøpte i desember tre bygg i Paris for 290 mill. euro, og fordelte investeringene med 50 pst. til fondet og 50 pst. til AXA.

Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i 2011 var -4,4 pst., jf. nærmere omtale i avsnitt 4.1.

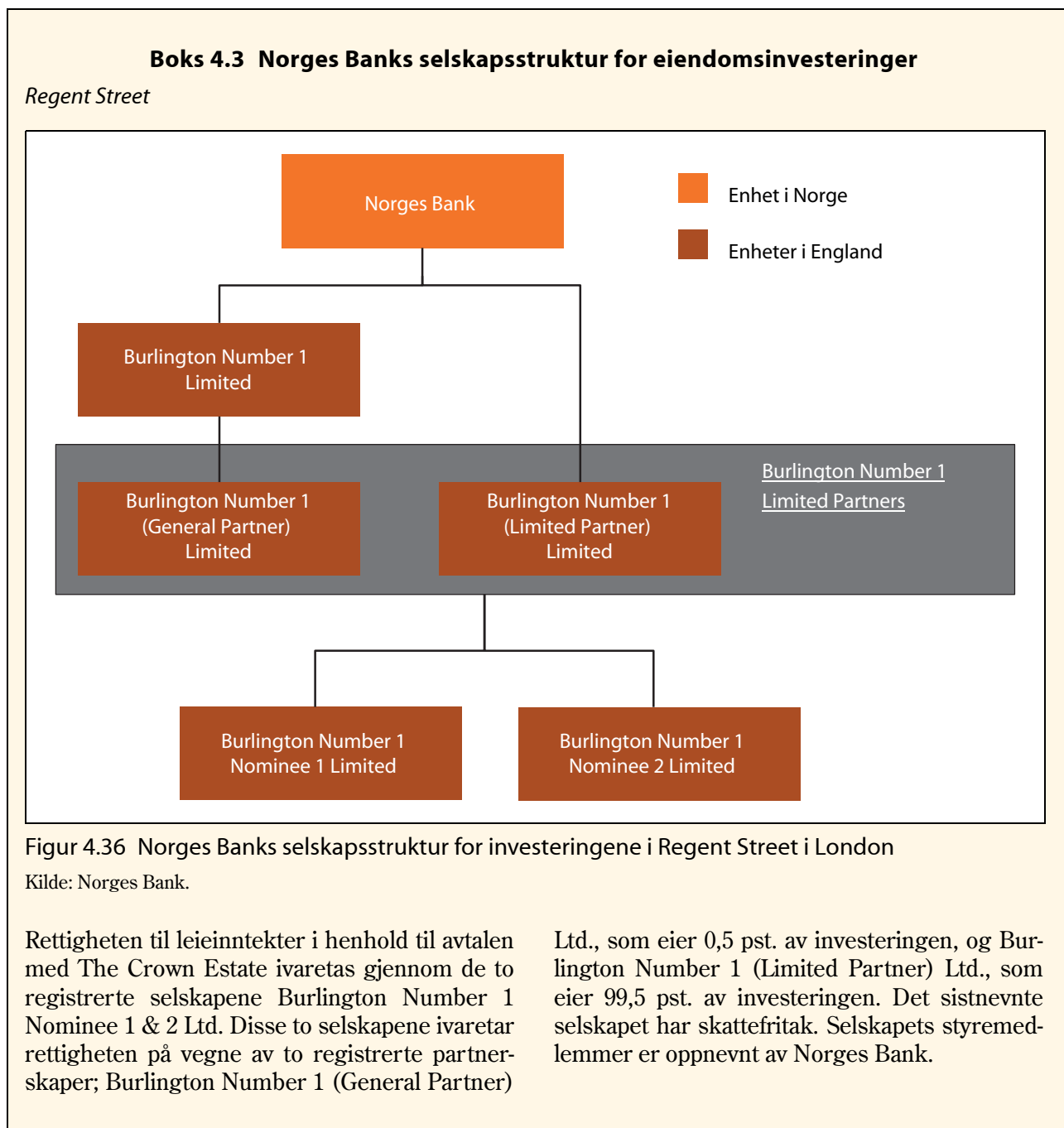
Investeringer i unotert eiendom skiller seg fra investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Risikoen for tap ved investeringer i børsnoterte aksjer og obligasjoner er normalt avgrenset til investert beløp, mens investeringer i eiendom medfører risiko for tap utover dette. En eier kan bli holdt ansvarlig for mer enn det investerte beløpet som følge av for eksempel tvister med leietakere eller naboer eller skader på eiendom.

Det er viktig å klargjøre og avgrense risikoen ved enhver investering. Norges Bank vil som regel investere i eiendom gjennom datterselskap, slik at det økonomiske ansvaret begrenses til kapitalen i datterselskapet. Investeringene i eiendom vil dermed normalt bli ført i regnskapet for datterselskapene. Mellom de ulike enhetene i en selskapsstruktur vil konserninterne lån vanligvis benyttes. Bru-

ken av slike selskapsstrukturer er i tråd med etablert praksis blant store eiendomsinvestorer.

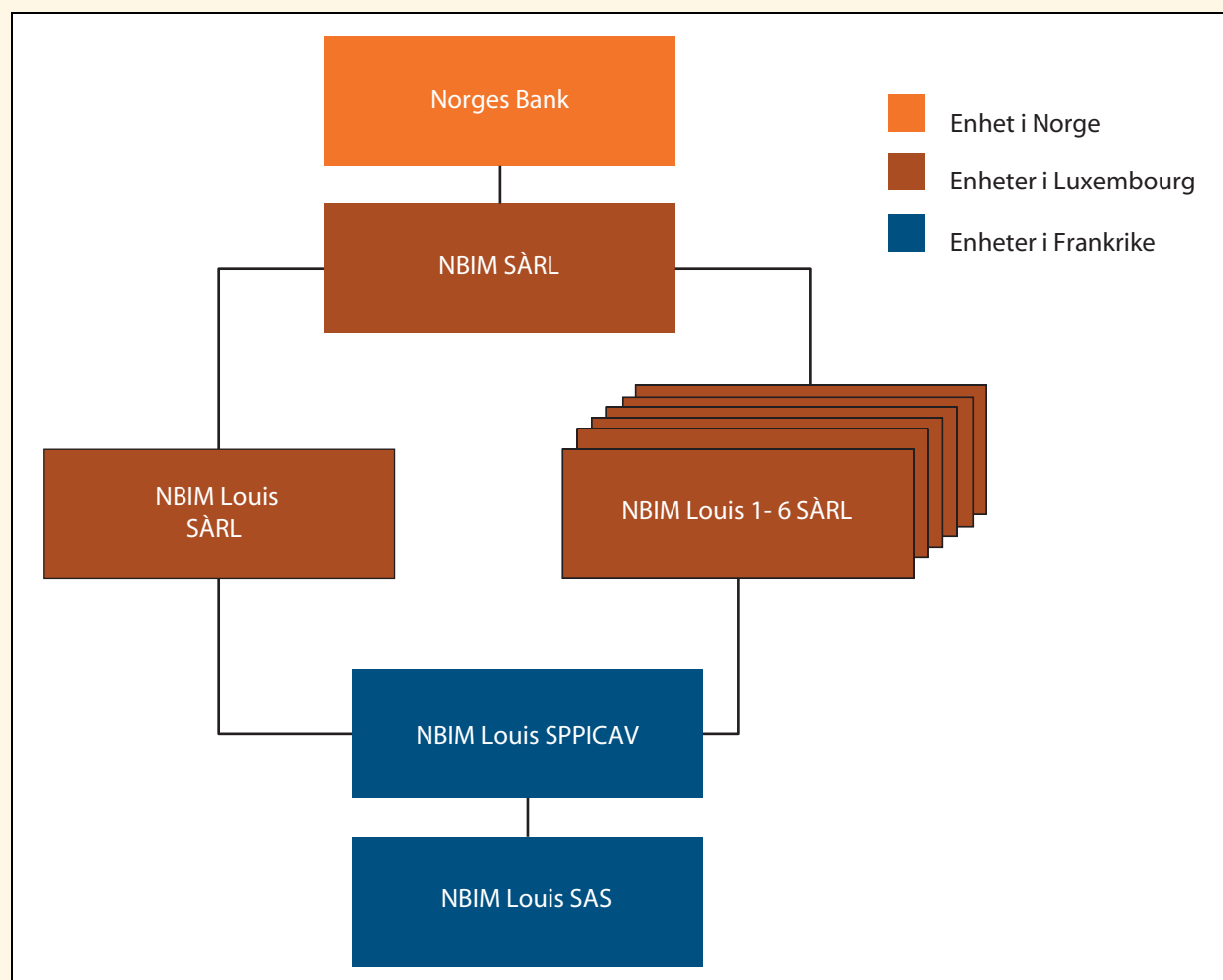
Mange internasjonale institusjonelle investorer, som pensjonsfond og forsikringsselskaper, er i likhet med SPU fritatt fra beskatning i sine hjemland. Slike investorer etablerer derfor ofte selskapsstrukturer i jurisdiksjoner hvor skattesystemene, eventuelt i kombinasjon med skatteavtaler, medfører at mesteparten av avkastningen blir skattepliktig i investorenes hjemland, jf. blant annet St.meld. nr. 16 (2007-2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007.

Ifølge mandatet for SPU skal Norges Bank søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Skatt kan være et viktig kostnadselement. Norges Banks peker i årsrapporten for forvaltningen av SPU i 2011 på at det er viktig at investeringene skattlegges på en korrekt måte etter lokalt regelverk, men også at fondet ikke belastes med større skattekostnader enn nødvendig. Ved eiendomsinvesteringer vil skatteposisjonen til både Norges Bank og motparten i transaksjonen ha betydning for prisingen.



Boks 4.3 (forts.)

Paris



Figur 4.37 Norges Banks selskapsstruktur for investeringene i Paris

Kilde: Norges Bank.

Formålet med de enkelte selskaper i strukturen:

NBIM SÀRL er et holdingselskap som er heleiet av Norges Bank. Selskapet beskytter fondets øvrige midler mot krav som kan oppstå som følge av investeringene i eiendom. Det er intensjonen at framtidige investeringer som går via Luxembourg, vil være datterselskaper av NBIM SÀRL.

Selskapets fire styremedlemmer oppnevnes av Norges Bank. To av styremedlemmene er eksterne. De to øvrige styremedlemmene er leder for NBIMs eiendomsavdeling og administrerende direktør i NBIM SÀRL. I henhold til selskapets vedtekter skal styrevedtak være enstemmige, Norges Bank skal samtykke til sentrale beslutninger som angår selskapet og Norges Bank har rett til å oppnevne og avsette styremedlemmer med umiddelbar virkning.

NBIM Louis SÀRL er holdingselskap for AXA-investeringene. Selskapet skjermer NBIM SÀRL for økonomisk ansvar utover egenkapitalen.

NBIM Louis 1-6 SÀRL er Luxembourg-registrert selskaper som har til formål å være eiere av det franskregistrerte selskapet NBIM Louis SPPICAV (Société de Placement à Prépondérance Immobilière à Capital Variable).

NBIM Louis SPPICAV er et unotert regulert fondsselskap som etter fransk lovgivning har gunstig beskatning.

NBIM Louis SAS (Société par Actions Simplifiée) er kontraktspartner i avtalen med AXA, og er hjemmelshaver til 50 pst. av de underliggende eiendelene i form av eiendommer og eiendomsselskaper.

I motsetning til mange andre institusjonelle investorer har departementet fastsatt retningslinjer for hvor eiendomsselskaper og -fond opprettet av Norges Bank som del i forvaltningen av SPU, kan være etablert. Unoterte eiendomsselskaper og -fond skal være etablert i OECD-land, land som Norge har skatteavtaler med eller i andre land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. England, Frankrike og Luxembourg tilfredsstiller disse kravene.

For eiendomsinvesteringen i London har Norges Bank opprettet fem britiske selskap. Selskapsstrukturen framgår i boks 4.3, figur 4.36. Tilsvarende strukturer er vanlig ved eiendomsinvesteringer i England. Ved direkte eiendomsinvesteringer er Norges Bank og SPU i utgangspunktet fritatt for å betale britisk inntektskatt, selskapsskatt og skatt av gevinster ved salg av eiendom. Strukturen som er beskrevet i boks 4.3 inneholder blant annet selskaper som ikke er egne skattesubjekter, såkalte skattetransparente selskaper. Strukturen beskytter bankens interesser og begrenser bankens ansvar, samtidig som SPU's skatteposisjon ivaretas.

Tilsvarende hensyn er tatt ved investeringene i Frankrike. For eiendomsinvesteringene i og omkring Paris har Norges Bank opprettet selskap i både Luxembourg og Frankrike. Selskapsstrukturen framgår i boks 4.3, figur 4.37. Det heleide datterselskapet NBIM SÀRL (Société à Responsabilité Limitée) i Luxembourg skal være et holdingselskap for å eie og administrere eiendomsinvesteringer i Fastlands-Europa. De fleste av investeringene i regionen vil derfor skje gjennom dette datterselskapet, noe som betyr at NBIM SÀRL på sikt vil få ytterligere eierinteresser i selskaper som direkte eller indirekte er investert i eiendom. Selskapets oppgaver vil også omfatte regnskapsføring, bokføring og overføring av leieinntekter til Norges Bank samt oppgaver som sikrer at fondet etterlever lokalt regelverk.

Luxembourg blir ofte brukt som base av internasjonale eiendomsinvestorer, jf. omtale i Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Det skyldes blant annet forutsigbare og solide juridiske rammebetingelser og skatteregelverk. Skattenivået i landet er moderat ved at en lav del av bruttoinntektene blir skattlagt. Luxembourg har i tillegg et godt utbygd traktatnettverk som medfører at investorer ikke blir dobbelbeskattet ved investeringer i land Luxembourg har skatteavtaler med.

Bankens avtaler og selskapsdokumenter sikrer nødvendig innsyn i selskapene for bankens internrevisjon, som er hovedstyrets tilsynsorgan, for bankens eksterne revisjon, og for representantskapet, som er Stortingets tilsynsorgan for Norges Bank.

Norges Bank forvaltning og kontroll av investeringene i eiendom er beskrevet nærmere i en egen temaartikkel i Norges Banks årsrapport for SPU i 2011.

4.3.2 Norges Banks rammeverk for vurdering av motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktmotpart ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser. Denne typen risiko oppstår blant annet når det blir inngått derivatkontrakter som ikke er børsnotert og i forbindelse med oppgjør av verdipapirhandler.

I mandatet for SPU er det stilt krav om at Norges Bank skal fastsette prinsipper for måling og styring av motpartsrisiko. Banken har nedfelt slike prinsipper i dokumentet Executive Board's Principles for Risk Management in Norges Banks Investment Management (NBIM), mens det i dokumentet Investment Mandate er fastsatt rammer for motpartseksponering.⁴ Norges Bank rapporterer om motpartsrisiko i forvaltningen av SPU i kvartals- og årsrapportene om fondet.

Norges Banks representantskap har, etter innspill fra departementet og ved hjelp av bankens eksterne revisor, fått vurdert rammeverket for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko knyttet til forvaltningen av SPU, jf. boks 4.4. Revisor har vurdert om rammeverket er i tråd med anerkjente standarder og etablert praksis og om det er tatt i bruk slik det er utformet.

Vurderingen har tatt utgangspunkt i et sett målekriterier som er avledet fra relevante standarder, og fra erfaring med praksis i andre organisasjoner. Revisor har med dette som utgangspunkt sett på skriftlig dokumentasjon og avholdt møter mv. for å kartlegge om bankens rammeverk og prosedyrer for styring og kontroll av motpartsrisiko er i samsvar med de etablerte målekriteriene.

Revisor konkluderer i sin rapport med at Norges Bank i det alt vesentligste har utformet og tatt i bruk et rammeverk for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko som er i samsvar med de etablerte målekriteriene, jf. omtale i Representantskapets rapport til Stortinget av 27. mars 2012. Revisors attestasjonsrapport er offentliggjort på Norges Banks nettsider.⁵

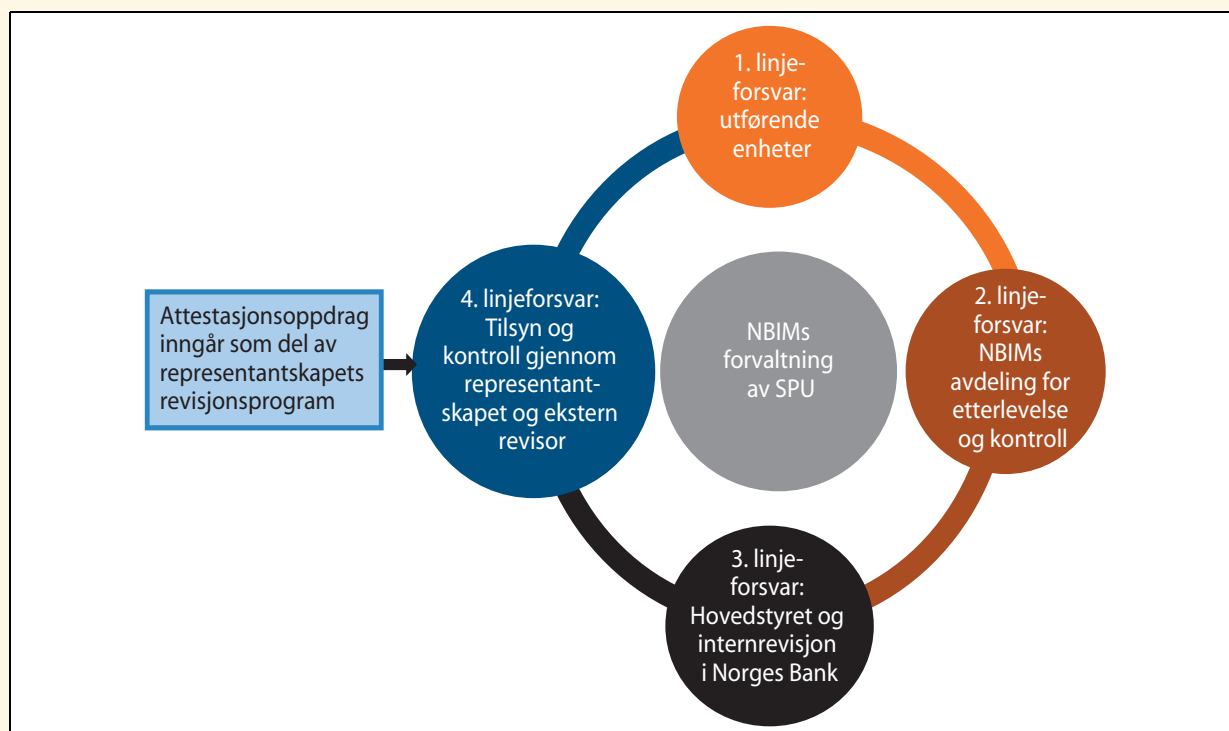
⁴ Se <http://www.nbim.no/Global/Reports/2010/Executive%20Board%20Principles%20for%20Risk%20Management.pdf> og <http://www.nbim.no/Global/Reports/2010/Investment%20mandat.pdf>.

⁵ Se <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/brev-og-uttalelser/2011/78885/>.

Boks 4.4 Attestasjonsoppdrag

Som del av ny revisjonsordning for Norges Bank i 2009 ble det etablert en ordning med såkalte attestasjonsoppdrag. Oppdragene innebærer at bankens eksterne revisor gjennomgår internkontrollsystemet, risikostyringen mv. i forvaltningen av SPU, jf. Ot.prp. nr. 58 (2008-2009) Om lov om endringer i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. (ny regnskaps- og

revisjonsordning mv.). Attestasjonsoppdragene er fastsatt som del av Norges Banks representantskaps revisjonsprogram og inngår som del av systemet med tilsyn og kontroll av bankens virksomhet, jf. figur 4.38. Det er etablert en dialog mellom Finansdepartementet og Norges Banks representantskap slik at departementet kan komme med innspill til representantskapets tilsynsprogram.



Figur 4.38 Systemet for tilsyn og kontroll med Norges Banks Investment Managements (NBIMs) forvaltning av SPU

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank.

Metodikken i et attestasjonsoppdrag innebærer at revisor vurderer om det aktuelle saksforholdet, for eksempel rammeverket for operasjonell risikostyring, er utformet og tatt i bruk i tråd med relevante standarder, metoder og etablert praksis. Disse standardene brukes deretter som målekriterier i vurderingen. Standarden for attestasjonsoppdrag (SA3000) krever at det planlegges og gjennomføres en rekke kontrollhandlinger for at revisor kan avgi en attestasjon.

Norges Banks representantskap vedtok i 2009 en plan for attestasjonsoppdrag med vekt på operasjonell risikostyring i forvaltningen av SPU. Oppdraget ble utført av bankens revisor (Deloitte) i samråd med tilsynssekretariatet. Det var blant annet basert på innspill fra departemen-

tet. Planen omfattet følgende seks delprosjekter: organisasjonsstruktur og ledelseskontroller, operasjonell risiko og intern kontroll, rammeverk for vurdering av motpartsrisiko, oppfølging av eksterne forvaltere, tilførsel av midler og eksponering i forhold til valgt referanseindeks og risikostyring i forhold til aktiv forvaltning. Det er nå gjennomført attestasjonsoppdrag i de fem første delprosjektene. I lys av at den aktive forvaltningen i SPU nylig er vurdert, er det lagt opp til at prosjektet om risikostyringen i den aktive forvaltningen vurderes på et senere tidspunkt. Attestasjonsrapportene fra de gjennomførte prosjektene er omtalt i tidligere meldinger til Stortinget. Rapportene er også gjort offentlig tilgjengelige på Norges Banks nettsider.

4.3.3 Folketrygdfondets system for internkontroll og for å overholde mandatet

Folketrygdfondet forestår forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) på vegne av og i henhold til et mandat fastsatt av departementet. Som del av oppfølgingen av Folketrygdfondets forvaltning er det etablert en ordning med attestasjonsoppdrag, i tråd med det som gjelder for Norges Banks forvaltning av SPU, jf. boks 4.4. Attestasjonsoppdraget for 2011 omfatter Folketrygdfondets internkontrollsystem og overholdelse av mandat.

Revisor har i sin attestasjonsuttalelse for 2011 konkludert med at en ikke har fått kjennskap til forhold som gir grunn til å anta at Folketrygdfondets internkontrollsystem ikke i det alt vesentligste er i samsvar med internasjonalt anbefalt praksis. Samtidig peker revisor på at beste praksis er i løpende utvikling og at Folketrygdfondet bør videreutvikle sin egen metodikk for risikostyring og intern kontroll i tråd med utviklingen i denne praksisen. Dette innebærer at fondet må etablere prosesser som skal identifisere ledende praksis internasjonalt i alle deler av organisasjonen og strekke seg mot dette. Revisor framhever blant annet at Folketrygdfondet bør fortsette sitt arbeide med å videreutvikle virksomhetsstyringen. Videre anbefaler revisor at en videreutvikler rapporteringen til styret og ledelsen for å gi enda bedre forståelse for og uavhengig innsikt i resultatet av forvaltningen og porteføljens underliggende risiko. Det anbefales også at Folketrygdfondet ytterligere systematiserer egevalueringene som forelegges styret. Folketrygdfondet bør videre fortsette å videreutvikle utformingen av kontrollen og spesifisere kontrollaktivitetene i sentrale prosesser, herunder prosessen for regnskapsavslutning spesielt. Folketrygdfondet har gjennom egevalueringen identifisert et behov for å arbeide videre med etablering av nøkkelrisikoinndikatorer (såkalte «Key Risk Indicators») for operasjonell risiko. Revisor anbefaler Folketrygdfondet å vurdere dette og at det ses i sammenheng med utvikling av virksomhetsstyringen for øvrig.

