



NORGES BANK

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep.  
0030 Oslo

Dato: 25.02.2015  
Deres ref.:  
Vår ref.:

## Referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland

Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland fastsetter at aksjeandelen i fondets faktiske referanseindeks skal vektet tilbake dersom aksjeandelen i referanseindeksen siste handledag i måneden avviker mer enn fire prosentpoeng fra den strategiske vekten. Tilbakevektingen gjennomføres ved at aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen settes til 60 prosent ved utgangen av påfølgende måned.

Norges Bank rapporterer her om gjennomføringen av tilbakevektingen høsten 2013, jf. mandatets § 1-6 femte ledd. Med utgangspunkt i våre erfaringer foreslår banken en justering av metoden for hvordan den faktiske referanseindeksen skal tilbakevektes. Banken foreslår ingen endringer i betingelsen for når en tilbakevektning skal gjennomføres.

### Tilbakevektning av den faktiske referanseindeksen høsten 2013

Aksjeandelen i referanseindeksen var 64,2 prosent ved utgangen av september 2013. I tråd med bestemmelsene i mandatet ble aksjeandelen i referanseindeksen vektet tilbake til 60 prosent 31. oktober 2013. På det tidspunktet var aksjeandelen i referanseindeksen 64,8 prosent. 4,8 prosent av fondet utgjorde på dette tidspunktet 231 milliarder kroner, og den isolerte effekten på forventet relativ volatilitet av en slik reduksjon i aksjeandelen i referanseindeksen ble estimert til 56 basispunkter.<sup>1</sup>

Det vil i praksis ikke ville være mulig for banken å tilpasse porteføljen på samme måte som referanseindeksen tilbakevektes. For å sikre en kostnadseffektiv tilpasning må banken bruke lengre tid. Vi valgte å gjennomføre hoveddelen av tilpasningene over en periode på fire

---

<sup>1</sup> Effekten av en endring på 4 prosentpoeng er estimert til 47 basispunkter.



måneder med start ved utgangen av august 2013.<sup>2</sup> Muligheten til å gjennomføre store handler på en kostnadseffektiv måte over et kort tidsrom varierer mellom regioner og markedssegmenter. Det amerikanske aksjemarkedet er normalt mer likvid enn de europeiske aksjemarkedene, selv om begge regionene betraktes som modne aksjemarkeder. Fondets strategiske vekt i Europa bidrar til å forsterke utfordringene som følger av disse likviditetsforskjellene.<sup>3</sup> Videre er markedet for statsobligasjoner i utviklede markeder ofte mer likvide enn markedene for selskapsobligasjoner og statsobligasjoner i fremvoksende markeder. Disse forskjellene legger føringer på hvordan banken kan gjennomføre tilpasningene av porteføljen, og innebærer at det praksis vil være utfordrende å fastslå når tilpasningen til ny referanseindeks er ferdigstilt.

Banken skal i henhold til mandatet for forvaltningen rapportere om anslåtte kostnader ved en tilbakevektning. Banken brukte fire måneder på tilpasningen. Vi har på grunnlag av standard modeller estimert transaksjonskostnadene ved en slik tilpasning til om lag 600 millioner kroner.<sup>4</sup> Vi har for sammenligning også estimert transaksjonskostnadene dersom banken hadde foretatt tilpasningen over fem handledager. En slik tilpasning ville ha ligget tettere opp mot hvordan referanseindeksen faktisk justeres og bidratt til å redusere den relative risikoen i forvaltningen i perioden. Transaksjonskostnadene er i så fall estimert til i overkant av en milliard kroner. Denne typen beregninger er usikre og estimatet på transaksjonskostnader vil avhenge av markedssituasjonen på det tidspunktet tilpasningen gjennomføres. Spesielt gjelder dette estimatet for transaksjonskostnader ved store og gjentatte handler i obligasjonsmarkedene. Tilpasningen til ny faktisk referanseindeks ble gjennomført i en periode med svært god likviditet i finansmarkedene. Dette bidro til å redusere transaksjonskostnadene.

Tilbakevektningen ble gjennomført i samme tidsrom som flere andre store endringer i den faktiske referanseindeksen, som for eksempel tilpasning til nye regionvekter for aksjer og den årlige justeringen av BNP-vektene i obligasjonsindeksen. Flere samtidige endringene i referanseindeksen gjør det utfordrende å isolere porteføljeendringer som følger direkte av tilbakevektningen. Dette bidrar til å øke usikkerheten om estimatet for faktiske transaksjonskostnader, og gjør det også mer utfordrende å rapportere eventuell mer- eller mindre avkastning ved tilbakevektningen.

---

<sup>2</sup> Vi vurderte det på dette tidspunkt som sannsynlig at betingelsen for tilbakevektning ville være oppfylt ved utgangen av september 2013.