Revisor konkluderer for øvrig med at de ikke har fått kjennskap til forhold som gir grunn til å anta at det er vesentlige brudd på bestemmelser gitt i lov om Folketrygdfondet samt forskrift og mandater fastsatt av Finansdepartementet.

Attestasjonsuttalelsen er offentliggjort på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

4.4 Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis

4.4.1 Innledning

Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand samt velfungerende, legitime og effektive markeder. I tråd med utviklingen internasjonalt er det over tid blitt lagt større vekt på å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten. En slik strategi samsvarer med FNs prinsipper for ansvarlig investeringer (UN PRI, se boks 4.5) og er nedfelt i forvaltningsmandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet.

Strategien for ansvarlig investeringspraksis i forvaltningen av Statens pensjonsfond er blitt utviklet over tid, jf. figur 4.39. I 1998 fikk fondet anledning til å investere i aksjer. Etter hvert som banken opparbeidet erfaring med forvaltning av aksjer, ble rettighetene som aksjonær gradvis tatt mer i bruk for å sikre fondets finansielle interesser. I 2001 innførte departementet en ordning med utelukkelse av folkerettsstridige investeringer, etter råd fra Petroleumsfondets folkerettsråd. I 2004 innførte departementet nye etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland (SPU). Disse retningslinjene gikk på flere punkter lenger enn den folkerettsbaserte uttrekksmekanismen. Bruk av eierrettigheter ble et virkemiddel for å møte fondets etiske forpliktelser. I 2009 ble de etiske retningslinjene evaluert. Evalueringen resulterte i en mer helhetlig strategi for ansvarlig investeringspraksis. Dette ble vurdert å være i tråd med den internasjonale utviklingen på området.

Arbeidet med ansvarlige investeringer omfatter flere områder:

- internasjonalt samarbeid og bidrag til utvikling av beste praksis,
- miljørelaterte investeringer,
- forskning og utredning,
- eierskapsutøvelse og
- observasjon og utelukkelse av selskaper.

Både Finansdepartementet, Norges Bank, Folketrygdfondet og Etikkrådet engasjerer seg i den internasjonale debatten om ansvarlig investeringspraksis og samarbeider med andre aktører om å bidra til utvikling av beste praksis og forskning innenfor sine områder. Finansdepartementet deltar i et prosjekt ledet av den ideelle organisasjonen Tomorrow's Company i London sammen med



Figur 4.39 Utviklingen av strategien for ansvarlig investeringspraksis

Kilde: Finansdepartementet.

representanter for andre store fond, selskaper og akademikere. Prosjektet har som mål å utvikle en bedre og mer felles forståelse av hva langsiktig bærekraftig verdiskaping innebærer.

Departementet har deltatt i et forskningsprosjekt om virkningen av klimaendringer på kapitalmarkedene. Dette er nærmere omtalt i avsnitt 2.6. Norges Banks, Folketrygdfondets og Etikkrådets aktiviteter innenfor forskning og utvikling av beste praksis er omtalt nedenfor.

Som følge av evalueringen av de etiske retningslinjene i 2009 ble det opprettet særskilte miljørelaterte investeringer. Disse investeringene omfatter mandater for aktiv forvaltning rettet spesielt inn mot blant annet vannforvaltning, miljøteknologi og ren energi. Investeringene gjøres innenfor samme regelverk som for fondets øvrige investeringer i aksjer og obligasjoner. Resultatene for de miljørelaterte investeringsmandatene er nærmere omtalt i avsnitt 4.1.

I 2010 fastsatte departementet nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis for forvaltningen av SPU. Disse retningslinjene retter seg dels mot Norges Bank og dels mot Etikkrådet. Evalueringen i 2009 tilsa større vektlegging av mulighetene for å bidra til endringer i positiv retning. En viste her til bærekraftsspørsmål og til selskapets

atferd innen selskapsstyring og i håndteringen av samfunnsmessige og miljømessige forhold. Evalueringen viste at det var ønskelig å styrke samvirket mellom eierskapsutøvelsen og utelukkelsesmekanismen. De nye retningslinjene har bidratt til dette.

Utøvelsen av eierrettigheter for SPU og SPN bygger på en felles plattform av internasjonalt anerkjente prinsipper, jf. boks 4.5. Samtidig er virkemidlene som brukes i dette arbeidet noe forskjellige i lys av fondenes ulike størrelse og investeringsstrategi. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter basert på disse grunnprinsippene. Eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt i avsnittene 4.4.2 og 4.4.3.

I henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utlands investeringsunivers av mars 2010 skal selskaper utelukkes fra fondet dersom de produserer nærmere angitte produkter. Selskaper kan også utelukkes dersom de blir ansett å medvirke til eller selv er ansvarlig for grovt uetisk atferd slik dette er definert i retningslinjene. Ved utgangen av 2011 var 55 selskaper utelukket etter tilrådinger fra Etikkrådet. Departementet har videre satt to sel-

Boks 4.5 Grunnprinsipper for utøvelse av eierskap

Utøvelse av eierrettigheter som del av forvaltningen av Statens pensjonsfond er basert på FNs Global Compact, OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse (OECD Principles of Corporate Governance) og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper (Guidelines for Multinational Enterprises). Disse internasjonale prinsippene angir normer for god selskapsstyring og stiller krav til god selskapspraksis i håndteringen av miljømessige og samfunnmessige forhold. Norges Bank og Folketrygdfondet har utarbeidet egne retningslinjer for sin utøvelse av eierrettigheter i tråd med dette. FN lanserte i 2006 et sett prinsipper for ansvarlige investeringer «Principles for Responsible Investment» (UN PRI). PRI tar utgangspunkt i at faktorer knyttet til selskapsstyring, miljø og samfunnmessige forhold kan påvirke finansiell avkastning. PRI har om lag 1 000 medlemmer. Både Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet deltar i PRI på vegne av SPU og SPN. Finansdepartementet rapporterer om etterlevelsen av PRI i forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN, blant annet basert på innspill fra Norges Bank og Folketrygdfondet.

FNs Global Compact

FNs Global Compact gir anvisning på i alt ti overordnede prinsipper utledet fra Verdenserklæringen om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet, samt Rio-erklæringen om miljø og utvikling. Prinsippene er generelle og sier blant annet at selskaper skal respektere menneskerettighetene og ikke være delaktige i brudd på disse, opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet. Videre skal de støtte føre-var prinsippet i miljøspørsmål, samt fremme større miljøansvar og utvikling og utbredelse av miljøvennlig teknologi, og motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpressing og bestikkelser.

Mer enn 8 000 selskaper og organisasjoner i over 135 land har sluttet seg til FNs Global Com-

pact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de etterlever prinsippene.

OECD Principles of Corporate Governance

Disse prinsippene er svært omfattende og omhandler i hovedsak grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse («corporate governance»), aksjonærenes rettigheter og nøkkelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, og styrets ansvar og forpliktelser.

OECD Guidelines for Multinational Enterprises

Disse retningslinjene er frivillige prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel på ulike områder. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er det eneste anerkjente og detaljerte regelverket som medlemslandenes regjeringer er forpliktet til å fremme. De inneholder anbefalinger om blant annet offentliggjøring av opplysninger om virksomheten, arbeidsmiljø og arbeidstakerrettigheter, miljøvern, korrupsjonsbekjempelse, forbrukerinteresser, bruk av vitenskap og teknologi, konkurranse, samt skatteansvar.

FNs Principles for Responsible Investment (UN PRI)

FNs prinsipper for ansvarlige investeringer er et initiativ fra FNs Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) og FNs Global Compact. Initiativet er rettet mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og deres profesjonelle samarbeidspartnere, som alle oppfordres til å undertegne prinsippene. PRI-prinsippene gjelder hvordan en kan ta hensyn til miljø, samfunnmessige forhold og selskapsstyring (Environmental, Social and Governance (ESG) issues) i forvaltningen og i eierskapsutøvelsen. Innarbeiding av slike hensyn vil også få følger for hvilken type informasjon investor ber om å få fra selskaper, og hva selskapene forventes å rapportere om. Medlemmene av PRI plikter å rapportere om sin etterlevelse av prinsippene på årlig basis. Norges Bank bidro i utformingen av prinsippene.

skaper til observasjon i medhold av retningslinjene. Departementet har siden en begynte å utelukke selskaper tatt inn igjen fem selskaper i porteføljen.

Nordiske selskaper (utenom norske) inngår i investeringsuniverset for både SPU og SPN. Departementet har lagt til grunn at slike selskaper utelukkes fra begge fond dersom departementet fatter en beslutning om å utelukke et selskap. Dette går fram av St.meld. nr. 24 (2006-2007) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 og av mandat for forvaltningen av SPN. Finansdepartementet har på denne bakgrunn besluttet å utelukke ett selskap fra SPN.

Etikkrådets arbeid med observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er beskrevet nærmere i avsnitt 4.4.4.

Utvikling på området for ansvarlige investeringer

Å følge med på og bidra til utviklingen av beste praksis er et viktig element i strategien for ansvarlige investeringer for Statens pensjonsfond. Ansvarlig investeringspraksis er et felt som er i rask utvikling internasjonalt. Den tematiske bredden er blitt utvidet og nye verktøy, metoder og institusjoner kommet til. Den økte interessen viser seg blant annet gjennom en jevn økning i medlemsmassen i UN PRI både av investorer og andre aktører i finansmarkedene. Utviklingen går langs flere linjer. Blant temaer som har vært mye på dagsorden i den senere tid kan nevnes hvordan hensyn til miljø, samfunnsmessig forhold og god selskapsstyring (såkalte ESG-forhold⁶) kan integreres bedre i investeringsvirksomheten. Andre aktuelle problemstillinger er knyttet til klimaendringer, spørsmål om for stor vektlegging av kort-siktige hensyn i finansmarkedene, samt eierens rolle.

Det har videre vært stor oppmerksomhet om metoder og verktøy for rapportering om ESG-forhold. International Integrated Reporting Council (IIRC) har som formål å skape et globalt rammeverk for rapportering som inkluderer både finansiell, samfunnsmessig, styringsmessig og miljømessig informasjon på en klar, konsis, konsistent og sammenliknbar måte. Det er også økt interesse for finansmarkedenes virkemåte, særlig om det er institusjonelle og systemmessige forhold som kan forbedres for å sørge for at hensynet til bærekraft og langsiktig verdiskaping i investeringsvirksomhet blir tatt bedre vare på. Dette omfatter blant

annet en diskusjon om bruk av offentlig regulering.

Flere investorer bruker fortsatt utelukkelse som virkemiddel, men det er også en del store institusjonelle investorene som ikke har dette som en del av sin strategi. Noen investorer utelukker selskaper på rent etisk grunnlag (for eksempel flere kirkesamfunn). Dette er ofte tilfellet når selskaper utelukkes på grunn av det de produserer, for eksempel spesielle våpentyper. SPU, de store nederlandske pensjonsfondene APG og PGGM og New Zealand Superannuation Fund er eksempler på fond som utelukker selskaper på et slikt grunnlag. Noen fond utelukker selskaper på grunn av kritikkverdige forhold i måten selskapene driver sin virksomhet på. Dette kan for eksempel være menneskerettighetsbrudd, miljøskade og korrupsjon. I slike saker praktiseres utelukkelse ofte som et siste virkemiddel etter at en har forsøkt å påvirke selskaper til bedre praksis og atferd. De svenske AP-fondene og New Zealand Superannuation Fund har en slik strategi. Det forutsetter et godt samvirke mellom virkemidlene.

Samarbeid mellom investorer er fortsatt et viktig tema. En rekke ulike initiativer og organisasjoner engasjerer seg på vegne av sine medlemmer i ulike spørsmål for å bedre selskapers praksis. Eksempler på dette er Carbon Disclosure Project, CEO Water Mandate, EITI og Forest Footprint Disclosure. Det er også stor aktivitet i organisasjoner som vil bidra til bedre standarder for selskapsstyring mv. til fordel for eierne i selskaper, for eksempel International Corporate Governance Network (ICGN) og Asian Corporate Governance Network (ACGA).

4.4.2 Ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsarbeid i SPU⁷

Norges Bank har som overordnet mål for sin eierskapsutøvelse å sikre SPU's finansielle interesser. Dette er i samsvar med mandatet for SPU. Banken skal videre integrere hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i hele investeringsvirksomheten, i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Integrering av disse hensynene skal skje under hensyn til fondets investeringsstrategi og rollen som finansiell forvalter. Norges Bank har i 2011 etablert og offentliggjort ret-

⁶ Environmental, Social and Governance

⁷ Omtalen her er basert på rapporter og annen informasjon som har blitt offentliggjort av Norges Bank, bl.a. gjennom den ordinære kvartalsvise rapporteringen for fondet og dokumenter som er tilgjengelig på bankens nettsider: www.nbim.no.

ningslinjer for ansvarlig investeringsvirksomhet. Retningslinjene beskriver ulike typer risiko for miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring. Disse risikofaktorene skal det tas hensyn til i blant annet de investeringsanalysene som porteføljeforvalterne utfører og når nye markeder og instrumenter blir vurdert og godkjent, samt når banken utøver eierskap.

Norges Bank etablerte i 2011 en database med informasjon om miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring. Databasen inneholder informasjon fra både eksterne og interne kilder og dekker 4 000 av selskapene fondet er investert i. Databasen er til bruk for hele organisasjonen og er særlig tilrettelagt for porteføljeforvaltere og investeringsanalytikere. Formålet er å ha lett tilgjengelig informasjon som kan benyttes i forbindelse med investeringsbeslutninger.

Norges Banks eierskapsarbeid tar utgangspunkt i internasjonalt anerkjente globale standarder, som OECDs Principles of Corporate Governance, OECDs Guidelines for Multinational Enterprises og FNs Global Compact (se omtale i boks 4.5). De utfylles av Norges Banks retningslinjer for selskapsstyring og stemmegivning og Norges Banks forventningsdokumenter.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet for SPU

Norges Bank har videreutviklet og styrket eierskapsarbeidet i løpet av 2011. Arbeidet bygger på at den beste muligheten for gjennomslag oppnås ved å arbeide langsiktig og forutsigbart innenfor områder som er finansielt relevante for fondet og for andre investorer. Norges Bank har valgt ut følgende strategiske satsingsområder:

- likebehandling av aksjonærer,
- aksjonærenes rett til innflytelse og styrets ansvar overfor aksjonærene,
- velfungerende, legitime og effektive markeder,
- klimaendringer (se boks 4.7),
- vannforvaltning og
- barns rettigheter.

God selskapsstyring er grunnlaget for utvikling av lønnsom forretningsdrift. Det sikrer aksjonærenes rettigheter og en fordeling av verdiskapingen i henhold til aksjonærfordelingen. Retten til likebehandling og innflytelse for aksjonærer er derfor sentral for Norges Banks eierskapsarbeid. Satsingsområdet velfungerende, legitime og effektive markeder berører svært grunnleggende spørsmål om markedenes funksjonsmåte og omfatter også spørsmål om god selskapsstyring. Videre har Norges Bank oppmerksomhet

på miljø- og samfunnsmessige forhold som påvirker selskapenes rammebetingelser og utvikling, og dermed også verdiene i fondet. Satsingsområdene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter er valgt ut på bakgrunn av slike hensyn.

Virkemidler i eierskapsarbeidet

Når en investering er gjort, er stemmegivning på generalforsamlinger et av de viktigste virkemidlene for en aksjonær. Norges Bank benytter seg også av dialog med enkeltselskaper, samarbeid med andre investorer, deltakelse i internasjonale nettverk og organisasjoner, innspill til regulerende myndigheter, kontakt med forskningsmiljøer og offentlig kommunikasjon av standpunkter og forventninger. Ved valg av virkemiddel vurderes blant annet muligheten for gjennomslag sett i forhold til ressursbruken.

Stemmegivning

Norges Bank benytter sine rettigheter som aksjonær til å stemme på generalforsamlinger (se boks 4.6). Aksjonærer kan ivareta sine interesser ved i fellesskap å beslutte om styrets forslag skal godkjennes i saker som kapitalutvidelser, større transaksjoner, vedtektsendringer og styrevalg. I et mindre antall aksjonærmøter stemmes det også over forslag som er framsatt av aksjonærer, men som ikke har styrets støtte. Slike forslag kan være vedtektsendringer, anmodninger til styret eller alternative styrekandidater. Banken har etablert egne retningslinjer for stemmegivning og offentliggjør stemmegivningen i hver enkelt sak.

Banken legger særlig vekt på styrets ansvar for å overvåke og sette gode rammer for ledelsen og for å informere og likebehandle aksjonærene. Det er derfor nødvendig å måle styrets innsats opp mot de langsiktige resultatene for virksomheten. Banken legger vekt på å utvikle og beskytte aksjonærenes rett til å framtvinge styreendringer når dette er nødvendig. Aksjonærenes faktiske adgang til å holde styret ansvarlig varierer fra marked til marked og avhenger både av lovgivning, standarder og markedspraksis. Men også viljen og evnen blant aksjonærene selv til å ivareta sine langsiktige eierinteresser er avgjørende.

Norges Bank mener at et selskaps styre bør ledes av en person som ikke inngår i selskapsadministrasjonen. For tredje år på rad har banken fremmet aksjonærforslag til generalforsamlingen i fire amerikanske selskaper og bedt om vedtekts-

Boks 4.6 Mer effektiv stemmegivning

Norges Bank har som mål å stemme på alle generalforsamlinger i selskaper der fondet har eierandeler. I 2011 har banken stemt på mer enn 11 300 generalforsamlinger. Stemmegivningen utføres ved hjelp av en ekstern elektronisk stemmeplattform, som utsteder stemmeinstruksjoner på vegne av banken, og i henhold til bankens instruksjoner og retningslinjer. Fra den elektroniske stemmeplattformen sendes stemmeinstruksjonene til Norges Banks globale depotbank som gjennomfører stemmegivning på generalforsamlingene, oftest ved hjelp av lokale depotbanker eller andre representanter. De lokale depotbankene er igjen avhengig av andre underleverandører for å skaffe opplysninger i forkant og for å få utført stemmegivningen. Antall aktører som er involvert varierer fra marked til marked.

Det er få institusjonelle investorer som stemmer på så mange generalforsamlinger som Norges Bank. På bakgrunn av dette arbeider banken kontinuerlig for å forbedre stemmeprosessen. Banken har også tatt initiativ til å etablere en investorgruppe som arbeider for en raskere og mer standardisert stemmeprosess over landegrensene. Det er også en målsetting at systemer bedre skal kunne dokumentere og bekrefte fondets stemmegivning. Banken har diskutert forbedringer og hatt møter med de forskjellige aktørene som tar del i denne stemmekjeden. Arbeidet har så langt resultert i en mer effektiv stemmegivning, men det er fremdeles muligheter for å forbedre prosessene.

endringer som hindrer at administrerende direktør også kan inneha styreledervervet. Ingen av forslagene er blitt vedtatt, men oppslutningen har vært økende år for år.

En rekke av aksjonærforslagene fremmet i 2011 av investorer globalt krevde at selskaper skal ha mål om å redusere utslipp av drivhusgasser og å rapportere om tiltak for å senke utslippene. Antallet aksjonærforslag som omhandlet klimændringer sank i 2011 sammenliknet med 2010. Aksjonærforslag om bedre vannforvaltning økte derimot i antall i samme periode. Økningen kan i stor grad tilskrives forslag hvor aksjonærer ber om rapportering av miljømessige konsekvenser

ved produksjon av skifergass og om vannforurensing fra kullkraftverk. Banken registrerer en reduksjon i antall aksjonærforslag som krever at selskaper vedtar retningslinjer for å ivareta menneskerettigheter eller som omhandler globale standarder for arbeidsforhold.

Aksjonærforslag om miljø- og samfunnsforhold blir vurdert spesielt av analytikere i Norges Bank. Hvert enkelt forslag vurderes med utgangspunkt i bankens generelle retningslinjer.

Oppfølging av enkeltelskaper

Innenfor de utvalgte satsingsområdene utøver Norges Bank aktivt eierskap i enkeltelskaper. Banken arbeider for å kunne stille styret til ansvar for selskapets resultater og hvilken risiko selskapet påtar seg, samt for å sikre at minoritetsaksjonærer ikke blir urettferdig behandlet. Banken gir uttrykk for forventninger til styremedlemmenes kvalifikasjoner og til kvaliteten på styrets nominasjonsprosess. For å beskytte minoritetsaksjonærene mot utvanning legger Norges Bank vekt på åpenhet om selskapenes transaksjoner med nærstående parter og på å forsvare aksjonærenes fortrinnsrett ved emisjoner.

Norges Bank er til tross for prosentvis lav eierandel, ofte blant selskapenes aller største aksjonærer. Bankens mening om selskapenes strategi, drift, risiko, kapitalsammensetning og ledelse blir derfor forespurt i stadig økende grad. Selskapene er spesielt interessert i hvordan Norges Bank vil stemme ved generalforsamlinger og hvordan banken forholder seg til spesielle situasjoner som måtte oppstå i løpet av året. Denne kontakten bidro eksempelvis til å påvirke flere selskapers styresammensetning og nominasjonsprosess i 2011. Bankens kompetanse på enkeltelskaper og -sektorer blir her stadig viktigere.

Norges Bank har en systematisk tilnærming til satsingsområdene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. Selskaper i sektorer som er spesielt utsatt for risiko på disse tre satsingsområdene blir årlig vurdert i forhold til bankens forventninger. Resultatene av vurderingene blir gjort offentlig tilgjengelig i årlige sektorrapporter. Et utvalg av selskapene blir videre fulgt opp gjennom dialog.

Norges Bank vil i enkelte saker benytte søksmål ved domstolene som virkemiddel i eierskapsutøvelsen. Dette vil kunne omfatte søksmål rettet mot utstedere av aksjer eller obligasjoner der fondet har lidt økonomisk tap på grunn av selskapets eller ledelsens atferd. Banken og

enkelte tyske investorer ba i 2010 en tysk domstol om å granske om styret i Porsche SE hadde gått utover sine fullmakter og utsatt selskapet for høy risiko i sitt forsøk på å ta kontroll over Volkswagen AG. Grunnlaget for anmodningen falt i 2011 bort etter at de tyske investorene forhandlet fram en løsning som førte til at Porsche utbetalte et ekstraordinært utbytte for preferanseaksjonærer og ga en intensjonserklæring om bedre selskapsstyring.

Banken benytter for øvrig også i andre sammenhenger søksmål som virkemiddel i rollen som aksjonær. I 2011 gikk Norges Bank og 14 andre institusjonelle investorer sammen om å fremme et krav i en distriktsdomstol i USA mot Countrywide Financial Corporation. Countrywide var tidligere USAs største utlåner til boligsektoren, og saken gjaldt feilaktig informasjon til markedet. Saken ble løst mot slutten av 2011 ved at partene kom til enighet.

Norges Bank har tidligere tatt ut enkelte andre aksjonærsøksmål, og tre av disse sakene var fremdeles til behandling ved utgangen av 2011. I tillegg melder banken inn krav i henhold til forlik eller rettsavgjørelser i gruppesøksmål.

Samarbeid med andre investorer

Norges Bank har jevnlig kontakt med andre forvaltningsinstitusjoner for å samarbeide om dialog med enkeltelskaper eller for å utveksle informasjon og vurderinger. I 2011 diskuterte banken stemmegivning, kapitalutvidelser, styreendringer og saker knyttet til satsingsområdene vann, klima og barns rettigheter.

Banken har i flere år samarbeidet med enkelte andre investorer om selskapers håndtering av risiko som kan følge av klimaendringer. I 2011 fortsatte Norges Bank samarbeidet med finansinstitusjonen TIAA-CREF om å ha en dialog med et utvalg amerikanske selskaper i spesielt risikoutsatte sektorer. Målet for dette arbeidet er at selskapene bedrer måten de håndterer og rapporterer om risikoen de er utsatt for. I samarbeid med det nederlandske pensjonsfondet PGGM innledet Norges Bank i 2011 dialog med indiske og kinesiske selskaper om deres håndtering av risiko forbundet med vannforbruk og rapporteringen om dette.

Banken undertegnet i 2011 en investorerklæring som støtter FN's retningslinjer for næringsliv og menneskerettigheter som ble godkjent av FN's menneskerettighetsråd 16. juni 2011. Arbeidet med retningslinjene ble ledet av professor John Ruggie fra Harvard University. Professor Ruggie er FN's spesialrepresentant for menneskerettighe-

Boks 4.7 Satsingsområdet klimaendringer

Norges Bank ser på klimaendringer som en betydelig langsiktig risiko for fondets investeringer og har valgt dette som et satsingsområde for sitt eierskapsarbeid. Arbeidet er rettet mot sektorer som står for en høy andel av de globale klimagassutslippene og som vil være spesielt påvirket av reguleringer som tillegger klimagassutslipp en økonomisk kostnad. Det omfatter sektorer som for eksempel gruvedrift, sement, kjemikalier, olje og gass, industri, kraftproduksjon, transport og eiendom.

Norges Bank forventer at selskaper analyserer hvordan deres virksomhet påvirkes av klimautfordringene og at de utvikler planer og målsetninger for å håndtere klimarisiko. Selskapenes styrer bør integrere klimaendringer i sitt generelle ansvar for risikostyring. Banken ønsker også at selskaper offentliggjør informasjon som gir investorer et grunnlag for å vurdere om selskaper oppnår sine egne målsettinger. For å belyse hvorvidt de oppfyller disse forventningene, innhenter banken informasjon fra ulike kilder. Banken vurderer også fortløpende hvordan endringer i reguleringer og miljømessige forhold påvirker selskapenes risikoeksponering.

Norges Bank var én av investorene som i oktober skrev under på «2011 Global Investor Statement on Climate Change». I forkant av at politiske ledere møttes i Durban i Sør-Afrika i desember for å diskutere nye klimamål, oppfordret investorene myndighetene til å løfte klima opp på agendaen og å samles om et bindende internasjonalt rammeverk som kan lede til effektive klimapolitiske tiltak. Banken er også medlem av Carbon Disclosure Project (CDP) som fremmer selskapsrapportering på klimaområde.

ter og næringsliv. Retningslinjene er en global standard som blant annet definerer selskapers rolle i å hindre brudd på menneskerettighetene eller negativ innvirkning på menneskerettighetssituasjonen.

Norges Bank var én av investorene som i oktober 2011 skrev under på «2011 Global Investor Statement on Climate Change» (se boks 4.7).

Norges Bank deltar i organiserte investornettverk som for eksempel International Corporate

Governance Network (ICGN) og Principles for Responsible Investment (PRI). For å styrke sitt arbeid i Asia har banken inngått en sponsoravtale med Asian Corporate Governance Association (ACGA). ACGA arbeider med investorer, selskaper og regulerende myndigheter for å forbedre selskapsstyring i Asia. Banken har videre fornyet en treårig avtale som hovedsponsor for CDP Water Disclosure.

Bransjeinitiativ

Norges Banks eierskapsarbeid gjennomføres også innenfor rammen av ulike bransjeinitiativ. Banken søker på denne måten å etablere dialog mellom selskaper innen samme sektor.

Siden 2008 har Norges Bank, sammen med det nederlandske fondet APG, konsentrert seg spesielt om å følge barnearbeid i kakaoproduksjon. Banken avsluttet i 2011 sin dialog med selskapene på dette området. Den mente da at aktørene i bransjen selv har gjort framskritt på flere områder. Blant annet ble et bransjeinitiativ, med en handlingsplan for å bekjempe barnearbeid i kakaoproduksjonen i Vest-Afrika, lansert høsten 2010. Gjennom et samarbeid med myndighetene i Ghana og Elfenbenskysten og det amerikanske arbeidsdepartementet har selskapene forpliktet seg til å redusere de verste former for barnearbeid i kakaoproduksjonen i disse landene med 70 pst. innen 2020. I oktober 2011 ble den første rapporten om arbeidet publisert. Bransjeinitiativet har også inngått et samarbeid med International Labour Organization (ILO) for å bekjempe barnearbeid i kakaoproduksjonen i Vest-Afrika. Norges Bank vil fortsette å følge utviklingen og selskapene i bransjen for å påse at handlingsplanen gir konkrete resultater.

Norges Bank har over en lengre periode også arbeidet med et bransjesamarbeid om å motvirke uheldig barnearbeid i frøproduksjon i India. Det har vært tegn til bedring de siste årene. Banken fortsatte likevel dialogen med aktuelle selskaper i 2011.

Bedring av markedsstandarder

Ved å få myndigheter og andre standardsettere til å høyne kravene til selskapsstyring, kan aksjonærene lettere holde styret og ledelsen ansvarlig for sine beslutninger og styrke beskyttelsen av aksjonærenes rettigheter.

Banken avga som investor høringsuttalelse til EU-kommisjonens dokument om eierstyring og selskapsledelse i selskaper i Europa. Banken

Boks 4.8 Alternative styrekandidater

I 2010 fastsatte det amerikanske verdipapirtilsynet (SEC) en ny regel som ville legge bedre til rette for at aksjonærer kan fremme alternative styrekandidater. SEC oppfylte dermed et krav i Dodd-Frank-loven som etterfulgte finanskrisen. Etter den nye regelen ville selskapet bli forpliktet til å informere om de alternative styrekandidatene i innkallingen til generalforsamling (regelen omtales i USA som «proxy access»-regelen). I de fleste land utenom USA er slike ordninger hjemlet i selskapslovgivningen. Alternativet for aksjonærer i amerikanske selskaper er i dag å skrive til tilstrekkelig mange aksjonærer og anmode dem om å stemme på alternative kandidater. Denne prosessen, som i USA kalles «proxy fight», er meget kostbar og konfliktskapende.

SECs såkalte proxy access-regel ble imidlertid utfordret i retten av interesseorganisasjoner for det amerikanske næringslivet, og ble kjent ugyldig. Sammen med en gruppe europeiske og amerikanske investorer skrev banken på nytt til SEC etter rettskjennelsen for å uttrykke sin bekymring for den videre prosessen. Det ble gitt støtte til at SEC viderefører arbeidet med å få innført en slik føderal regel. Rettskjennelsen åpnet opp for at aksjonærer kan søke vedtektsendringer i enkeltselskaper som gjør det mulig for aksjonærer å fremme alternative styrekandidater.

Norges Bank besluttet å fremme aksjonærforslag i seks amerikanske selskaper. Forslagene innebærer vedtektsendringer som sikrer aksjonærer retten til å fremme alternative styrekandidater på innkallingen til generalforsamling. Forslagene er fremmet i 2011, og kommer først opp til avstemming i 2012.

framhevet blant annet at det er aksjonærenes ansvar å overvåke selskapsstyrene og deres aktiviteter og at en mer åpen, standardisert og gjennomførbar europeisk regulering ville lette dette arbeidet. Banken mente det var nødvendig med mer informasjon om styremedlemmenes kvalifikasjoner. Videre etterlyste banken et system som i større grad kan bedømme selskapene opp mot standarder for eierstyring og selskapsledelse. Bankens høringsuttalelser er tilgjengelige på nett-

sidene til Norges Bank Investment Management (www.nbim.no).

Norges Bank kan fremme vedtektsforslag i enkeltelskaper dersom lovgivningen ikke gir tilstrekkelig beskyttelse av aksjonærenes interesser. I det amerikanske markedet har denne framgangsmåten vært benyttet av investorer for å endre faktiske markedsstandarder. Et eksempel er å innføre krav til kvalifisert flertall ved styrevalg. Norges Bank fremmet i 2011 vedtektsforslag som skal lette adgangen til å fremme forslag til alternative styremedlemmer i USA, jf. omtale i boks 4.8.

Norges Bank er også i dialog med aktører som setter standarder i finansmarkedene. Gjennom dette søker banken å styrke og harmonisere internasjonale standarder for håndtering og rapportering av risiko for miljø og samfunn. I januar 2011 deltok banken i en høring i regi av EU-kommisjonen om mulige endringer i reguleringene av selskapers rapportering av ikke-finansiell informasjon. Norges Bank støtter forslag om at børsnoterte selskaper skal rapportere om ikke-finansiell informasjon som er relevant for selskapets virksomhet.

Banken deltok også i første høringsrunde i Global Reporting Initiative (GRI) sin revidering av retningslinjene for rapportering om bærekraft. Norges Bank oppfordret til å utvikle et rapporteringssystem for miljø- og samfunnsmessige forhold som gjør det mulig å måle og sammenlikne selskaper. Banken fremmet dette synet også i en høringsuttalelse til organisasjonen International Integrated Reporting Committee (IIRC). IIRC utvikler et nytt internasjonalt rapporteringsrammeverk som skal integrere slik rapportering. I et brev argumenterte Norges Bank sammen med investorene APG og CalPERS for et rammeverk som oppfordrer selskaper til å forklare hvordan miljø- og samfunnsmessige risikofaktorer er relevante for selskapets økonomiske resultater og framtidige verdiskaping.

Kommunikasjon og forventningsdokumenter

Norges Banks eierskapsutøvelse er langsiktig og prinsippbasert. Som investor formulerer banken forventninger innenfor de ulike satsingsområdene for eierskapsutøvelsen. De publiserte forventningsdokumentene gjør kommunikasjon med selskaper og andre interessenter lettere.

Forventningsdokumenter om selskapers håndtering av klimaendringer, om barnearbeid og om vannforvaltning er publisert tidligere. Banken vil også legge fram tre nye forventningsdokumenter som beskriver bankens øvrige satsingsområder. Likebehandling av aksjonærer og ansvarlig-

gjøring av styret er omhandlet i bankens prinsipper for selskapsstyring og retningslinjer for stemmegivning, og vil bli utdypet i to av disse forventningsdokumentene. Videre utarbeider Norges Bank et forventningsdokument om satsingsområdet velfungerende, legitime og effektive markeder. Banken tar sikte på å ferdigstille dokumentet etter en høring med utvalgte interessenter, og deretter offentliggjøre det. Selskapers åpenhet og rapportering er et av temaene som vil bli beskrevet i dette dokumentet.

Siden selskapers åpenhet og rapportering generelt er viktig for SPU som et stort internasjonalt fond, er temaet dekket i flere sentrale dokumenter for eierskapsarbeidet i Norges Bank. Det er dekket både i bankens prinsipper for selskapsstyring og retningslinjer for stemmegivning og i de eksisterende forventningsdokumentene.

Forventningsdokumentene er sentrale i strategien for bankens eierskapsarbeid, men andre typer kommunikasjon benyttes også. I 2011 arrangerte Norges Bank et seminar om fordelene ved at selskaper rapporterer om risiko for liten tilgang på og forurensning av vann. Seminaret ble arrangert som en del av World Water Week i Stockholm. På Verdens dag mot barnearbeid 12. juni 2011 offentliggjorde Norges Bank for første gang navnene på selskapene som fikk toppkarakter for rapportering om risiko for barnearbeid og brudd på barns rettigheter i sin virksomhet og leverandørkjede. Ved å oppgi navnene på selskapene med høyest poengsum ønsker banken å fremme gode rapporteringsstandarder på dette området. Banken publiserte også statusrapporter for satsingsområdene klimaendringer og vannforvaltning i 2011. Banken vurderte i hvilken grad selskaper rapporterte om sin håndtering av risiko knyttet til disse områdene.

4.4.3 Arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis og eierskapsarbeid i SPN

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet som bygger på Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (NUES) og FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI), samt OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse.

Folketrygdfondet har tidligere hatt ett sett prinsipper for eierskapsutøvelse og ett sett etiske prinsipper. For bedre å gjenspeile helheten i arbeidet har styret i 2011 erstattet disse med et samlet sett av prinsipper for Folketrygdfondets investeringsvirksomhet.

Det er Folketrygdfondets oppfatning at ansvarlig forvaltningspraksis og eierskapsarbeid kan ivareta langsiktige økonomiske, samfunnsmessige og miljømessige interesser. Viktig ESG-informasjon blir tatt inn i selskapsanalyser og brukt ved investeringsbeslutninger. Det kan også medføre finansiell risiko dersom et selskap ikke følger ansvarlig praksis.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet for SPN

I arbeidet med ansvarlig investeringspraksis har Folketrygdfondet valgt å prioritere temaer som rapportering og kommunikasjon, antikorrupsjon og klimagassutslipp. Fondet antar at det innenfor disse feltene er størst økonomisk risiko for SPNs samlede portefølje. Folketrygdfondet har videre valgt å gå dypere inn i to saksområder som er av betydning for den norske aksjeporteføljen. Det gjelder spørsmål om bærekraft i oppdrettsnæringen og ukonvensjonell olje- og gassutvinning.

Som en finansiell investor engasjerer Folketrygdet seg også i eierspørsmål som styresammensetning, avlønning, rapportering og kommunikasjon, verdier og styringsprinsipper og kapitalstruktur og strategi. For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik. Dette innebærer blant annet å vurdere hvorvidt lederlønnordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert selskapsledelse. Folketrygdfondet ser også på eventuelle opsjonsordninger og hva disse fører til av overføring av verdier fra aksjonærene til ledelsen i selskapene.

Virkemidler i eierskapsarbeidet og stemmegivning

Aktiv deltakelse på selskapenes generalforsamlinger, basert på Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet, er en viktig del av eierskapsarbeidet.

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter. Fondet legger normalt fram sin eierskapsrapport om høsten. Rapporten redegjør for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har gjennomført for å ivareta sine eierinteresser. Den omfatter blant annet særskilt omtale av enkelte saker som er behandlet på generalforsamlingene, aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskapene og antall og type verv ansatte i Folketrygdfondet innehar.

Folketrygdfondet har i løpet av 2011 avgitt stemmer på generalforsamlingene til samtlige selskaper der Folketrygdfondet eide aksjer på tidspunktet for generalforsamling. Det innebærer at

Folketrygdfondet har stemt på 60 generalforsamlinger avholdt av selskaper notert på Oslo Børs. Folketrygdfondet har i tolv saker og på generalforsamlingene til syv forskjellige selskaper stemt mot styrets forslag. Forslagene var i saker om lederlønnserklæringen og tilhørende emisjonsfullmakt til opsjonsprogram (Algeta, Noreco, Atea og RCCL), generelle, meget omfattende, emisjonsfullmakter (Norwegian Property, Axis-Shield) og styrehonorar med opsjoner (Algeta). Det er avgitt stemmeforklaringer for stemmegivningen som er tilgjengelig på www.ftf.no. Folketrygdfondet har avgitt stemmer på til sammen 116 generalforsamlinger, samtlige ved fullmakt med stemmeinstruks, i nordiske selskaper.

Prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet i forvaltningen

Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet gjelder for alle fondets investeringer. Det benyttes imidlertid ulike metoder for å følge opp prinsippene i de ulike delporteføljene.

I forvaltningen av den norske aksjeporteføljen er eierskapsutøvelse og dialog med selskaper viktige virkemidler. Dette innebærer blant annet at Folketrygdfondet tar opp aktuelle ESG-problemstillinger med selskapenes ledelse slik at selskapene skal få mulighet til å rette opp uakseptable forhold. Dersom selskapene etter slike samtaler ikke iverksetter tiltak, kan det være aktuelt for Folketrygdfondet å ta opp saken på generalforsamling. Skulle heller ikke det føre fram, må Folketrygdfondet til slutt vurdere salg av aksjer i selskapet. Folketrygdfondet forholder seg også til ESG-problemstillinger i selskaper som har utstedt obligasjoner som er i porteføljen. Dersom det er avdekket et brudd på Folketrygdfondets investeringsprinsipper, vil aktuelle tiltak bli vurdert og iverksatt. For selskaper som Folketrygdfondet har både aksje- og obligasjonsplasseringer i, vil eventuelle tiltak få betydning for begge plasseringsformene.

For investeringer i nordiske aksjer eller obligasjoner utstedt av nordiske selskaper, følger Folketrygdfondet departementets beslutning om å utelukke selskaper basert på tilråding fra Etikkrådet for SPU. Dette betyr at dersom Finansdepartementet beslutter at det er selskaper Statens pensjonsfond utland ikke skal investere i, trekkes disse verdipapirene også ut av Folketrygdfondets investeringsunivers. For øvrig stemmes det på generalforsamling ved hjelp av fullmakt med stemmeinstruks.

Informasjonsinnhenting og selskapsanalyse

Folketrygdfondet overvåker kontinuerlig selskapene i de norske aksje- og renteporteføljene gjennom søk i elektroniske redaksjonelle kilder verden over. Søkene er systematisert, og Folketrygdfondet får melding dersom selskaper i porteføljen knyttes til sentrale spørsmål om samfunnsansvar. Hensikten er å følge med på om selskapene etterlever sine egne retningslinjer og ikke opptrer i strid med internasjonale konvensjoner og anerkjente normer for ansvarlig drift.

Siden 2009 har Folketrygdfondet økt ressursbruken på arbeidet med ansvarlige investeringer, særlig knyttet til analyse av ESG-problemstillinger. Analysene utgjør et godt grunnlag for oppfølging av enkeltsekskapers arbeid med selskapsstyring og miljø- og samfunnsmessige forhold som kan ha betydning for verdiskapingen på lang sikt.

For hvert av selskapene i den norske aksjeporteføljen er det utarbeidet en ESG-analyse av en analytiker med kompetanse på dette. Det vurderes om selskapet har nedfelt retningslinjer for håndtering av ulike ESG-spørsmål, hvordan disse retningslinjene er iverksatt og om selskapet rapporterer om etterlevelsen av retningslinjene. Det inngår også i analysen om selskapet følger internasjonalt anerkjente prinsipper for samfunnsansvar som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

ESG-analysen er gjort tilgjengelig for Folketrygdfondets aksjeforvaltere, slik at informasjonen blir en integrert del av den finansielle vurderingen av de enkelte selskapene. I forkant av møter med selskapene er ESG-analysen oppdatert av analytikeren og eventuelle nye ESG-spørsmål er gjennomgått med aksjeforvalterne. Analysen blir deretter brukt som grunnlag for diskusjon om konkrete ESG-problemstillinger i møter med ledelsen i selskapene.

Oppfølging av enkeltsekskaper

Når Folketrygdfondet gjør et selskap oppmerksom på et ESG-relatert problem, forventes det at selskapet redegjør for hvordan det forholder seg til problemet og, om nødvendig, iverksetter tiltak. Det legges vekt på å følge opp hvert enkelt tilfelle inntil problemet er tilfredsstillende håndtert.

Folketrygdfondet legger vekt på å ha en konstruktiv og god dialog med selskapene om eier-spørsmål og samfunnsansvar. Erfaring har vist at denne type dialog kan ha flere former.

Proaktiv dialog skjer før, eller uten at, eventuelle brudd på anerkjente normer for ansvarlig drift

har oppstått. Her er oppmerksomheten rettet mot områder der selskapet kan gjøre forbedringer. Denne type dialog har ofte et langt tidsforløp og stort behov for oppfølging.

Reaktiv dialog skjer eksempelvis dersom det oppstår spørsmål om hvorvidt et selskap gjennomfører aktiviteter som er i strid med ansvarlig drift. Dette er ofte utløst av en bestemt hendelse med tilhørende mediedekning. Reaktiv dialog skjer ofte raskt når spørsmål har oppstått. I de fleste tilfeller må selskapet da iverksette umiddelbare tiltak for å klargjøre fakta rundt saken og løse eventuelle problemer.

Det siste året har Folketrygdfondet vært engasjert i begge typer dialog med flere selskaper om blant annet anti-korrupsjonsarbeid, arbeidstakerrettigheter, miljørapportering, klimagassutslipp og andre miljømessige problemstillinger. I hvert av disse tilfellene har Folketrygdfondet bedt om redegjørelse fra det aktuelle selskapet. I noen tilfeller har Folketrygdfondet stilt krav til tiltak. Dialogene med selskapene dokumenteres for å sikre framtidig oppfølging.

Bransjesamarbeid og samarbeid med andre investorer

Folketrygdfondet har i 2011 økt sin deltakelse i eksterne initiativer, konferanser og seminarer knyttet til ansvarlige investeringer både i Norge og internasjonalt. Det gir muligheten til å utveksle informasjon og erfaringer om ansvarlig investeringspraksis med andre aktører. Folketrygdfondet vurderer samarbeid med andre investorer som et viktig verktøy i ansvarlig forvaltningspraksis. Fondet har derfor deltatt i flere samarbeidsprosjekter med andre investorer og organisasjoner i 2011.

Folketrygdfondet deltok også i 2011 i Carbon Disclosure Project (CDP). CDP utarbeider en årlig spørreundersøkelse om klimagassutslipp. Spørsmålene sendes til børsnoterte selskaper på vegne av de deltakende investorene. Selskapenes svar er gjort tilgjengelig på CDPs nettsted. Folketrygdfondet innarbeider informasjonen CDP har samlet fra norske selskaper i de selskaps-spesifikke ESG-analysene som danner grunnlaget for dialogen med selskapene. Folketrygdfondet mener at CDP er nyttig og vil støtte prosjektet også i 2012.

Folketrygdfondet sluttet seg til FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI) i 2008 (se boks 4.5). FNs seks prinsipper tar utgangspunkt i at en ansvarlig eier og investor skal integrere ESG-temaer i forvaltningen. Hvert år blir alle deltakende investorer bedt om å rapportere. Departementet og Folketrygdfondet har i 2011 avgitt rapport for andre gang på vegne av SPN.

Siden 2008 har Folketrygdfondet deltatt i prosjektet Bærekraftig Verdiskaping. Dette er et samarbeidsprosjekt som Norges største institusjonelle investorer har lansert for å påvirke norske, børsnoterte selskaper til en bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping. På vegne av deltakende investorer ble det gjennom prosjektet sendt ut spørsmål om håndtering av konkrete ESG-temaer til alle selskaper som inngikk i Oslo Børs hovedindeks i 2008 og 2009. Det var ingen ny aktivitet knyttet til samarbeidsprosjektet i 2011. Folketrygdfondet mener at prosjektet har bidratt til å sette i gang positive prosesser i selskapene. Den informasjonen som innhentes bør imidlertid bli mer tilgjengelig.

4.4.4 Arbeidet med observasjon og utelukkelse av selskaper

Etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utlands investeringsunivers skal selskaper utelukkes dersom de produserer visse produkter, selger våpen til bestemte stater eller medvirker til eller selv er ansvarlig for grovt uetisk aktivitet. Finansdepartementet har utelukket 55 selskaper basert på råd fra Etikkrådet. Videre har departementet satt to selskaper til observasjon i medhold av de samme retningslinjene. Kriteriene for produktbasert og atferdsbasert utelukkelse, samt selskapene som er utelukket eller satt til observasjon på grunnlag av disse kriteriene, er gjengitt i tabell 4.7, 4.8 og 4.9.

Etikkrådet vurderer rutinemessig om grunnlaget for å utelukke et selskap fortsatt er til stede. Rådet kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet å oppheve en tidligere beslutning om utelukkelse. Siden de tidligere etiske retningslinjene ble etablert, er fem selskaper tatt inn igjen i SPUs investeringsunivers fordi grunnlaget for utelukkelse ikke lenger var til stede.

Siden forrige melding til Stortinget om forvaltningen av fondet er fire tilrådinger blitt offentliggjort. I tilrådingene anbefalte Etikkrådet å utelukke fem selskaper fra fondet. Departementet utelukket tre selskaper, satte ett selskap til observasjon, mens ett selskap verken ble utelukket eller satt til observasjon.

Produktbasert utelukkelse

Retningslinjene fastslår at fondets midler ikke skal investeres i selskaper som selv eller gjennom enheter det kontrollerer:

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper,
- produserer tobakk eller
- selger våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsunntak omtalt i mandatet for forvaltningen av SPU § 3-7 tiende ledd. Per i dag gjelder det Myanmar (Burma).

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 ble det gitt en uttømmende liste over våpen som inngår i de produktbaserte utelukkelseskriteriene: kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen. Fondet skal ikke investeres i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen.

Kriteriet for å utelukke selskaper som produserer tobakk er begrenset til selve tobakksproduktet og omfatter ikke tilhørende produkter som filter og smakstilsetninger eller salg av tobakksprodukter. Alle selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, dyrker tobakksplanter eller bearbeider tobakk fram til sluttproduktet, skal utelukkes uavhengig av om tobakksproduksjonen utgjør en stor eller en liten del av selskaps virksomhet.

Samlet sett har departementet utelukket 38 selskaper fra fondet på grunnlag av de produktbaserte kriteriene. Av disse er 18 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. 19 selskaper produserer tobakk og ett selskap har solgt militært materiell til Myanmar (Burma).

Atferdsbasert utelukkelse

Et selskap skal utelukkes fra fondet dersom det medvirker til eller selv er ansvarlig for:

- grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnarbeid og annen utbytting av barn,
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner,
- alvorlig miljøskade,
- grov korrupsjon, eller
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

I alt er 17 selskaper utelukket fra SPU etter disse kriteriene. To av selskapene er utelukket på

Tabell 4.7 Oversikt over selskaper som er utelukket på grunn av produksjon

Produkt	Dato	Selskap
Antipersonell landminer	26. april 2002	Singapore Technologies Engineering
Klasevåpen	31. august 2005	Alliant Techsystems Inc, General Dynamics Corporation, Lockheed Martin Corp., Raytheon Co.
	30. november 2009	Poongsan Corporation New
	31. desember 2007	Hanwha Corporation
	31. desember 2008	Textron Inc.
Kjernevåpen	31. desember 2005	BAE Systems Plc, Boeing Co., EADS Co, EADS Finance BV, Finmeccanica Sp. A., Honeywell International Corp., Northrop Grumman Corp., Safran SA.
	31. desember 2007	Gen Corp. Inc. Serco Group Plc.
Salg av våpen og militært materiell til Myanmar	28. februar 2009	Dongfeng Motor Group Co Ltd.
Produksjon av tobakk	31. desember 2009	Alliance One International Inc., Altria Group Inc., British American Tobacco BHD, British American Tobacco Plc., Gudang Garam tbk pt., Imperial Tobacco Group Plc., ITC Ltd., Japan Tobacco Inc., KT&G Corp, Lorillard Inc., Philip Morris International Inc., Philip Morris Cr AS., Reynolds American Inc., Souza Cruz SA, Swedish Match AB, Universal Corp VA og Vector Group Ltd.
	28. februar 2011	Shanghai Industrial Holdings Ltd
	31. juli 2011	Grupo Carso SAB de CV

Kilde: Finansdepartementet.

grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, ti selskaper er utelukket fordi de anses å forårsake grov miljøskade,⁸ tre selskaper er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, og to er utelukket på grunnlag av alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner.

To selskaper er satt til observasjon, begge under kriteriet grov korrupsjon. I observasjonsperioden følger Etikkrådet blant annet med på hvordan selskapene utvikler sine systemer for å hindre korrupsjon, hvordan selskapene håndterer etterforskning av korrupsjonshendelser som ligger til-

bake i tid, og om det dukker opp påstander om nye tilfeller av korrupsjon. Etikkrådet informerer årlig departementet i et eget brev om status for de observerte selskapene og vil avgi ny tilråding etter at observasjonsperioden er sluttført.

Nærmere om Etikkrådets arbeid med produktbasert utelukkelse

En betydelig andel av selskapene som er utelukket fra fondets investeringsmuligheter, er tatt ut fordi de produserer bestemte produkter i strid med retningslinjene. For å fange opp selskaper som har slik produksjon, benytter Etikkrådet et eksternt konsulentfirma som løpende overvåker fondets portefølje og selskapene som er utelukket fra fondet. Hvert kvartal rapporterer konsulenten

⁸ Ett av disse selskapene er utelukket både på grunnlag av miljø- og menneskerettighetskriteriet.

Tabell 4.8 Selskaper som er utelukket basert på atferd

Utelukkelsesgrunn	Dato	Selskap
Medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene	31. mai 2006	Wal-Mart Stores Inc. og Wal-Mart de Mexico SA de CV
Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner	31. juli 2010	Africa Israel Investments Ltd. Danya Cebus
Alvorlig miljøskade	31. mai 2006	Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.
	31. oktober 2007	Vedanta Resources Plc. ¹ , Sterlite Industries Ltd., Madras Aluminium Company
	30. juni 2008	Rio Tinto Ltd. og Rio Tinto Plc.
	30. november 2008	Barrick Gold Corp
	31. oktober 2009	Norilsk Nickel
	31. juli 2010	Samling Global Ltd.
	31. januar 2011	Lingui Developments Berhad
Grove brudd på grunnleggende etiske normer	31. august 2009	Elbit Systems Ltd.
	30. november 2011	FMC Corporation Potash Corporation of Saskatchewan Inc.

¹ Også utelukket på grunn av medvirkning til brudd på menneskerettighetene.

Kilde: Finansdepartementet.

til rådet om selskaper som kan ha virksomhet i strid med kriteriene. Etikkrådet samarbeider i tillegg med andre finansinstitusjoner om et konsulentoppdrag for å kartlegge selskaper som produserer klasevåpen.

Normalt vil Etikkrådet kontakte selskaper hvis det er grunn til å tro at de har produksjon som er i strid med fondets retningslinjer. Hvis selskaper bekrefter rådets opplysninger, avgir rådet en tilråding om å utelukke selskapet. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, blir anbefalt utelukket hvis rådets dokumentasjon viser at selskapene med stor sannsynlighet har produkter som er i strid med utelukkelseskriteriene. Ved å følge denne prosedyren sikter rådet mot å oppnå en rimelig grad av sikkerhet for at selskaper som produserer produkter i strid med kriteriene i ret-

ningslinjene, blir utelukket fra fondet. Det kan likevel ikke garanteres at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av rådets overvåkingssystem.

Nærmere om Etikkrådets arbeid med atferdsbasert utelukkelse

Etikkrådet gjennomfører grundige undersøkelser for å identifisere og vurdere selskaper som medvirker til eller selv er ansvarlige for grove brudd på menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon eller andre særlig grove brudd på etiske normer. For å fange opp selskaper med slik virksomhet benytter rådet blant annet et eksternt konsulentfirma som gjennomfører løpende internettbaserte søk på

Tabell 4.9 Selskaper som er satt til observasjon

Observasjonsgrunn	Dato	Selskap
Grov korrupsjon	6. desember 2011	Alstom SA
	13. mars 2009	Siemens AG

Kilde: Finansdepartementet.

nyhetsoppdrag på seks språk for alle selskapene i porteføljen. Rådet mottar månedlige rapporter fra konsulenten om selskaper som kan ha virksomhet i strid med de atferdsbaserte kriteriene. Siden 2009 har Etikkrådet i tillegg hatt en konsulentavtale om særskilt nyhetssøk på selskaper hjemmehørende i enkelte deler av Asia. I 2011 ble denne avtalen avsluttet fordi sammenfallet mellom denne spesielle overvåkingen og den generelle nyhetsovervåkingen var stort.

Etikkrådet studerer også enkelte problemstillinger eller sektorer der det etter rådets mening er særlig sannsynlig at selskaper har virksomhet i strid med de etiske retningslinjene. Slike sektorstudier starter normalt med at rådet engasjerer en ekspert på området for å kartlegge alle selskaper i porteføljen med en viss type virksomhet og for å samle informasjon om de selskapene som kan ha virksomhet i strid med de etiske retningslinjene. På grunnlag av konsulentrapporten vurderer rådet hvilke selskaper det bør se nærmere på. Det skjer blant annet ut fra omfang og alvor av normbruddene, selskapenes tilknytning til normbruddene og sannsynligheten for framtidige normbrudd. Siden forrige melding til Stortinget har rådet for eksempel startet flere slike sektorstudier på miljøområdet. Studiene dekker enkelte former for oljeproduksjon med store lokale forurensingsproblemer, visse typer gruveaktivitet der avfallshåndtering innebærer særlig risiko, ulovlig hogst og annen særlig ødeleggende hogst, ulovlig fiske og annen særlig ødeleggende fiskeaktivitet, ødeleggende damprosjekter samt virksomhet med omfattende konsekvenser på særlig verdifulle verneområder. På menneskerettighetsområdet har Etikkrådet i flere år fulgt særlig med på infrastrukturprosjekter i Myanmar og naturressursutvinning i særlig urolige områder i Den demokratiske republikken Kongo. Blant sakene som kommer fram gjennom nyhetssøk og sektorstudier, velger rådet ut de tilfellene som synes å være mest alvorlige, for videre undersøkelser. Det legges blant annet vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at atferden vil fortsette og om det er mulig å dokumentere de forholdene som selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på de etiske retningslinjene pågår, og at slike brudd antas å ville fortsette framover.

For å dokumentere påståtte normbrudd benytter Etikkrådet i stor grad konsulentselskaper, forskningsmiljøer og frivillige organisasjoner i det landet

der de påståtte normbruddene finner sted. Slike oppdrag kan omfatte feltarbeid og vurderinger av dokumentasjon. Etikkrådet har siden 2009 hatt en rammeavtale med et konsulentselskap som bistår ved nærmere undersøkelser av selskaper.

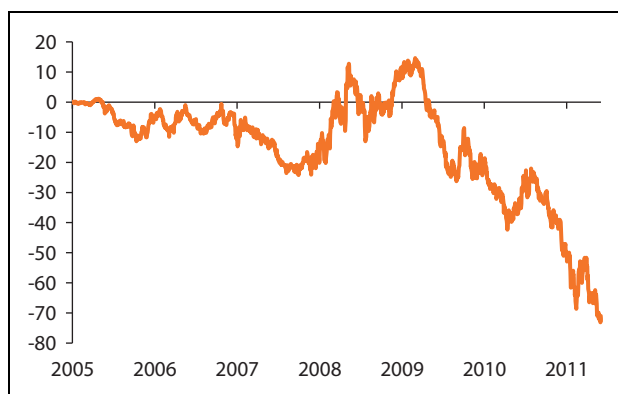
Som følge av revisjonen av retningslinjene for observasjon og utelukkelse i 2009 kontakter Etikkrådet i dag selskaper på et relativt tidlig stadium i utredningen av sakene. Selskapene bes om å besvare spørsmål eller sende rådet konkrete dokumenter. I 2011 kontaktet Etikkrådet nær 30 selskaper, og om lag to tredjedeler av selskapene besvarte henvendelsen. Tidvis ber selskaper om å få møte rådet. I 2011 møtte rådet i underkant av ti selskaper. Etikkrådet legger vekt på informasjon direkte fra selskaper, men avgir også tilrådinger om selskaper som ikke besvarer rådets henvendelser.

Økonomiske konsekvenser av utelukkelsene

I NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden skrev Graver-utvalget at utelukkelse av selskaper fra fondets investeringer kan svekke forholdet mellom fondets avkastning og risiko. Når selskaper ekskluderes fra referanseindeksen i Statens pensjonsfond, får andre selskaper en høyere vekt enn ellers. Ettersom fondets referanseindeks etter dette har en noe annen sammensetning enn den opprinnelige indeksen, vil også avkastning og risiko kunne bli annerledes.

I St.meld. nr. 20 (2008-2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008 skrev departementet at virkningen av utelukkelse vil øke med de utelukkede selskapenes andel av den opprinnelige referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Departementet skrev videre at virkningen vil være større dersom utelukkelsene er konsentrert om delmarkeder som i særlig grad bidrar til å spre risikoen i fondet.

I St.meld. nr. 20 (2008-2009) ble tobakkinvesteringer foreslått utelukket fra SPU. I den forbindelse skrev departementet at tobakkaksjer hadde gitt høyere avkastning enn verdensindeksen i 13 av de siste 15 årene og at det realiserte forholdstallet mellom avkastning og risiko var vesentlig bedre for selskaper som produserer tobakk enn for markedet samlet. Departementet skrev videre at det stabile forbruksmønsteret hos brukere av tobakk kan medføre at verdien av tobakkselskaper i økonomiske nedgangsperioder vil være lite utsatt for endringer i folks forbruksmønster. Departementet konstaterte derfor at utelukkelse av tobakksektoren kunne bety at en utelukker en sektor som kan virke dempende på SPUs tap i



Figur 4.40 Redusert avkastning for aksjeporteføljen 2005 til 2011 grunnet utelukkelse. Basispunkter

Kilde: Norges Bank.

perioder med fall i verdens aksjemarkeder. Nye analyser gjennomført av Norges Bank synes å gjenspeile dette, se figur 4.40.

Norges Bank har sammenliknet avkastningen til en global aksjeportefølje med og uten de utelukkelsene som er gjennomført i SPU i perioden fra august 2005 til november 2011. Forskjellen i avkastning i denne perioden utgjør om lag 10,6 mrd. kroner. Avkastningsforskjellen har variert og har i kortere perioder vist en høyere avkastning med utelukkelse enn uten. Siden slutten av 2009 har utelukkelsene redusert avkastningen. Mindreavkastningen som følge av utelukkelse er på linje med de samlede forvaltningskostnadene i fondet siden 2005.

Det er særlig utelukkelsene av selskaper som produserer tobakk som har bidratt til å redusere fondets avkastning i perioden, jf. tabell 4.10. Utenom det, er forskjellen i avkastning i perioden om lag 1 mrd. kroner.

Tabell 4.10 De fem største sektorvise bidragene til endret avkastning grunnet utelukkelse av aksjer, 2005 – 2011. Mill. kroner og basispunkter

Sektor	Bidrag i mill. kroner	Bidrag i basispunkter
Tobakk	- 9 591	- 64,1
Gruvedrift	2 774	18,5
Konsum	- 1 869	- 12,5
Luftfart og forsvar	- 839	- 5,6
Generell industri	- 400	- 2,7

Kilde: Norges Bank.

Analysene det ble vist til i St. meld. nr. 20 (2008-2009), kunne ikke påvise noen vesentlig faktisk forskjell i avkastning eller risiko som følge av uttrekk. Ser en på effekten av utelukkelsene på aksjeporteføljens risiko- og avkastningsegenskaper, viser Norges Banks analyse at porteføljen uten utelukkelse ville gitt en årlig avkastning i perioden 2005-2011 på 1,41 pst. med en risiko (volatilitet) på 17 pst. Porteføljen med utelukkelse gir en årlig avkastning på 1,31 pst. med en risiko på 17 pst. I perioden 2005-2011 har faktisk avkastning dermed vært noe lavere og faktisk risiko om lag uendret som følge av utelukkelsene. Historisk avkastning og risiko gir ikke nødvendigvis et godt estimat på utviklingen framover. Utelukkelsene fra fondet er etiske motiver, ikke finansielt. For en investor med langsiktig perspektiv vil det kunne være sammenfall mellom det som er i investorens finansielle interesse og det som følger av å ta etiske hensyn, men ikke nødvendigvis. Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling både i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand og anvender virkemidlene som finansiell investor til å bidra til en slik utvikling.

4.4.5 Departementets vurderinger

Det er departementets vurdering at Norges Bank, Folketrygdfondet og Etikkrådet forvalter sine mandater knyttet til ansvarlig investeringspraksis på en tilfredsstillende måte. Departementet merker seg at arbeidet utvikles og at det kan se ut til at arbeidet knyttes stadig nærmere det sentrale målet for sparingen i Statens pensjonsfond som er god langsiktig finansiell avkastning.

Eierskapsarbeidet er et sentralt virkemiddel i ansvarlig investeringspraksis for Statens pensjonsfond. I takt med den internasjonale utviklingen på området har både Norges Bank og Folketrygdfondet utvidet eierskapsarbeidet, og sørget for samspill mellom eierskapsarbeidet og forvaltningen. Samarbeid med andre investorer og deltakelse i internasjonale fora eller forskningsprosjekter gir kunnskap. Fondet kan da videreutvikle egne strategier og bidra til beste praksis internasjonalt.

Utelukkelse av selskaper er et virkemiddel forbeholdt særlige tilfeller. Etikkrådet overvåker porteføljen basert på retningslinjer fra departementet, men en kan ikke garantere at alle selskaper som til enhver tid kan tenkes å bryte med retningslinjene, er utelukket fra fondet. En kan også komme i skade for å utelukke selskaper på sviktende grunnlag.

Retningslinjene for utelukkelse og observasjon gjelder for både Etikkrådet, Norges Bank og departementets arbeid. Arbeidet med utelukkelse og observasjon involverer tre ulike aktører. Dette kan gi visse operasjonelle utfordringer. Det kan blant annet være krevende å sørge for god flyt av informasjon mellom aktørene, og i noen tilfeller kan saksbehandlingstiden bli lang.

En kan ikke utelukke at det skjer endringer i selskapers atferd eller produksjon i tiden etter at en tilråding er avgitt til Finansdepartementet, men før utelukkelsen kunngjøres. Informasjon om slike endringer kan være krevende å fange opp. I ett tilfelle i 2011 hevdet et utelukket selskap (FMC) at forholdet som dannet grunnlaget for utelukkelse, kjøp av fosfat fra Vest-Sahara, var opphørt på det tidspunktet utelukkelsen ble kunngjort. Etikkrådet innledet straks dialog med selskapet for å bringe faktum på det rene. Per 22. mars 2012 har selskapet ikke kommet med ny informasjon i saken. Etikkrådet har utarbeidet nye rutiner for overvåking av selskaper hvor tilråding er avgitt for å oppdage eventuell ny informasjon som er vesentlig for tilrådingen og som i så fall meddeles departementet. Departementet har også gått gjennom og endret sine rutiner. Likevel

utgjør dagens system en kilde til operasjonell risiko, og det kan ikke utelukkes at det vil kunne forekomme at nedsalg gjøres for forhold som er avsluttet på nedsalgstidspunktet. Dette vil kunne påføre det berørte selskapet ufortjent omdømme-skade. Linjen med stor åpenhet om departementets beslutning og lange og detaljerte tilrådingen vil i slike tilfeller kunne virke uheldig for selskapene.

Dette er følger av dagens system og organisering av arbeidet med utelukkelse og observasjon som det er viktig å være oppmerksom på.

Departementet vil arbeide videre med strategien for ansvarlig investeringspraksis for Statens pensjonsfond. Målet er at strategien skal være med å definere beste praksis på området. Det vil blant annet være naturlig å se nærmere på hvilke tilnærminger som gir mest mening å følge for en investor med SPUs særlige kjennetegn, dvs. svært stor, langsiktig og med bred risikospredning. Tiltak og initiativer rettet inn mot å bedre markedspraksis hos brede segmenter av selskaper, kan være spesielt egnet for å bidra til mer bærekraftige løsninger og velfungerende og legitime markedsforhold på sikt.

5 Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond

5.1 Innledning

Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av fondet. Den operasjonelle forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN) ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet. Departementet har fastsatt bestemmelser om Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning i egne mandater. Mandatene beskriver de overordnede investeringsrammene for de to fondene og stiller krav til risikostyring, rapportering og ansvarlig investeringspraksis.

I Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 ble det gjort rede for styringsmodellen for forvaltningen av fondet. Den innebærer at Stortinget, gjennom behandlingen av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond, tar stilling til viktige sider ved forvaltningen av fondet. Stortingets merknader til meldingen danner grunnlag for de rammer og bestemmelser som departementet har nedfelt i mandatene for SPU og SPN. Mandatene er rammepregede og prinsippbaserte. De overordnede investeringsrammene og bestemmelsene om styring og måling av risiko må fylles ut med mer detaljerte rammer og regler på de ulike beslutningsnivåene nedover i styringskjeden. Modellen innebærer således samlet sett en svært detaljert regulering av forvaltningen av Statens pensjonsfond, jf. figur 5.1 som viser hierarkiet av styringsdokumenter for forvaltningen av SPU.

Det samlede rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond er tilgjengelig på departe-

mentets internettsider (www.regjeringen.no/spf), mens utfyllende regler om forvaltningen fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og styret i Folketrygdfondet er tilgjengelig på forvalternes internettsider (www.nbim.no og www.ftf.no).

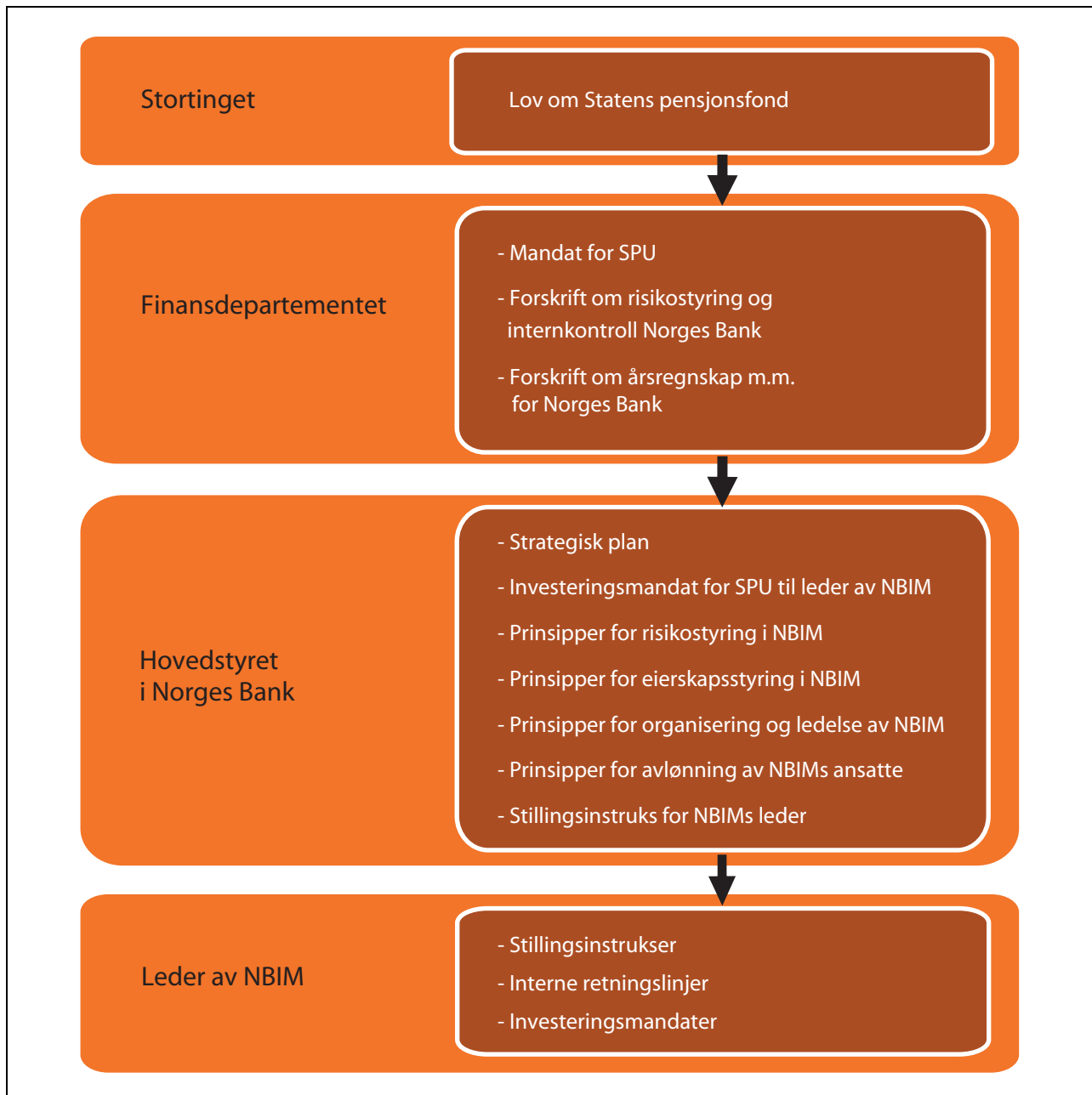
5.2 Nye regnskapsregler for Folketrygdfondet

Departementet fastsatte 8. desember 2011 ny regnskapsforskrift for Folketrygdfondet. Forskriften trådte i kraft 1. januar 2012 med virkning for regnskapsåret som begynner etter 31. desember 2011. Forskriften innebærer at Folketrygdfondet:

- får plikt til å utarbeide årsregnskap og årsberetning på grunnlag av internasjonale regnskapsregler (IFRS).
- årsregnskap skal omfatte regnskapsrapportering for SPN.
- skal utarbeide kvartalsregnskap som minst omfatter kvartalsvis regnskapsrapportering for SPN. Kvartalsregnskapet skal undertegnes av styrets medlemmer og være gjenstand for forenklet revisorkontroll.

Regnskapsforskriftens utforming og innhold er i tråd med forskriften om årsregnskap m.m. som ble fastsatt for Norges Bank 1. januar 2011.

Formålet med de nye regnskapsreglene er å videreutvikle rammeverket for Folketrygdfondet med sikte på at det er i tråd med anerkjente standarder og ledende praksis.



Figur 5.1 Hierarkiet av styringsdokumenter for forvaltningen av SPU

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank.

Del II
Temaartikkel

6 Avkastningen i aksjemarkedet

6.1 Innledning

Den strategiske referanseindeksen til Statens pensjonsfond utland (SPU) består av 60 pst. aksjer. Utviklingen i aksjemarkedet har derfor stor betydning for fondets samlede avkastning. Fra de første aksjeinvesteringene i SPU i 1998 og fram til og med 2011 har den årlige avkastningen av fondets referanseindeks for aksjer vært 3,5 pst. Fratrasket generell prisstigning på 1,9 pst. i perioden, har aksjeindeksen gitt en årlig realavkastning på 1,6 pst. Det er betydelig lavere enn den gjennomsnittlige realavkastningen i aksjemarkedet de siste 100 årene. I dette kapitlet analyseres de viktigste årsakene til den lave aksjeavkastningen siden 1998. Analysen ser på utviklingen i selskapenes resultater, utbetaling av utbytte til aksjonærene og endringer i selskapenes verdsettelse i perioden.

En aksje gir investoren en rett til en del av selskapets framtidige overskudd. Overskuddet kan utbetales direkte til aksjonærene i form av utbytte eller reinvesteres i form av ny kapital i virksomheten. Utbetaling av utbytte gir umiddelbar avkastning til aksjonærene. Nye investeringer legger et grunnlag for høyere overskudd i framtiden. Det er derfor vanlig å vurdere prisen på en aksje ut fra nivået på selskapets overskudd. Avkastningen av en aksjeinvestering kan deles i tre kilder:

- utbetalt utbytte per aksje,
- veksten i selskapets overskudd per aksje og
- endringen i verdsettelsen, dvs. forholdet mellom prisen på aksjen og selskapets overskudd per aksje.

Historisk har utbetalt utbytte og vekst i selskapenes overskudd vært de viktigste kildene til aksjeavkastning over tid. En studie av det amerikanske aksjemarkedet i perioden 1926-2005 viser for eksempel at av en samlet realavkastning på 6,9 pst. kom 4,1 prosentenheter fra utbetalte utbytter, 1,9 prosentenheter fra realvekst i selskapenes overskudd og bare 0,7 prosentenheter fra endringer i verdsettelsen.¹ En tilsvarende ana-

lyse av det globale aksjemarkedet for perioden 1998–2011 kan gi nyttig innsikt i hvordan denne perioden skiller seg fra de langsiktige trendene i aksjemarkedet. Analysen nedenfor viser at i denne perioden var lønnsomheten hos de børsnoterte selskapene god og veksten i overskuddet per aksje høy. Investorenes verdsettelse av aksjemarkedet falt imidlertid markert gjennom perioden og forklarer i stor grad den svake avkastningen.

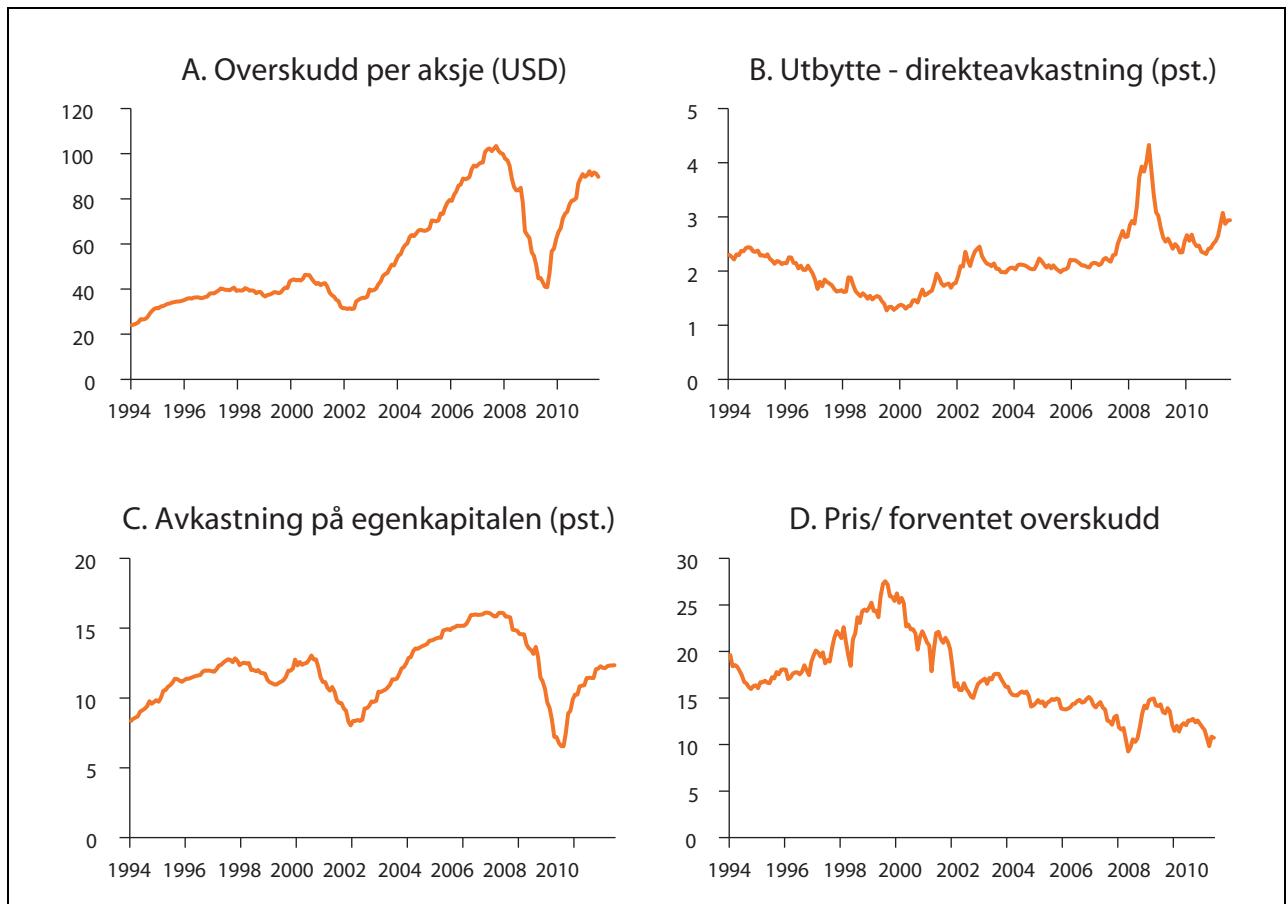
6.2 Avkastningen siden 1998

Figur 6.1A viser utviklingen i overskuddet per aksje for selskapene som inngår i aksjemarkedsindeksen MSCI All Country World Index (ACWI). Dette er en indeks som gjenspeiler det globale aksjemarkedet. Overskuddet per aksje har vokst med 6 pst. per år siden 1998, og var mer enn dobbelt så høyt ved utgangen av 2011 som i 1998. Justert for generell prisstigning har realveksten i gjennomsnitt vært 3,6 pst. per år. Dette er høyere enn det historiske gjennomsnittet i det amerikanske aksjemarkedet på 1,9 pst. Størrelsen på overskuddet har imidlertid variert betydelig over tid. Tidsperioden som benyttes kan derfor ha stor betydning for den beregnende veksten i overskuddet.

Figur 6.1B viser utviklingen i utbetalt utbytte fra selskapene i indeksen, målt som andel av selskapenes markedsverdi. Figuren viser at aksjonærene i gjennomsnitt har mottatt utbytte tilsvarende 2,2 pst. av markedsverdien til aksjene. Dette er en lavere direkteavkastning enn det historiske gjennomsnittet på 4,1 pst. for det amerikanske aksjemarkedet i perioden 1926-2005.

Lavere direkteavkastning må ses i sammenheng med den høye veksten i overskudd per aksje. Det er blitt mer vanlig at selskaper kjøper tilbake sine egne aksjer framfor å utbetale utbytte. Når selskapene kjøper tilbake egne aksjer, vil hver gjenværende aksje gi en større andel av selskapets samlede overskudd. Overskuddet per aksje vil da vokse. Tilbakekjøp av aksjer er drevet av

¹ Jones, C. P. (2008), «Analyzing and Estimating Real Stock Returns», *Journal of Portfolio Management* Nr. 3.



Figur 6.1 Vekst i overskudd per aksje, direkteavkastning, avkastning på egenkapitalen og pris/forventet overskudd for selskapene som inngår i aksjeindeksen MSCI ACWI for perioden 1994-2011

Kilde: MSCI.

flere forhold, men i store markeder som USA har skattemessige hensyn vært viktige.

Samlet sett gir utviklingen i utbytte og overskudd per aksje likevel inntrykk av at selskapenes lønnsomhet har vært god siden 1998. Dette inntrykket underbygges av utviklingen i selskapenes avkastning på egenkapitalen, jf. figur 6.1C. Avkastningen på egenkapitalen viser hvor effektive selskapene er til å skape overskudd på kapitalen som aksjonærene har bundet opp i selskapene. Figuren viser at avkastningen på egenkapitalen har variert med konjunktorene, men i gjennomsnitt vært nær 12 pst. siden 1994. Dette betyr at selskapene i gjennomsnitt har hatt et overskudd som tilsvarer nær 12 pst. av egenkapitalen. Siden avkastningen på egenkapitalen ikke er vesentlig redusert siden 1998, indikerer dette at selskapenes kapasitet til å øke overskuddet per aksje og betale ut utbytte ikke har vært vesentlig endret i perioden.

Siden 1994 har det vært store endringer i aksjemarkedets verdsettelse av forventet over-

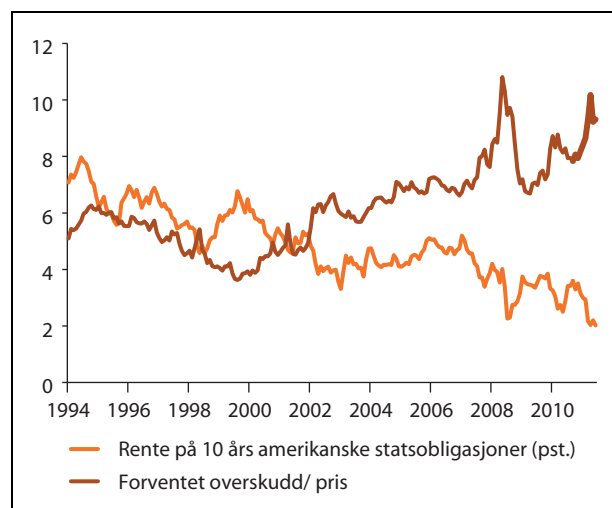
skudd fra selskapene. Fra 1995 fram til år 2000 steg aksjekursene fra 16 til 27 ganger selskapenes overskudd. I historisk sammenheng var verdsettelsen meget høy i år 2000. Denne utviklingen var i stor grad drevet av en sterk oppgang i aksjekursene for selskaper innenfor teknologi, telekommunikasjon og media. Disse næringene ble oppfattet som svært godt posisjonert til å skape vekst i overskuddet som følge av de store teknologiske endringer som blant annet Internett medførte. Etter år 2000 falt kursene betydelig og ved utgangen av 2011 var aksjemarkedet priset til 10 ganger selskapenes forventede overskudd. Denne utviklingen trakk ned den årlige gjennomsnittlige avkastningen fra aksjer med hele 5 prosentenheter i perioden 1998-2011.

Samlet sett kan den lave avkastningen i verdens aksjemarkeder siden 1998 i stor grad forklares med at aksjemarkedets verdsettelse av selskapenes overskudd har falt betydelig i denne perioden. Selskapenes vekst i overskudd per aksje har vært høyere enn det historiske gjen-

nomsnittet, mens utbetalt utbytte har vært noe lavere. Samlet sett har ikke utviklingen i utbytte og overskuddet per aksje vært vesentlig annerledes enn tidligere.

Fallet i verdsettelsen av aksjemarkedet, spesielt i perioden siden år 2000, har vært betydelig. Endringer i aksjemarkedets verdsettelse vil normalt være knyttet til endringer i nivået på risikofrie renter, endringer i størrelsen på risikopremien i aksjemarkedet og endringer i investorenes forventninger til vekst i selskapenes overskudd. Det er derfor vanlig å sammenlikne renten på relativt sikre obligasjoner med verdsettelsen av mer usikre overskudd fra aksjeselskaper. Forskjellen mellom disse størrelsene viser utviklingen i markedsaktørens forventninger til vekst i selskapenes overskudd og endringer i risikopremien i aksjemarkedet. Figur 6.2 viser dette ved å sammenlikne renten på amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid med utviklingen i selskapenes forventede overskudd delt på markedsverdien av aksjemarkedet (telleren og nevneren bytter plass i forhold til beregningen av verdsettelsen av aksjemarkedet i figur 6.1 D).

Figuren viser at i perioden fra 1994 og fram til 2002 var utviklingen i verdsettelsen mellom de to markedene ganske lik. De siste 10 årene har imidlertid verdsettelsen av aksjer falt betydelig relativt til obligasjoner, spesielt etter finanskrisen. Det kraftige fallet i obligasjonsrentene siden 2007 har ikke vært gjenspeilet i verdsettelsen av aksjemarkedet. Det er derfor grunn til å tro at investorene er mer usikre på utviklingen til selskapenes over-



Figur 6.2 Obligasjonsrenten på amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid og forholdet mellom forventet overskudd per aksje og pris neste 12 måneder

Kilde: MSCI.

skudd og/eller krever en høyere forventet meravkastning sammenliknet med obligasjoner enn tidligere for å investere i med aksjer.

Finansdepartementet

tilrår:

Tilråding fra Finansdepartementet 30. mars 2012 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1

Statens pensjonsfond utland – regler for rebalansering av referanseindeksen

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 26. januar 2012

Norges Bank gir i dette brevet råd om utforming av reglene for rebalansering av referanseindeksen. Brevet tar utgangspunkt i vurderingene vi gjorde i vårt brev om utvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (SPU) 6. juli 2010.

Endringene vi foreslår, søker å støtte målet om å oppnå det beste bytteforholdet mellom risiko og avkastning for fondet. Vi anbefaler at reglene for rebalansering bør være offentlige og utformes på en måte som gjør gjennomføringen enkel, forutsigbar og etterprøvbare. Vi foreslår videre at fondet rebalanseres rundt den strategiske aksjedelen og ikke rundt faste geografiske regionvekter som i dag. Dagens mer detaljerte bestemmelser om delvis rebalansering ved tilflyt av nye midler til fondet foreslås avvirket.

Faste vekter i fondets aktivaallokering

Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av SPU fastsatt faste geografiske vekter for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer på regionnivå. Ulik verdiutvikling mellom aktivaklassene fører til at vektene i fondets referanseindeks vil avvike fra de strategiske vektene. Rebalansering av referanseindeksen bringer vektene tilbake til de strategiske, og er en viktig investeringsbeslutning.

Det er vesentlig å skille mellom å opprettholde faste aktivaklasseandeler og å holde et stabilt risikonivå. En investeringsstrategi som rebalanserer andelen aksjer tilbake til de faste vektene etter et fall i aksjekursene, øker samtidig den absolutte risikoen i porteføljen fordi markedsusikkerheten da vanligvis er høyere. Rebalansering av referanseindeksen sikrer at de faktiske vektene holdes noenlunde fast over tid, og strategien er vellykket dersom regelen bidrar til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko.

Utgangspunktet for dagens faste strategiske vekter kan derfor ikke være at risikostrukturen

mellom de brede aktivaklassene antas å være stabil over tid. Norges Banks enhet for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management (NBIM), har i et eget notat¹² diskutert hvordan risikopremier varierer over tid, og i et annet³ hvilke følger det bør ha for en investor som skiller seg fra gjennomsnittsinvestoren. I et tredje notat⁴ gjennomgår NBIM litteratur som gir et visst grunnlag for å anta at markedsprisene inneholder informasjon om fremtidig avkastning.

Ulike investorer vil ha ulik mulighet til å utnytte såkalte tidsvarierende risikopremier. Fondets særtrekk gir en mulighet til å kunne gjennomføre en investeringsstrategi som kjøper en aktivaklasse når det prises inn høyere usikkerhet. Departementet skriver i Meld. St. 15 (2010-2011) at en mer motsyklisk strategi kan være en måte å utnytte fondets fortrinn på. Norges Bank deler departementets vurderinger.

I et eget notat⁵ har NBIM sett på data tilbake til 1970. Hovedkonklusjonen er at rebalanseringsstrategier har gitt et vesentlig bedre forhold mellom avkastning og risiko enn en strategi som har latt aktivaallokeringen utvikle seg med markedsutviklingen.

Norges Bank mener at en systematisk tilbakeføring av aktivaklassene til faste vekter, såkalt rebalansering, er en investeringsstrategi for fondet over tid som bør videreføres.

En offentlig rebalanseringsregel

En rebalanseringsregel bør være del av Finansdepartementets offentlige mandat for Norges

¹ Notater om investeringsstrategi publiseres av NBIM som «Discussion notes» på www.nbim.no.

² On Risk Premium Variation (NBIM Discussion Note 1-2011, 18. mars 2011).

³ Time Varying Expected Return, Investor Heterogeneity, and Rebalancing.

⁴ Return Predictability and Implications for Rebalancing.

⁵ Empirical Analysis of Rebalancing Strategies.

Banks forvaltning av SPU. En regel som klarlegger når og hvordan rebalansering som hovedregel skal gjennomføres, vil sikre at strategien er robust, forutsigbar og etterprøvable.

Dagens bestemmelser er ikke offentlige og inneholder ikke regler for når full rebalansering skal gjennomføres; bare hvor stort avviket skal være før banken sender et råd til departementet om hva som bør gjøres. Nye bestemmelser bør sikre at rebalansering er regelstyrt, og gjennomføres som en ordinær del av strategien uten å kreve særskilt beslutning. Regelen vil bare fravikes når departementet fatter en beslutning om dette.

Norges Bank foreslår at det fastsettes en offentlig tilgjengelig regel for rebalansering i mandatet for fondet.

Valg av rebalanseringsregime

Det er vanlig å skille mellom to typer rebalanseringsregimer; kalenderstyrt og betinget rebalansering. I et kalenderstyrt regime er tidspunktet for rebalansering gitt. I et eget notat gjennomgår NBIM fondets egen erfaring med rebalansering⁶. Fra 1998 og frem til slutten av 2001 ble fondet rebalansert tilbake til regionvektene ved utgangen av hvert kvartal, og var dermed kalenderstyrt. Bestemmelsene for rebalansering har siden desember 2001 bestått av to elementer; delvis og full rebalansering. Delvis rebalansering har fulgt de månedlige tilførselene ved at referanseindeksen hver måned justeres i retning regionvektene i et omfang tilsvarende beløpet som overføres til fondet. Den fulle rebalanseringen har derimot vært en beslutning betinget av gitte avvik mellom den faktiske og strategiske vekten.

I en betinget regel vil rebalansering først gjennomføres hvis avvikene fra de strategiske vektene er av et visst omfang. Antallet rebalanseringer vil da bli færre og transaksjonskostnadene lavere enn i en kalenderstyrt regel.

Norges Bank foreslår en regel om rebalansering som er betinget av en aktivaklasses nivå på avvik fra strategiske vekter.

Dagens regelverk for rebalansering er utformet med sikte på å opprettholde fondets geografiske aksje- og obligasjonsinvesteringer på regionnivå. Norges Bank skrev i brev av 6. juli 2010 at grunnlaget for dagens faste regionvekter er svakt og at det bør vurderes om det er hensiktsmessig å videreføre dagens struktur. Banken mener det er begrenset potensial for å utnytte variasjoner i regi-

onale risikopremier gjennom rebalansering av regionale andeler.

Rebalanseringen bør gjennomføres på aktivaklassenivå. Valget av aksjeandel er den viktigste strategiske beslutningen for fondet, og aksjeandelen dominerer fondets absolutte risiko. En rebalanseringsstrategi som tar sikte på å opprettholde en fast aksjeandel, vil søke å utnytte variasjoner i aksjemarkedets risikopremie.

Norges Bank foreslår en regel om rebalansering av fondets aksjeandel.

Gitt at rebalansering gjennomføres med utgangspunkt i aksjeandelen, er neste spørsmål hvor mye aksjeandelen i referanseindeksen skal tillates å avvike fra den strategiske vekten før rebalansering gjennomføres. NBIM har i eget notat⁷ vist at det å rebalansere porteføljen har vært viktig. Betingelsen for når rebalanseringen skal gjennomføres, har hatt mindre betydning for porteføljens samlede risiko- og avkastningsprofil. Et riktig nivå for avvik fra faste vekter før rebalansering gjennomføres, kan ikke med sikkerhet fastlegges fra historiske data.

Norges Bank foreslår etter en samlet vurdering at departementet fastsetter et bånd på tre prosentpoeng rundt den strategiske vekten aksjer har i referanseindeksen.

Ved å velge dette alternativet viser analysen i et eget NBIM-notat⁶ at transaksjonskostnadene ville ha vært lavere, og aksjeandelen tettere på den strategiske vekten, enn hva tilfellet er med dagens regler. Siden nåværende bestemmelser ble innført i 2001, har det kun vært gjennomført to fulle rebalanseringer – i 2003 og i 2009. Vårt forslag vil gi noe hyppigere rebalanseringer enn dagens bestemmelser. Et smalere bånd vil også påvirke størrelsen på hver rebalansering, og innebære at et større antall rebalanseringer gjennomføres i normale markeder. Dette vil redusere markedspåvirkningen, og derved transaksjonskostnadene. Rebalansering vil i større grad enn i dag bli en del av den ordinære forvaltningen av fondet, og ikke en hendelse som inntreffer sjelden med store konsekvenser for fondets risiko og avkastning. Vi kan oppsummere vårt forslag om en konkret rebalanseringsregel som følger:

Norges Bank foreslår en regel der aksjeandelen i referanseindeksen rebalanseres til den strategiske vekten på 60 prosent ved første kvartalsslutt dersom andelen i løpet av kvartalet én dag ved markedsslutt har vært under 57 eller over 63 prosent. Banken skal informere departementet umiddelbart dersom betingelsen er oppfylt.

⁶ The History of Rebalancing of the Fund.

⁷ Se fotnote 5.

Avvikling av reglene for delvis rebalansering gjennom tilførsel

Det nåværende mandatet inneholder også regler om delvis rebalansering. Disse reglene endrer referanseindeksen hver gang fondet tilføres midler. Vi foreslo i brev av 11. april 2011 endringer i regelverket for hvordan tilførsler av midler til fondet skal gjenspeiles i referanseindeksen.

Delvis rebalansering skal bidra til å bringe vektene i referanseindeksen i retning de strategiske vektene og redusere transaksjonskostnadene som kreves for å opprettholde en fast aktivklasseandel over tid. Det er usikkert hvilken effekt delvis rebalansering har på fondets samlede avkastning over tid. Grunnen til dette er at perioder med høy eller lav avkastning i aksjemarkedet har en tendens til å vedvare, og det kan være lønnsomt å vente noen tid før rebalansering settes i verk.

Reglene for rebalansering kan utformes med sikte på å oppnå et best mulig forhold mellom risiko og avkastning, eller med sikte på å minimere handelskostnadene. NBIMs analyse av aktivklassenes avkastning tilbake til 1970⁸ viser at en strategi der ny tilførsel månedlig har brakt porteføljevektene i retning de strategiske vektene har oppnådd et dårligere forhold mellom avkastning og risiko enn en strategi uten delvis rebalansering.

Analysen av fondets egen historie⁹ viser at delvis rebalansering har hatt negativ effekt på forholdet mellom avkastning og risiko til tross for at den har redusert handelsbehovet i fondet.

En faktisk referanseindeks med månedlig endring ved hver tilførsel er kompleks og i liten grad etterprøvable. En forenkling av beregningen av

referanseindeksene vil gi økt åpenhet om forvaltningen av fondet. Norges Bank vil i gjennomføringen av den faktiske rebalanseringen ta vare på hensyn til handelskostnader, uten at tilførselen bygges inn i referanseindeksen. Vi viser til forslag i brev av 11. april 2011 for en nærmere omtale.

Norges Banks mener at dagens regelverk for delvis rebalansering gjennom månedlig endring i faktisk referanseindeks bør avvikles.

Oppsummering

Norges Banks råd er at reglene for rebalansering justeres med sikte på å etablere en enkel, forutsigelig og etterprøvable regel for endring i referanseindeksen. Vårt råd kan oppsummeres som følger:

- Reglene for rebalansering skal forsøke å oppnå et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko, og sørge for at den strategiske allokeringen opprettholdes over tid.
- Reglene for rebalansering av referanseindeksen bør være offentlige og en del av det ordinære mandatet for forvaltningen av SPU.
- Rebalansering skal gjennomføres ved førstkommande kvartalsslutt dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen i løpet av kvartalet én dag ved dagsslutt avviker mer enn 3 prosentpoeng fra den strategiske vekten.
- Reglene for delvis rebalansering, som knytter månedlige tilførsler inn i fondet til endringer i referanseindeksen, avvikles.

Vårt råd om rebalansering må sees i sammenheng med rådene i vårt brev 11. april 2011 og kan operativt settes i verk fra 1. juli 2012.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

⁸ Se fotnote 5.

⁹ Se fotnote 6.

Vedlegg 2

Statens pensjonsfond utland – fremvoksende markeder i ny strategisk referanseindeks for obligasjoner

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 1. februar 2012

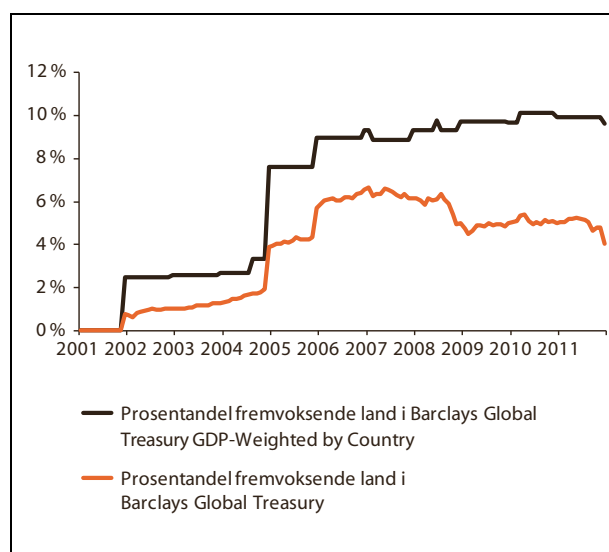
Departementet ber i brev av 29. november 2011 Norges Bank gi råd om hvorvidt den strategiske referanseindeksen for obligasjoner i Statens pensjonsfond utland (SPU) bør utvides til å omfatte valutaer i fremvoksende markeder, og hvilke valutaer som eventuelt bør inkluderes. Vårt råd nå bygger på vurderingene vi gjorde i brev av 3. november 2008 om fremvoksende obligasjonsmarkeder og selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko i referanseindeksen for SPU, brev av 18. mars 2011 om investeringsstrategi for nominelle obligasjoner og brev av 25. januar 2012 om ny referanseindeks for obligasjonsinvesteringene.

Målet for forvaltningen av fondet er å sikre høyest mulig internasjonal kjøpekraft med moderat risiko. Risikoen begrenses gjennom spredning av investeringene. En referanseindeks for obligasjoner som inkluderer flere valutaer, er i tråd med den strategiske rollen nominelle obligasjoner bør spille i fondet.

I Norges Banks brev av 18. mars 2011 om investeringsstrategi for nominelle obligasjoner skrev vi at den strategiske referanseindeksen bør fungere som en langsiktig målestokk for den operative forvaltningen, og gjenspeile aktivklassens rolle i forvaltningen av fondet. For å sikre størst mulig åpenhet og transparens må den strategiske referanseindeksen ta utgangspunkt i ledende, lett tilgjengelige indekser. Endringene i obligasjonsindeksens valutafordeling vil være det som har størst betydning for risikoen i obligasjonsporteføljen. En utvidelse kan bedre obligasjonsindeksens risikospredning. Et naturlig utgangspunkt for denne indeksen er å vekte markedene med hvert lands bruttonasjonalprodukt.

Utvidelse av referanseindeksen for obligasjoner med nye valutaer

I Norges Banks brev av 3. november 2008 foretok vi en bred gjennomgang av obligasjoner utstedt i



Figur 2.1 Innslaget av statsobligasjoner fra fremvoksende markeder

Kilde: Barclays Capital.

fremvoksende markeder. Vi anbefalte på det tidspunktet ikke å utvide referanseindeksen for obligasjonsinvesteringer med fremvoksende markeder. Vurderingen var basert på at en rekke av de nye obligasjonsmarkedene ikke ville være investerbare for SPU i et tilstrekkelig omfang til å gi grunnlag for en strategisk endring.

Valget av en BNP-vektet indeks for statsobligasjoner som utgangspunkt for referanseindeksen for statsobligasjoner, innebærer at effekten av å utvide indeksen med nye valutaer vil være betydelig større enn vi la til grunn i 2008. Innslaget av fremvoksende markeder i en BNP-vektet indeks av statsobligasjoner er nå nær 10 prosent. Til sammenligning er andelen av fremvoksende markeder i en markedsvektet indeks av statsobligasjoner om lag 4 prosent. Dette er illustrert i figur 2.1.

Vedlegg 1 viser hvordan introduksjon av nye valutaer i referanseindeksen fra Barclays Capital (indeksleverandøren) ville ha påvirket avkastning

og risiko det siste tiåret. Det fremgår av vedlegget at innslaget av fremvoksende markeder ville gitt noe høyere avkastning og bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko når analysen gjøres i en felles valuta, som norske kroner.

Fondets avkastning måles imidlertid i internasjonal valuta. Et bedre utgangspunkt er derfor å ta utgangspunkt i lokal valutaavkastning og i den valutakurven indeksen definerer. I vedlegg 1 viser vi at en introduksjon av investeringer i de fremvoksende markedene ville gitt en vesentlig høyere avkastning med mindre svingninger i denne perioden. Forbedringen av forholdet mellom avkastning og risiko fremstår nå som større.

Beregningene tar utgangspunkt i ledende, lett tilgjengelige indekser. En del store fremvoksende markeder tilfredsstiller ikke kravene for å inkluderes i de mest brukte indeksene, blant annet fordi reguleringer innebærer at flere av markedene ikke er investerbar for mange investorer. Fondet er i dag investert i obligasjonsmarkeder som Brasil, Tyrkia, India og Indonesia. Dette er markeder som ikke inngår i lett tilgjengelige og transparente obligasjonsindekser.

SPU kan i enkelte tilfeller ha andre muligheter enn gjennomsnittsinvestoren. Norges Bank har som eksempel fått tildelt en egen kvote for investeringer i India. Et annet eksempel er investeringer i obligasjoner i Taiwan. Taiwan har begrenset investeringer fra utenlandske investorer i landets statsobligasjoner til maksimalt 30 prosent av investorens samlede investeringer i landet. Derfor er dette landet ikke med i Barclays' referanseindeks. Fondet har imidlertid en betydelig aksjeportefølje i Taiwan, slik at denne restriksjonen ikke begrenser fondets muligheter. I Norges Banks operative referanseportefølje, jf. omtale i brevet av 18. mars 2011, har vi derfor valgt å inkludere taiwanske dollar.

Norges Bank anbefaler at en utvidelse av den strategiske referanseindeksen for obligasjoner med valutaer fra fremvoksende markeder, bør baseres på ledende, lett tilgjengelige indekser.

Valg av referanseindeks med nye valutaer

Finansdepartementet ber om en særskilt vurdering av muligheten for å inkludere alle valutaene som til enhver tid inngår i Barclays Capital Global Aggregate Index (BCGA). De instrumentspesifikke kriteriene som størrelse, kredittkvalitet og likviditet er de samme for denne indeksen og for Barclays Capital Treasury GDP Weighted Index, som er beskrevet i departementets brev av 13. desember 2011 og 30. januar 2012 om ny referan-

seindeks for obligasjonsporteføljen. Ny referanseindeks for obligasjoner vil inneholde både en statsdel (statsobligasjoner, realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner) og en privat del (selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett).

Ut over de spesifikke kriteriene for utvalg av obligasjoner, gjør indeksleverandøren en særskilt vurdering av hver enkelt valuta. Eventuelle restriksjoner på kapitalbevegelser som begrenser investerbarheten, vil bli tillagt vekt. Dersom en nasjonalstat ikke lenger tilfredsstiller kriteriene, vil statsobligasjoner i den aktuelle valutaen gå ut, mens obligasjoner utstedt av institusjoner og selskaper som fortsatt tilfredsstiller kriteriene, fremdeles vil inngå i indeksen.

BCGA-indeksen inkluderte ved utgangen av 2011 valutaer fra 10 fremvoksende markeder, se vedlegg 2. En utvidelse av fondets referanseindeks for obligasjoner med de valutaene som inngår i BCGA-indeksen, bedrer diversifikasjonen mellom ulike utstedere, men vil innebære en viss svekkelse av referanseindeksens kredittkvalitet slik denne i dag vurderes av de store kredittvurderingsbyråene. I en BNP-vektet portefølje av statsobligasjoner vil innslaget av obligasjoner med kredittvurdering A eller lavere, gitt en slik utvidelse, øke fra 6,5 prosent til 14,6 prosent. 3 prosent av statsobligasjonene vil ha en kredittvurdering på BBB (jf. vedlegg 2).

En introduksjon av en ny referanseindeks med disse valutaene tilsier at det er behov for å endre bestemmelsen i mandatets § 3-7 andre ledd om at banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at andelen høyrisikoobligasjoner ikke skal utgjøre mer enn 3 prosent av markedsverdien av obligasjonsporteføljen.

Markedet for selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner er fortsatt lite utviklet i en rekke av de fremvoksende markedene. I en markedsvektet global indeks av slike private obligasjoner, utgjør de fremvoksende markedene mindre enn 1 prosent. Norges Bank vil ikke anbefale å inkludere de nye valutaene i den strategiske referanseindeksen for disse obligasjonstypene.

Norges Bank anbefaler at den strategiske referanseindeksen for statsobligasjoner, realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale obligasjoner utvides til å inkludere alle valutaer som til enhver tid inngår Barclays Capital Treasury GDP Weighted By Country Index. Norges Bank anbefaler ikke å inkludere disse valutaene i den strategiske referanseindeksen for selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett.

Innføring av ny referanseindeks med bredere valutafordeling

Vi foreslo i vårt brev om ny referanseindeks for obligasjonsinvesteringene av 25. januar 2012 at tilpasning til ny referanseindeks bør gjennomføres ved bruk av justeringsfaktorer. Samme metode kan benyttes dersom departementet beslutter å utvide referanseindeksen med obligasjoner fra fremvoksende markeder. Tilpasningen kan gjennomføres gradvis over en periode med endringer i faktorer og med oppstart fra 30. juni 2012.

Norges Bank anbefaler at en strategisk referanseindeks for statsobligasjoner, realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner som inkluderer fremvoksende markeder, innføres gradvis ved bruk av justeringsfaktorer.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg 1:

Avkastning og risikoegenskaper

Tabell 2.1 Avkastningsegenskaper Barclays Capital Global Treasury GDP-weighted målt i felles valuta (NOK)

	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country (utviklede land*)	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country (fremvoksende land**)
Gjennomsnittlig avkastning (geometrisk, annualisert)	3,42 %	3,32 %	4,28 %
Gjennomsnittlig avkastning (aritmetisk, annualisert)	4,20 %	4,14 %	5,39 %
Standardavvik.	9,48 %	9,79 %	9,60 %
Avkastning/standardavvik.	0,44	0,42	0,56
Maksimal månedlig avkastning.	10,67 %	11,38 %	9,20 %
Verste månedelig avkastning.	-5,57 %	-5,40 %	-7,13 %
Skjevhet***	0,77	0,86	0,23

* Utviklede land: USD, CAD, EUR, GBP, DKK, SEK, CHF, JPY, AUD, NZD, SGD

** Fremvoksende land: CLP, MXN, CZK, HUF, ILS, PLN, ZAR, HKD, MYR, KRW, TWD, THB

*** Skjevhet er et statistisk mål på asymmetri i sannsynlighetsfordelingen

Kilder: Barclays Capital og Norges Bank.

Tabell 2.2 Avkastningsegenskaper Barclays Capital Global Treasury GDP-weighted («Internasjonal valuta»)

	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country (utviklede land*)	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country (fremvoksende land**)
Gjennomsnittlig avkastning (geometrisk, annualisert)	4,89 %	4,74 %	6,32 %
Gjennomsnittlig avkastning (aritmetisk, annualisert)	5,16 %	5,03 %	7,01 %
Standardavvik.	3,53 %	3,63 %	3,13 %
Avkastning/standardavvik.	1,46	1,39	2,24
Maksimal månedlig avkastning.	3,94 %	3,97 %	4,36 %
Verste månedelig avkastning.	-2,49 %	-2,53 %	-1,80 %
Skjevhet***	0,10	0,05	0,49

* Utviklede land: USD, CAD, EUR, GBP, DKK, SEK, CHF, JPY, AUD, NZD, SGD

** Fremvoksende land: CLP, MXN, CZK, HUF, ILS, PLN, ZAR, HKD, MYR, KRW, TWD, THB

*** Skjevhet er et statistisk mål på asymmetri i sannsynlighetsfordelingen

Kilder: Barclays Capital og Norges Bank.

Tabell 2.3 Avkastningsegenskaper Barclays Capital Global Treasury GDP-weighted («Internasjonal valuta») – justert for risikofri, kortsiktig rente

	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country (utviklede land*)	Barclays Global Treasury-GDP Weighted by Country (fremvoksende land**)
Gjennomsnittlig avkastning (geometrisk, annualisert)	2,69 %	2,73 %	2,32 %
Gjennomsnittlig avkastning (aritmetisk, annualisert)	2,93 %	2,99 %	2,35 %
Standardavvik.	3,55 %	3,67 %	3,13 %
Sharpe.	0,82	0,82	0,75
Maksimal månedlig avkastning.	3,79 %	3,86 %	3,86 %
Verste månedelig avkastning.	-2,61 %	-2,65 %	-2,22 %
Skjevhet***	0,15	0,11	0,33

* Utviklede land: USD, CAD, EUR, GBP, DKK, SEK, CHF, JPY, AUD, NZD, SGD

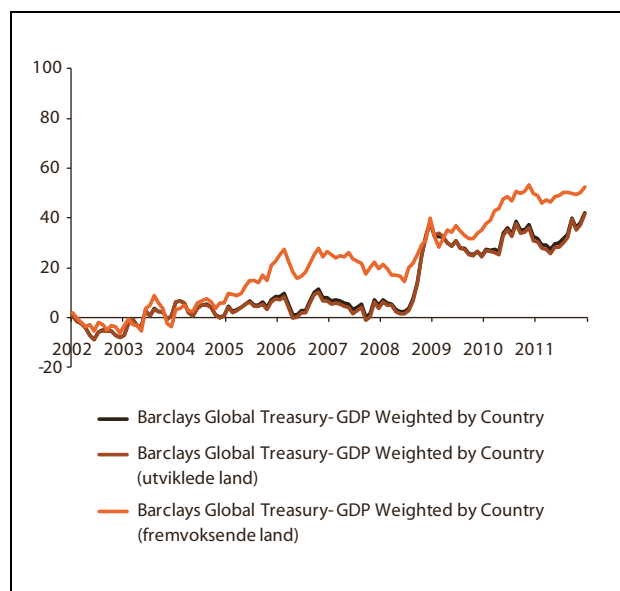
** Fremvoksende land: CLP, MXN, CZK, HUF, ILS, PLN, ZAR, HKD, MYR, KRW, TWD, THB

*** Skjevhet er et statistisk mål på asymmetri i sannsynlighetsfordelingen

Kilder: Barclays Capital og Norges Bank.

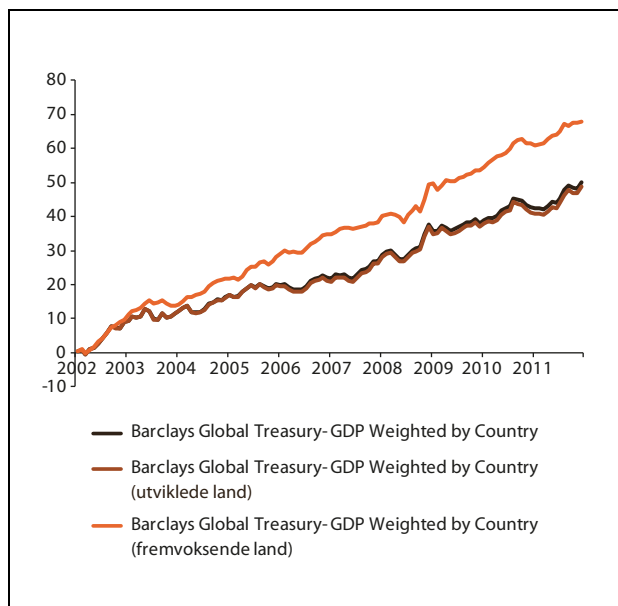
Tabell 2.1 og 2.2 viser en vesentlig forbedring mellom avkastning og risiko når vi inkluderer fremvoksende markeder. Det er vanlig å justere for det «risikofrie» investeringsalternativet uttrykt

ved kortsiktige renter. Fremvoksende markeder gir da lavere forbedring av indeksens risikojusterte avkastning. Differansen skyldes den kortsiktige renten.



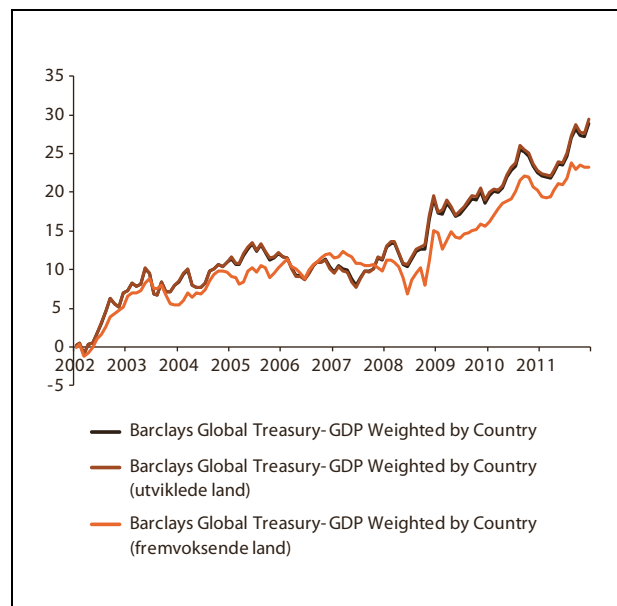
Figur 2.2 Historisk avkastning på Barclays Global Treasury GDP Weighted (NOK)

Kilder: Barclays Capital og Norges Bank.



Figur 2.3 Historisk avkastning på Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country (lokal)

Kilder: Barclays Capital og Norges Bank.



Figur 2.4 Avkastningsegenskaper Barclays Capital Global Treasury GDP-weighted («Internasjonal valuta») –justert for risikofri, kortsiktig rente

Kilder: Barclays Capital og Norges Bank.

Vedlegg 2:

Tabell 2.4 En beskrivelse av Barclays Treasury GDP Weighted by Country Index

		BNP- vekter*	Global Treasury-GDP Weighted by Country	Aaa	Aa	A	Baa
Australia	AUD	1,7	2,7	2,7			
Canada	CAD	2,9	3,5	3,5			
Chile	CLP	0,3	0,4			0,4	
Tsjekkia	CZK	0,3	0,5		0,5		
Danmark	DKK	0,6	0,7	0,7			
Eurozone	EUR	24,7	28,4	17,8	4,7	5,3	0,6
Hongkong	HKD	0,4	0,5		0,5		
Israel	ILS	0,3	0,5			0,5	
Japan	JPY	9,9	12,4		12,4		
Sør-Korea	KRW	2,1	2,2			2,2	
Malaysia	MYR	0,4	0,5			0,5	
Mexico	MXN	1,9	2,4				2,4
New Zealand	MZD	0,2	0,3		0,3		
Polen	PLN	0,8	1,1			1,1	
Storbritannia	GBP	5,2	5,5	5,5			
Sør-Afrika	ZAR	0,6	0,8			0,8	
Singapore	SGD	0,3	0,5	0,5			
Sverige	SEK	0,9	1,1	1,1			
Sveits	CHF	0,9	1,2	1,2			
Thailand	THB	0,5	0,7			0,7	
USA	USD	29,6	34,0	34,0			
		84,5	100,0	67,0	18,5	11,6	3,0
Kina	CNY**	7,1					
Brasil	BRL**	2,5					
India	INR**	2,2					
Russland	RUB**	2,1					
Tyrkia	TRY**	0,9					
Indonesia	IDR**	0,8					
		15,5					
		100,0					
Andel av globalt BNP		91,5					

* 5-års gjennomsnitt av BNP (faste 2005-priser) per 2011 (Kilde: US Department of Agriculture)

** CNY, BRL, INR, RUB, TRY og IDR inngår ikke i Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country

Kilder: Barclays Capital og Norges Bank.

Vedlegg 3

Statens pensjonsfond utland – strategisk referanseindeks for aksjer

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 2. februar 2012

Norges Bank gir i dette brevet råd om strategisk referanseindeks og regionvekter for aksjedelen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Brevet tar utgangspunkt i vurderingene vi gjorde i vårt brev av 6. juli 2010 om utvikling av investeringsstrategien for SPU.

Vårt råd er at det benyttes en ledende, lett tilgjengelig markedsvektet indeks som strategisk referanseindeks for aksjer. Vi foreslår videre at den strategiske regionfordelingen for aksjer beveger seg i retning av markedsvekter, hvilket innebærer en reduksjon av Europa-andelen. Vi foreslår at dette iverksettes over tid. Endelig anbefaler vi at det ikke etableres en særskilt allokering til fremvoksende markeder.

Utgangspunkt i en markedsvektet strategisk referanseindeks for aksjer

Den strategiske referanseindeksen for aksjer bør gjenspeile hvilken rolle aktivaklassen har i fondet. Den bør ta utgangspunkt i ledende, lett tilgjengelige indekser for å sikre størst mulig åpenhet og transparens. En markedsvektet global referanseindeks fra en av de ledende indeksleverandørene gjenspeiler investeringsmulighetene i aksjemarkedene. Den gir et likt prosentvis eierskap i alle selskaper som inngår i indeksen, og vil kunne fylle rollen den strategiske referanseindeksen bør spille som en langsiktig målestokk for den operative forvaltningen.

Bruken av markedsvektede indekser som strategisk referanseindeks, er et godt grunnlag for forvaltningen. Indeksene baseres på objektive, mekaniske regler for hvilke aksjer som inkluderes, i hvilket omfang og på hvilket tidspunkt. Kriterier som vektlegges, er eksempelvis selskapenes størrelse og likviditeten i aksjen. Aksjeindeksenes tekniske svakheter er mindre enn for renteindeksene. Fondets nåværende referanseindeks for aksjer dekker 98 prosent av markeds kapitaliseringen i de markeder som er inkludert.

Investeringer i aksjer gir eierskap til en del av selskapenes fremtidige verdiskaping. Et spørsmål er om en markedsvektet portefølje best reflekterer global verdiskaping. En BNP vektet indeks vil gi høyere vekt for land der den økonomiske aktiviteten er størst, men det investerbare aksjemarkedet relativt lite. Utfordringen er at mye av veksten og den økonomiske aktiviteten kan finne sted i selskaper og institusjoner som ikke er børsnoterte.

Indeksen er imidlertid ment å representere hva som kan kjøpes, og ikke hva som er underliggende økonomisk aktivitet. Indeksleverandørene utelukker aksjer som eies av dominerende aksjonærer eller nasjonale myndigheter, såkalt «fri flytjustering». Markeder hvor en stor del av aksjene ikke er eid av institusjonelle eller private investorer, men strategiske eiere, vil ha lavere vekter i en markedsvektet indeks enn den fulle markedsverdien av selskapene i landet skulle tilsi. Fri-flytjusteringen av fondets nåværende referanseindeks for aksjer bidrar i dag til å redusere markedsverdien av indeksen med om lag 20 prosent. Ulik eierstruktur i forskjellige markeder innebærer videre at en markedsvektet referanseindeks vil ha om lag 5 prosentpoeng lavere innslag av asiatiske aksjer og et tilsvarende høyere innslag av amerikanske aksjer enn den fulle markedsverdien av selskapene i disse regionene skulle tilsi.

Empirisk analyse viser at porteføljer satt sammen med utgangspunkt i andre vektingskriterier enn en markedsvektet portefølje, kan gi et bedre forhold mellom risiko og avkastning. De mest nærliggende alternative vektingskriteriene er makroøkonomiske kriterier som BNP for ulike land eller regioner, eller ulike former for fundamentale aspekter ved selskaper, som omsetning eller antall ansatte. En tredje tilnærming er å benytte tidsserier for selskapers avkastning for å sette sammen en indeks med en annen risiko- og avkastningsprofil. Norges Banks enhet for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Manage-

ment (NBIM), drøfter i et eget notat^{1,2} en rekke alternative vektingsregimer.

Det er vår vurdering at disse alternative vektingskriteriene ikke bør nedfelles i en strategisk referanseindeks for aksjer da de til dels er komplekse å beregne, krever relativt hyppige justeringer og ofte ikke vil være fullt ut investerbar for et fond som SPU. NBIM kan utvikle en operativ referanseportefølje som ivaretar disse hensynene.

Norges Bank anbefaler at utgangspunktet i en markedsvektet referanseindeks videreføres.

Eksposering mot kilder til systematisk risiko

I Meld. St. 10 (2009-2010) skriver Finansdepartementet at systematisk risiko bør vies større oppmerksomhet i forvaltningen av fondet. I Norges Banks brev av 6. juli 2010 legger vi til grunn at fondet er spesielt godt egnet til å bære enkelte typer systematisk risiko og derfor trolig bør ha en annen eksposering mot ulike kilder til systematisk risiko enn et markedsvektet gjennomsnitt. Det er kombinasjonen av lang tidshorison, ingen løpende likviditetsbehov og en tålmodig eier som innebærer at fondet kan være spesielt godt egnet til å påta seg særskilte typer risiko. Dette vil fremfor alt være tilfellet i perioder hvor usikkerheten om fremtidig avkastning er høy. NBIM har i eget notat³ redegjort for ulike metoder for å høste faktorrisikopremier.

En global markedsvektet referanseindeks vil ikke nødvendigvis gi det beste forholdet mellom risiko og avkastning for et fond som SPU. Investeringsstrategien bør derfor utformes slik at fondet dynamisk kan høste risikopremier, og porteføljen kan konstrueres på måter som bygger på våre naturlige fortrinn.

Norges Bank mener at den strategiske referanseindeksen ikke bør justeres for å ta hensyn til systematiske risikopremier for aksjer.

Prinsipper for fastsettelse av referanseindeks og regionfordeling

Fondets strategiske referanseindeks for aksjer består i dag av tre regionale indekser som er tilordnet faste vekter. Innenfor hver av de tre regionene er den strategiske referanseindeksen markedsvektet. Fondets regionvekter, med en høy andel investert i Europa, har vært motivert ut i fra et mål om å reflektere Norges fremtidige importmønster. Under visse forutsetninger vil en slik tilnærming kunne bidra til å redusere risikoen på tidspunktet midlene i fondet skal brukes. I brevet av 6. juli 2010 påpekte vi at sammenhengen mellom regionvektene og målet for forvaltningen er uklart.

Målet om høyest mulig langsiktig internasjonal kjøpekraft sikres best gjennom bredt eierskap til produksjon av varer og tjenester. Fondet bør kun ha en geografisk fordeling som avviker fra markedsvektene, dersom en slik sammensetning av fondet enten bidrar til å redusere risikoen eller bidrar til høyere forventet avkastning. I dagens referanseindeks er Europa tilordnet en vekt på 50 prosent, regionen Amerika 35 prosent og regionen Asia 15 prosent. Til sammenligning utgjorde Europa 27 prosent, Amerika 52 og Asia 22 prosent av markedsverdien på FTSE indeksen fra årsskiftet (se tabell 3.1). Dette innebærer at fondet har en vesentlig høyere eierandel i europeiske selskaper enn i selskaper hjemmehørende i Amerika eller Asia (se figur 3.1).

Norges Bank legger vekt på å være en forutsigbar og langsiktig investor med en felles interesse med selskaper og land vi investerer i om å skape verdier over tid. Våre rettigheter som investor må bli respektert, rammebetingelsene være relativt stabile og vi må ha en rimelig sikkerhet for at våre investeringer er trygge. Vi vil alltid være en minoritetsaksjonær som er avhengig av god eierskapspraksis, liten forskjellsbehandling og

¹ Notater om investeringsstrategi publiseres av NBIM som «Discussion notes» på www.nbim.no.

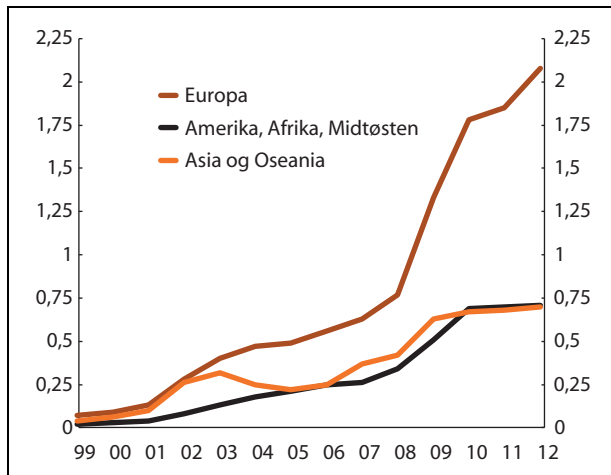
² «Alternatives to a Market Value Weighted Index».

³ «Capturing Systematic Risk Premia».

Tabell 3.1 Ulike vektingsregimer

	BNP-vekter	BNP-vekter (PPP)	Markedsvekter	Importvekter	SPUs strategiske regionvekter
Amerika	36 %	33 %	52 %	11 %	35 %
Asia/Pacific	31 %	38 %	21 %	14 %	15 %
Europa	33 %	28 %	27 %	75 %	50 %

Kilder: FTSE, IMF og SSB.



Figur 3.1 SPUs eierandel i ulike aksjemarkeder

Kilde: Norges Bank.

beskyttelse av våre rettigheter i lov og rettsystemer. Det er mulig at fondet bør ha en høyere vekt i Europa enn i andre regioner dersom disse hensyn skal tillegges vekt.

I dagens globale kapitalmarkeder er finansiell proteksjonisme en risiko. Dette inkluderer reguleringer av kapitalflyt og skattlegging av kapital. Det vil i tillegg alltid være en risiko for at SPUs midler på et tidspunkt kan bli beslaglagt eller frosset i en lengre periode. Det kan være naturlig å se Europa som et utvidet hjemmemarked for fondet, med en lavere risiko av disse typer enn i andre regioner. Disse forhold bør likevel ikke være til hinder for å begynne tilpasning til og gå i retning av globale markedsvekter.

Norges Bank anbefaler at den strategiske regionfordelingen for fondets aksjeinvesteringer bør bevege seg i retning globale markedsvekter. En tilpasning til ny referanseindeks bør skje over lang tid og i flere steg.

Særlig om fremvoksende markeder

Siden fondets oppstart har referanseindeksen blitt utvidet i flere trinn gjennom introduksjonen av aksjer i små- og mellomstore selskaper og stadig flere land. NBIM har i eget notat⁴ sett nærmere på sammenhengen mellom et lands økonomiske vekst og aksjemarkedets avkastning. Analysen viser at høy vekst i et land ikke i seg selv gir grunnlag for en entydig antakelse om høyere avkastning i aksjemarkedet. Sammenhengen mellom økonomisk vekst og inntjening i landets

bedrifter er svak. Det er bare vekst ut over forventningene, reflektert i aksjekursene, som kan danne grunnlag for høyere fremtidig risikojustert avkastning.

I et annet notat⁵ har NBIM sett på hvilke underliggende faktorer som kan tenkes å gi opphav til en eventuell høyere risiko og dermed høyere forventet avkastning i fremvoksende markeder. Forhold som stabilitet i styringsstruktur, regulering av finansmarkedene, rettssystemet og lovverkets kvalitet, omfanget av korrupsjon, og i ytterste instans fare for ekspropriasjon, har risikoelementer som må vurderes. I noen tilfeller vil utenlandske investorer og minoritetsaksjonærens interesser være svakt beskyttet. Utenlandske investorer er i enkelte markeder underlagt særskilte regler og begrensninger, og enkelte land tillater ikke fullt ut frie kapitalbevegelser i egen valuta. Det er ikke åpenbart at risiko av denne type er noe fondet har en naturlig fordel i å høste sammenlignet med andre fond.

I spørsmålet om fondet bør ha en høyere strategisk allokering enn markedsvekt til det FTSE klassifiserer som fremvoksende markeder, er det vår vurdering i dag at markedsvekter er den beste tilnærmingen til utviklingstrekkene og risikoen i markedene.

Norges Bank anbefaler ikke at det etableres en særskilt allokering til fremvoksende markeder utover det som følger av markedsvekt.

Norges Banks forslag

Vårt råd om strategisk referanseindeks og regionvekter for aksjer kan oppsummeres som følger:

- Den strategiske referanseindeksen bør være en langsiktig, objektiv målestokk for den operative forvaltningen og må ta utgangspunkt i en ledende, lett tilgjengelig markedsvektet indeks.
- Den strategiske regionfordelingen for aksjer bør over tid bevege seg i retning av markedsvekter, hvilket innebærer en lavere vekt for europeiske aksjer enn i dag.
- Det bør ikke etableres en særskilt allokering til fremvoksende markeder utover det som følger av markedsvekt.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

⁴ «Economic Growth and Equity Returns».

⁵ «Risks and Rewards in Emerging Equity Markets».

Vedlegg 4

Ord og uttrykk

Aktivaallokering

Med aktivaallokering menes fordelingen av kapital under forvaltning på ulike aktivaklasser. En skiller mellom allokering på strategisk og taktisk nivå. Den strategiske aktivaallokeringen vil gi uttrykk for eiers grunnleggende risikopreferanser og avkastningsforventninger, og kommer i Statens pensjonsfond til uttrykk gjennom referanseindeksene. Forvalter kan i den grad investeringsmandatet åpner for det, drive taktisk aktivaallokering. Dette innebærer at en aktivt velger å avvike fra den strategiske aktivaallokeringen ut fra vurderinger av hvorvidt en aktivaklasse er over- eller underpriset i forhold til en annen. Se *aktivaklasser*.

Aktivaklasser

Aktivaklasser er ulike typer eller klasser av finansielle eiendeler. I referanseindeksen for SPU inngår tre aktivaklasser: aksjer, obligasjoner og fast eiendom. I SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner. Se *obligasjon*.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning innebærer at forvalter ut fra egne analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen kapitaleier har fastsatt. Siktemålet med slike avvik er å oppnå en meravkastning i forhold til referanseindeksens avkastning. I SPN og SPU har Finansdepartementet fastsatt kvalitative og kvantitative rammer som regulerer avviket fra referanseindeksen. Se *differanseavkastning*, *indeksforvaltning*, *referanseindeks* og *relativ volatilitet*.

Aritmetisk avkastning

Gjennomsnittlig aritmetisk avkastning utgjør middelverdien av alle tallene i en tidsserie. Den beregnes ved å summere avkastningen i de ulike tidsperiodene og dele på antall tidsperioder. Hvis avkast-

ningen i år 1 er 100 pst. og avkastningen i år 2 er -50 pst., er den gjennomsnittlige aritmetiske avkastningen lik 25 pst. $(=(100 + (-50)) / 2)$. Se *geometrisk avkastning*.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i markedsverdien på fondet fra et gitt tidspunkt til et annet, og omtales ofte som absolutt avkastning. Se *aritmetisk og geometrisk avkastning*, *differanseavkastning* og *forventet avkastning*.

Differanseavkastning

Differanseavkastning er bidraget fra den aktive forvaltningen til avkastningen på de investerte midlene, og måles som avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen. Positiv differanseavkastning betegnes meravkastning, mens negativ differanseavkastning betegnes mindreaktning. Se *faktisk portefølje* og *referanseindeks*.

Diversifisering

Risikoen i en portefølje kan normalt reduseres ved å inkludere flere aktiva i porteføljen. Dette kalles risikospredning eller diversifisering. Det er bakgrunnen for at referanseindeksen til Statens pensjonsfond er spredt på ulike aktivaklasser og et bredt utvalg av land, sektorer og selskaper. Bytforholdet kan imidlertid bare forbedres inntil et visst punkt, der porteføljen sies å være effisient eller optimalt diversifisert. Se *referanseindeks*.

Durasjon

Durasjon er et mål på hvor lang tid det er, i gjennomsnitt, til kontantstrømmene (kuponger og hovedstol) fra en obligasjon kommer til utbetaling. Verdien av en obligasjon er følsom for rentendringer, og følsomheten øker med durasjonen. Se *obligasjon*.

Eksternalitet

Eksternaliteter er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke påløper for beslutningstakeren. Dette betyr at den kostnaden produksjonen eller konsumet påfører samfunnet er høyere (eller lavere) enn den kostnaden produsenten eller konsumenten selv betaler. Et eksempel kan være kostnader knyttet til klimagassutslipp (negative), eller utdanning (positive). Eksternalitetene leder til en markedsfeil, og et annet forbruk av en ressurs enn den samfunnsøkonomiske mest gunstige løsningen. Myndighetsbaserte løsninger på eksternalitetsproblemer inkluderer bl.a. skatter, avgifter og kvoter. Der som en ønsker å øke forbruket av en ressurs eller et produkt, kan det innføres subsidier.

Faktisk portefølje

Faktisk portefølje betegner de samlede investeringene som fondets består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike fra referanseindeksen (aktiv forvaltning). Se *aktiv forvaltning* og *referanseindeks*.

Faktisk referanseindeks

Den faktiske referanseindeksen som er fastsatt for SPU og SPN inneholder et gitt antall verdipapirer, som er bestemt av de kriterier som indeksleverandør legger til grunn for inkludering av verdipapirer i indeksen. Sammensetningen av henholdsvis referanseindeksen for aksjeinvesteringene og referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Se *strategisk referanseindeks*.

Departementet forventer i utgangspunktet at forvalterne Folketrygdfondet og Norges Bank leverer en avkastning i samsvar med referanseindeksen avkastning, men rammeverket åpner innenfor bestemte rammer for aktiv forvaltning hvor forvalter i forsøk på å oppnå bedre avkastning enn referanseindeksen kan sette sammen en faktisk portefølje som avviker fra denne. Ettersom disse rammene er relativt små, vil referanseindeksene i stor grad avgjøre det vesentlige av fondets avkastning og risiko. Den faktiske referanseindeksen danner grunnlaget for risikostyringen i den aktive forvaltningen, og er utgangspunktet for måling av forvalters bidrag til resultatet. Se *aktiv forvaltning* og *faktisk portefølje*.

Finansiell eier

Begrepet finansiell eier brukes om investorer som først og fremst har et finansielt formål med investeringer i verdipapirer. For å spre risiko vil en finansiell eier ofte foretrekke å være en liten eier i mange selskaper, snarere enn en stor eier i få selskaper. Se *strategisk eier*.

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige utfall, og er lik gjennomsnittlig avkastning av en investering hvis denne ble gjentatt mange ganger. Hvis det ved en investering er 50 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdistigning, 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdisigning, og 25 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdireduksjon, er den forventede avkastningen $(20 \times 0,5) + (10 \times 0,25) + (-20 \times 0,25) = 10$ pst. Forventet avkastning kan beregnes ved hjelp av historiske avkastningsserier, eller basert på framover-skuende modellsimuleringer. Se *avkastning*.

Framvoksende markeder

Framvoksende markeder brukes som betegnelse på finansmarkedene i noen land som ikke enda regnes som utviklede økonomier. Det eksisterer ikke et entydig sett av kriterier som definerer hvorvidt et marked er framvoksende. Ved investeringer i noterte aksjemarkeder er det vanlig å benytte klassifiseringene til indeksleverandører som FTSE. FTSEs klassifisering av framvoksende markeder baseres bl.a. på bruttonasjonalinntekt per innbygger og egenskaper ved markedet, som størrelse, likviditet og regulering.

Fundamental analyse

Fundamental analyse har primært som formål å kartlegge faktorene som påvirker et aktivas kontantstrøm. I en fundamental analyse av et aksjeselskap vil vurderinger av selskapets inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt. Fundamental analyse brukes blant annet til verdsettelse av selskaper. I aktive forvaltningsstrategier i aksjemarkedet vil investor ofte kjøpe aksjer som vurderes som lavt verdsatt i aksjemarkedet i forhold til selskapets fundamentale verdi. Investor forventer da at selskapets fundamentale verdi over tid vil gjenspeiles i aksjekursen. Se *aktiv forvaltning*.

Geometrisk avkastning

Geometrisk avkastning (eller tidsvektet avkastning) angir den gjennomsnittlige vekstraten til en investering. Den beregnes ved å legge tallet 1 til den prosentvise avkastningen i hver tidsperiode, multiplisere disse tallene for deretter å ta roten av antallet tidsperioder. Fra dette produktet trekkes tallet 1. Hvis avkastningen i år 1 er 100 pst. og avkastningen i år 2 er -50 pst., er den gjennomsnittlige geometriske avkastningen -1 pluss kvadratroten av $((1+1) \times (1-0,5)) = 0$. Den geometriske avkastningen blir alltid lavere enn den aritmetiske avkastningen for samme periode (se eksempelet under *arimetisk avkastning*). Årsaken til dette er en rentes-rente-effekt. Har man et år med dårlig avkastning, for eksempel -10 pst, og så et år med tilsvarende god avkastning, vil man ikke ha gjenfunnet det investerte beløpet. Jo større variasjon det er i den årlige avkastningen, jo større blir forskjellen mellom geometrisk og aritmetisk avkastning. I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt. Se *aritmetisk avkastning*.

Indeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer bestemt ut fra de utvelgelseskriterier som indeksleverandør har lagt til grunn, og angir en gjennomsnittlig avkastning for de verdipapirene som inngår i indeksen. Verdipapirindekser utarbeides av børser, konsulentselskaper, aviser og investeringsbanker. De kan for eksempel være land-, region-, markedsvekt- eller sektorbasert. Hvis det er mulig å faktisk investere en portefølje med verdipapir i tråd med sammensetningen av indeksen, kalles indeksen investerbar. Dette vil typisk være tilfellet for svært likvide verdipapirer, som børsnoterte aksjer. Derimot vil en indeks over utviklingen i uotert eiendom ikke være investerbar. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks. Se *indeksforvaltning* og *referanseindeks*.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet mot at den faktiske porteføljen i størst mulig grad skal gjenspeile sammensetningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen på faktisk portefølje

og referanseindeksen være like, før fradrag for forvaltningskostnader. Dersom referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjenspeiler avkastningen i markedet samlet. Avkastningen som følger av en bred markedseksposering kalles ofte beta-avkastning. Se *indeks* og *referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået.

Inflasjonsrisiko

Inflasjonsrisiko er risiko for tap av kjøpekraft som følge av uventet høy inflasjon.

Institusjonell investor

Institusjonelle investorer er organisasjoner som har som formål å drive investeringsvirksomhet, gjerne på vegne av klienter. Institusjonelle investorer vil typisk forvalte store porteføljer fordelt på flere aktivaklasser og geografiske markeder. Eksempler på institusjonelle investorer er pensjonsfond, forsikringsselskaper, verdipapirfond og statlige investeringsfond. Banker og hedgefond kan også regnes som institusjonelle investorer.

Internasjonal kjøpekraftsparitet

Dersom et bredt sett av varer koster det samme regnet i felles valuta, uavhengig av i hvilket land varene er produsert eller i hvilken valuta varene i utgangspunktet er priset, kalles det internasjonal kjøpekraftsparitet. Det er etter hvert blitt bred støtte blant forskere for synet om at internasjonal kjøpekraftsparitet er gyldig over tid. Kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle i å måle valutarisiko. Hvis varer uansett koster det samme, har det ingen betydning hvor en kjøper varene fra. Følgelig er det ingen valutarisiko. Se *valutarisiko*.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdipapirer) med usikker framtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom forventet avkastning, ut over risikofri rente, og verdipapirets (eller porteføljens) følsomhet for avkastningen i det samlede markedet for risikable investeringer.

Korrelasjon

Korrelasjon angir graden av og retningen på samvariasjonen mellom to variabler. Dersom korrelasjonen er perfekt positiv betyr det at variablene alltid beveger seg helt i takt. Dersom korrelasjonen er null, betyr det at det ikke er noen form for samvariasjon. Perfekt negativ korrelasjon betyr at variablene alltid beveger seg i helt motsatt takt. Med mindre det er perfekt positiv korrelasjon mellom avkastningen på enkeltinvesteringer, vil en kunne redusere risikoen i en portefølje ved å spre investeringene på flere aktiva. Se *diversifisering*.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs. Det er en flytende overgang mellom begrepene kredittrisiko, motpartsrisiko og markedsrisiko.

Likviditetspremie

Likviditetspremie er en forventet kompensasjon for illikviditet som et særtrekk ved et aktiva, slik som omsetningskostnader og hvor lett omsettelig et aktiva er, samt en premie for illikvide eiendelers tendens til å gjøre det dårlig i dårlige tider, som ved finanskriser og fallende aksjemarkeder. Det er vanlig å forvente høyere likviditetspremier utenfor noterte markeder, for eksempel innen fast eiendom, infrastruktur og unoterte aksjer. I praksis er likviditetspremien vanskelig å definere presist og vanskelig å måle. Se *risikopremie*.

Markedseffisiens

Markedseffisiens innebærer at prisen på en finansiell eiendel, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om eiendelens fundamentale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter konsistent å «slå markedet». I en slik situasjon vil det være begrenset hvor mye verdi aktiv forvaltning kan tilføre. Se *aktiv forvaltning* og *fundamental analyse*.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av brede bevegelser i markedspriser på aksjer, valu-

taer, råvarer, renter og kredittrisiko. Det er vanlig å legge til grunn at en må akseptere høyere markedsrisiko for å oppnå høyere forventet avkastning. Se *forventet avkastning*.

Markedsvekter

En portefølje eller indeks er markedsvektet når investeringene i hvert enkelt aktiva inngår med en vekt tilsvarende aktivaenes andel av markedets samlede verdi.

Meravkastning

Se *differanseavkastning*.

Mindreavkastning

Se *differanseavkastning*.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser. Motpartsrisiko oppstår blant annet ved inngåelse av ikke-børsnoterte derivatkontrakter. Se *kredittrisiko*.

Nominell avkastning

Oppnådd avkastning målt i løpende priser, dvs. uten justering for prisstigning (inflasjon). Se *inflasjon* og *realavkastning*.

Obligasjon

En obligasjon er et omsettelig lån med en løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner innfris av utsteder (lånetaker) ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder en rente til eierne av obligasjonene (såkalt kupong). De fleste obligasjoner er basert på en fast nominell rente, dvs. at kupongen er et på forhånd bestemt beløp, men obligasjoner finnes i flere varianter, bl.a. med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Det knyttes ingen forventet avkastning til ope-

rasjonell risiko. I styringen av operasjonell risiko må en imidlertid balansere hensynet til å holde sannsynligheten for slike feil lav mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Passiv forvaltning

Se *indeksforvaltning*.

Prinsipal-agent-problem

Prinsipal-agent-problemet refererer til en situasjon der det ikke er fullt interessesammenfall mellom en oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten). I situasjoner med asymmetrisk informasjon, f.eks. når innsatsen til agenten ikke er fullt ut observerbar for oppdragsgiver, kan det hende at agenten oppfører seg eller tar valg som ikke gagnar oppdragsgiver. Prinsipal-agent-problematikk er velkjent fra politisk og økonomisk litteratur og teori. I kapitalmarkedene vil prinsipal-agent-problemer kunne oppstå både mellom kapitaleier og -forvalter, og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i.

Realavkastning

Realavkastning er oppnådd nominell avkastning justert for prisstigning (inflasjon). Dette kan også betegnes som avkastningen målt i faste priser eller i kjøpekraft. Se inflasjon og *nominell avkastning*.

Rebalansering

Departementet har fastsatt en strategisk referanseindeks for fondet med en fast fordeling på aktivaklasser og regioner. Ettersom avkastningen utvikler seg forskjellig i hver aktivaklasse og hver region, vil porteføljen over tid bevege seg bort fra den strategiske fordelingen. Fondet har derfor regler for rebalansering av porteføljen. Reglene innebærer at fondet har en faktisk referanseindeks som tillates å avvike noe fra den strategiske sammensetningen. Når avvikene blir for store kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. For å redusere antallet rebalanseringer brukes tilførselene av ny kapital til å investere i aktiva som i perioden før tilførselen har falt i verdi. Se *faktisk og strategisk referanseindeks*.

Relativ avkastning

Se *differanseavkastning*.

Relativ volatilitet

Kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. En vanlig framgangsmåte er å fastsette en referanseindeks sammen med grenser for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet har overfor Norges Bank og Folketrygdfondet oppstilt en grense i form av mål for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket på avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Rammen for Norges Bank er satt til 1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet, mens den for Folketrygdfondet er 3 prosentpoeng. Over tid og gitt noen statistiske forutsetninger innebærer dette at om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning i to av tre år avvike med mindre enn 1 prosentpoeng fra avkastningen på referanseporteføljen i SPU, og avvike med mindre enn 3 prosentpoeng fra avkastningen på referanseporteføljen i SPN. Se *aktiv forvaltning, faktisk portefølje, og referanseindeks*.

Risiko

Risiko er et mål som sier noe om at sannsynligheten for at en hendelse skal inntreffe og konsekvensen av denne (for eksempel i form av tap eller gevinst). Det knytter seg ulike dimensjoner til risiko. En viktig dimensjon er skillet mellom risikoer som kan tallfestes og risiko som vanskelig lar seg kvantifisere. Et eksempel på det første er markedsrisikoen for investeringer i verdipapirmarkedet. Et eksempel på det andre er den operasjonelle risikoen i en portefølje. Standardavvik er en måte å tallfeste risiko på. Se *markedsrisiko, operasjonell risiko, kredittrisiko, systematisk risiko og standardavvik*.

Risikofaktorer

Risikofaktorer er faktorer som kan påvirke avkastningen på investeringer. Når de ikke kan elimineres gjennom diversifisering, kalles de systematiske. Investorer vil normalt kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å være eksponert mot systematiske risikofaktorer. Dette kalles risikopremier. Kjente systematiske risikofaktorer i aksjemarkedet og tilhørende risikopremier er markedsrisiko (aksjepremien), markedsverdi i forhold til bokført verdi (verdipremien), relativ

selskapsstørrelse (størrelsespremien) og likviditet (likviditetspremien). Viktige systematiske risikofaktorer i obligasjonsmarkedet er termin-, kreditt- og likviditetsrisiko, med tilhørende risikopremier. Se *diversifisering*.

Risikofri rente

Risikofri rente er en forutsigbar (sikker) avkastning på et verdipapir over en spesifikk tidshorisont. Det er ofte sett på som en hypotetisk investering, uten noen eksponering mot risikofaktorer som kan påvirke avkastningen (slik som markedsrisiko, kreditt- og likviditetsrisiko, valutarisiko, etc.). I praksis anses renten på korte statspapirer med høyeste kredittverdighet som risikofri. Se *risikofaktorer*.

Risikopremie

Se *risikofaktorer*.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling er en modell som beskriver den relative hyppigheten av mulige verdier som en usikker (stokastisk) variabel kan ta. Den mest kjente sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er symmetrisk om middelverdien (forventningsverdien). Fordelinger som ikke er symmetriske kalles ofte skjevfordelte. Fordelinger der ekstremutfall (store eller små) er mer sannsynlige enn i normalfordelingen kalles fordelinger med «fete» eller «tunge» haler.

Standardavvik

Standardavvik er et mål som ofte benyttes på risikoen i en portefølje. Det viser hvor mye verdien av en variabel (her porteføljens avkastning) kan ventes å svinge. Dersom det ikke er noen variasjon er standardavviket lik 0. Jo høyere standardavvik, desto større svingninger (volatilitet) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å kople standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode.

Dersom avkastningen er normalfordelt vil den i 68 pst. av tilfellene være under ett standardavvik

fra gjennomsnittlig avkastning. I 95 pst. av tilfellene vil avkastningen ligge innenfor to standardavvik. Empiriske undersøkelser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer imidlertid at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn hva en ville vente hvis avkastningsratene var normalfordelt. Dette omtales som «fete haler». Se *sannsynlighetsfordeling og risiko*.

Strategisk eier

Begrepet strategisk eier brukes om investorer som, i motsetning til finansielle eiere, aktivt søker å utnytte eierskapet til formål ut over det finansielle, for eksempel en gitt atferdsendring. For en strategisk eier er det viktig å få innflytelse over selskapet, gjerne gjennom en stor eierandel og en plass i selskapets styre. Se *finansiell eier*.

Strategisk referanseindeks

Departementets grunnleggende investeringsstrategi for Statens pensjonsfond kommer til uttrykk gjennom en strategisk referanseindeks for SPN og SPU. Disse angir en strategisk aktivaallokering, som innebærer en fordeling av fondskapitalen på ulike typer eiendeler og geografiske regioner. Se *aktivaallokering*.

Referanseindeksen for SPU inneholder flere tusen aksjeselskaper og obligasjonslån, som er bestemt av de kriterier som indeksleverandørene legger til grunn for inklusjon av verdipapirer i referanseindeksen. Departementet har valgt FTSE som leverandør av referanseindeksen for aksjer, som består av aksjer som inngår i FTSE «Global Equity Index Series All Cap». Indeksen består av et gitt antall landindekser med vekter basert på markedsverdier. Videre har departementet valgt Barclays Capital som leverandør av referanseindeksen for obligasjoner, som består av obligasjoner som inngår i indeksene Barclays Global Aggregate og Barclays Global Real. Indeksen består av et bestemt antall delindekser basert på valuta og sektorer med vekter basert på nominelt utestående beløp. Se *faktisk referanseindeks*.

Systematisk risiko

Systematisk risiko er den delen av risikoen som er knyttet til utviklingen i en bredt sammensatt og godt diversifisert verdipapirportefølje. Motsetningen er usystematisk eller verdipapirspesifikk risiko. Fordi usystematisk risiko kan elimineres gjennom diversifisering, gir eksponering mot slik risiko normalt ikke økt forventet avkastning.

Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet og forsvinner aldri. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, «kredittskviser», manglende likviditet og markedskollaps mv. En investor kan imidlertid la være å investere i (eller kun investere en mindre andel i) verdipapirer som for eksempel aksjer, som faller relativt mer i verdi i dårlige tider. Høyere systematisk risiko kompenseres i form av høyere forventet avkastning.

Systematisk risiko måles i beta. En betaverdi på 1 representerer den gjennomsnittlige systematiske risikoen i markedet. En representativ markedsindeks, som for eksempel referanseindeksen for SPU, vil dermed ha en beta nær 1. En portefølje med beta over 1 vil i gjennomsnitt ha større avkastningsvariasjon, men høyere forventet risiko enn en portefølje med beta 1. For en portefølje med beta under 1 vil dette være motsatt. Se *risikofaktorer*.

Unoterte investeringer

Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på regulerte markedsplasser.

Valutakurv

SPU plasseres utelukkende i utenlandske verdipapirer, og dermed kun i papirer som omsettes i andre valutaer enn norske kroner. Avkastningen

av SPU i norske kroner vil dermed ikke bare variere med markedsutviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene, den vil også variere med valutaendringer mellom norske kroner og de valutaer fondet er investert i. For fondets internasjonale kjøpkraft er imidlertid kronkursutviklingen ikke relevant. For å måle avkastningen uhengig av kronkursens utvikling, beregnes avkastningen også i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv som er sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseporteføljen. Dersom f.eks. 35 pst. av referanseindeksen for aksjer utgjøres av aksjer denominert i dollar, vil dollar utgjøre 35 pst. av valutakurven.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varene og tjenestene de skal finansiere. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes. Dette kalles (real-) valutarisiko. Internasjonal kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle når det gjelder å måle slik valutarisiko. Se *internasjonal kjøpekraftsparitet*.

Volatilitet

Variasjon i avkastning. Måles i standardavvik. Se *standardavvik*.

Vedlegg 5**Historiske tabeller**

Tabell 5.1 Avkastning i 2011, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2011, målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998-2011
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	-1,39	5,22	0,88	2,46	4,09
Norsk inflasjon	1,24	1,94	2,07	1,84	2,08
Forvaltningskostnader	0,08	0,11	0,10	0,10	0,10
Avkastning justert for kostnader og prisstigning	-2,68	3,11	-1,27	0,51	1,88
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	-1,39	5,21	0,88	2,46	4,09
Referanseindeks	-1,26	3,76	0,95	2,25	3,82
Meravkastning	-0,13	1,45	-0,07	0,21	0,28
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	-7,77	6,38	-3,07	1,15	2,90
Referanseindeks	-7,28	5,85	-3,20	0,79	2,42
Meravkastning	-0,49	0,54	0,13	0,36	0,48
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	8,30	2,85	4,56	3,53	4,89
Referanseindeks	7,77	-0,10	4,34	3,23	4,64
Meravkastning	0,53	2,95	0,22	0,30	0,24

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Tabell 5.2 Årlig inflasjon og avkastning av SPU i ulike valutaer. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

År	Fondets valutakurv		NOK		USD		EUR		GBP	
	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon
1997	9,07	1,75	10,83	2,62	-4,01	2,29	11,87	1,54	-0,16	1,82
1998	9,26	0,92	19,75	2,25	15,87	1,56	7,63	1,16	14,59	1,56
1999	12,44	1,28	13,84	2,30	7,92	2,21	26,42	1,04	11,41	1,32
2000	2,49	2,02	6,53	3,13	-2,91	3,36	3,66	2,16	4,75	0,87
2001	-2,47	1,17	-5,34	3,03	-6,93	2,85	-1,86	2,34	-4,47	1,18
2002	-4,74	1,91	-19,09	1,29	4,76	1,58	-11,12	2,29	-5,3	1,27
2003	12,59	1,57	19,96	2,45	24,92	2,28	3,92	2,02	12,34	1,36
2004	8,94	2,37	3,93	0,44	14,16	2,66	5,94	2,19	6,45	1,34
2005	11,09	2,33	14,28	1,59	2,22	3,39	17,80	2,15	14,32	2,04
2006	7,92	2,13	5,89	2,26	15,16	3,23	3,01	2,20	1,01	2,30
2007	4,26	3,12	-3,9	0,76	10,20	2,83	-0,61	2,15	8,35	2,35
2008	-23,31	1,42	-6,66	3,79	-27,62	3,86	-23,87	3,26	0,21	3,63
2009	25,62	1,82	7,88	2,11	30,77	-0,37	26,69	0,28	16,42	2,12
2010	9,62	1,98	9,49	2,47	8,82	1,68	16,38	1,57	12,24	3,34
2011	-2,54	2,77	-1,39	1,24	-3,96	3,12	-0,75	2,73	-3,25	4,45
1998-2011	4,48	1,91	4,09	2,08	5,68	2,27	4,37	1,83	6,11	1,94
1997-2011	4,78	1,90	4,53	2,11	5,00	2,43	4,85	1,94	5,68	2,06

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Vedlegg 6**Utviklingen av investeringsstrategien for SPU**

1996	Første tilførsel til fondet på i underkant av 2 mrd. kroner
1998	Aksjer inkludert i referanseindeksen (40 pst.)
2000	Noen framvoksende aksjemarkeder inkludert i referanseindeksen for aksjer
2002	Ikke-statsgaranterte obligasjoner inkludert i referanseindeksen for obligasjoner
2004	Flere framvoksende aksjemarkeder inkludert i referanseindeksen for aksjer Nye etiske retningslinjer
2007	Beslutning om økning av aksjeandel til 60 pst. Inkludering av små selskaper
2008	Beslutning om investering i eiendom Inkludering av alle framvoksende aksjemarkeder iht. FTSEs klassifisering
2009	Opptrapping til 60 pst. aksjer fullført ved halvårsskiftet Evaluering av etiske retningslinjer
2010	Retningslinjer for investering i eiendom fastsatt Evaluering av aktiv forvaltning
2011	Første eiendomsinvesteringer foretatt i London og Paris
2012	Ny referanseindeks for obligasjoner Ny geografisk fordeling for aksjer

Figur 6.1 Milepæler i utviklingen av investeringsstrategien for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

Vedlegg 7**Referanser**

- R. Arnott og P. Bernstein (2002), «What risk premium is «normal»?», *Financial Analysts Journal*, March/April, s. 64-85.
- C. Bliss (1999), «The Real Rate of Interest: A Theoretical Analysis», *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No. 2, 1999.
- B. Desroches og M. Francis (2007), «World Interest Rates: A Global Savings and Investment Perspective», Working Paper 2007-16, Bank of Canada.
- E. Dimson m. fl. (2011), «Equity premiums around the world», i «Rethinking the equity risk premium», Hammond m. fl. (ed.), CFA Institute.
- Duke/CEO Magazine Global Business Outlook Survey, March 2012 Results, <http://cfosurvey.org/index.htm>.
- J. Escolano, A. Shabunina og J. Woo (2011), «The Puzzle of Persistently Negative Interest Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?», IMF Working Paper WP/11/260, november 2011.
- E. Fama og K. French (2002), «The equity premium», *The Journal of Finance*, 57, s. 637-659.
- P. Fernández m. fl. (2011), «Market risk premium used in 56 countries in 2011: A survey with 6 014 answers», IESE Business School, Working Paper 920.
- A. Goyal og I. Welch (2008), «A comprehensive look at the empirical performance of equity premium prediction», *Review of Financial Studies* 21 (4), s. 1455-1508.
- R. G. Ibbotson (2011), «The equity risk premium» i «Rethinking the equity risk premium», Hammond m. fl. (ed.), CFA Institute.
- D. Ikeda og M. Saito (2012), «The Effects of Demographic Changes on Real Interest Rates in Japan», Bank of Japan Working Paper Series no. 12-E-3.
- McKinsey Global Institute (2010), «Farewell to cheap capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving», desember 2010.
- Ø. Olsen (2012), «Økonomiske perspektiver», Tale til Norges Banks representantskap og inviterte gjester. Norges Banks staff memo 5/2012.
- P. Turner (2011), «Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?», BIS Working Papers No. 367.
- D. Turner og F. Spinelli (2011), «Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics», OECD Economics Department Working Papers, No. 919, OECD Publishing.
- I. Welch (2008), «The consensus estimate for the equity premium by academic financial economists in December 2007», <http://ssrn.com/abstract=1084918>.
-
-

Offentlige institusjoner kan bestille flere
eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Internett: www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefon: 22 24 20 00

Opplysninger om abonnement, løssalg og
pris får man hos:
Fagbokforlaget
Postboks 6050, Postterminalen
5892 Bergen
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Telefon: 55 38 66 00
Faks: 55 38 66 01
www.fagbokforlaget.no/offpub

Publikasjonen er også tilgjengelig på
www.regjeringen.no

Illustrasjonsfoto: Jiri Havran

Trykk: 07 Oslo AS 03/2012