<sup>3</sup> Aksjene i fondets referanseindeks for aksjer er tilordnet faktorer avhengig av landtilhørighet, jf. § 3-3 (2) i mandatet. Utviklede markeder i Europa har en landfaktor på 2,5, USA og Canada 1, øvrige utviklede markeder 1,5 og fremvoksende markeder 1,5. En landfaktor på 2,5 prosent i Europa mot 1 i USA betyr at gjennomsnittlig eierandel, (målt som andel av aksjer som er umiddelbart tilgjengelige), i europeiske selskaper er 2,5 ganger større enn i selskaper notert i USA.

<sup>4</sup> BECS (Best Execution Consulting Services) er en samling av databaserte verktøy for å analysere forventede transaksjonskostnader i forkant av en handel i markedet. BECS er basert på transaksjonsmodeller som analyserer likviditet og volatilitet i de enkelte aksjene og som gir et estimat på total transaksjonskostnad. BECS er eid av Citigroup.



### Justering av regel for tilbakevekting

Aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen settes i dag til 60 prosent en måned etter at betingelsen for tilbakevekting er oppfylt. Vår erfaring fra høsten 2013 tilsier at det er behov for å justere metoden for hvordan referanseindeksen tilbakevektes.

Fondet har vokst mye siden gjeldende regel for tilbakevekting ble fastsatt i 2012. Båndet for tilbakevekting er også bredere enn hva som var bankens opprinnelige råd. Gitt dagens fondsstørrelse vil hver enkelt tilbakevekting kunne innebære kjøp og salg av verdipapirer for mer enn 500 milliarder kroner. For å sikre kostnadseffektiv tilpasning av porteføljen vil banken måtte bruke lang tid på gjennomføringen. Banken vil i mindre grad enn tidligere kunne påregne å benytte tilførsler til å foreta nødvendige tilpasninger. Lavere tilførsler, både absolutt og målt i forhold til fondets samlede verdi, innebærer at det meste av tilpasningen i etterkant av en tilbakevekting vil måtte finne sted gjennom faktiske kjøp og salg av verdipapirer i markedene.

Avvikene som oppstår mellom referanseindeksen og porteføljen i perioder banken foretar en tilpasning til ny referanseindeks, vil kunne dominere den relative risikoen i forvaltningen og den rapporterte mer- eller mindre avkastningen. Rapportert mer- eller mindre avkastning vil ikke gi et riktig bilde av om Norges Bank har gjennomført porteføljetilpasningene på en effektiv måte. Det er derfor vår vurdering at metoden for hvordan den faktiske referanseindeksen settes bør ligge tettere opp mot en prosess det vil være mulig å følge i den operative forvaltningen.

Vårt forslag til ny metode er at den faktiske referanseindeksen justeres gradvis i flere trinn. Forslaget innebærer at tilbakevektingen vil kunne ta lenger tid dersom aksjeandelen faller utenfor båndet på fire prosentpoeng i perioden. Vi har etter en samlet vurdering kommet frem til at metoden for hvordan den faktiske referanseindeksen tilbakevektes ved fremtidige tilbakevektinger bør unntas offentlighet. Metoden bør fastsettes av departementet etter råd fra Norges Bank. Dersom banken finner at det er behov for å justere metoden for hvordan referanseindeksen tilbakevektes, kan banken gi et slikt råd i forbindelse med rapporteringen etter en tilbakevekting.

Departementet skriver i brev til Norges Bank 24. juni 2014 om Meld. St. 19 (2013-214) at de legger opp til å endre mandatet for forvaltningen av SPU på en måte som innebærer at utslagene i forventet relativ volatilitet som følge av en tilbakevekting av referanseindeksen skal holdes utenfor rammen for avvik fra referanseindeksen. En forutsetning for denne endringen er at banken rapporterer nærmere om virkningen på relativ volatilitet og meravkastning. Erfaringene fra tilbakevektingen høsten 2013 er at disse effektene vanskelig kan isoleres fra bankens øvrige investeringsbeslutninger.

### Bankens forslag

Banken foreslår at nåværende § 1-6 fjerde ledd i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland endres til:

*Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen siste handledag i måneden avviker med mer enn fire prosentpoeng fra vekten i den strategiske referanseindeksen, skal aksjeandelen vektet tilbake til 60 prosent. Departementet fastsetter, etter råd fra Norges Bank, nærmere bestemmelser for hvordan den faktiske referanseindeksen tilbakevektes.*

Bankens råd om hvordan den faktiske referanseindeksen skal tilbakevektes fremgår av vedlegg til dette brevet.

#### Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen

I vårt brev til departementet 31. januar 2014 ga vi departementet råd om videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av fondet. Departementet mottok samtidig råd fra en gruppe eksperter om mulige endringer i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland.<sup>5</sup> Forslaget fra ekspertene innebærer at banken tillegges et noe større ansvar for fondets samlede avkastning. I et slikt regime vil det være naturlig å vurdere å delegere ansvaret for fastsettelse av reglene for tilbakevekting av referanseindeksen til banken. Banken kan da fastsette regler for tilbakevekting som i større grad tar hensyn til faktiske markedsforhold.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

#### Vedlegg

Forslag til metode for tilbakevekting av den faktiske referanseindeksen

---

<sup>5</sup> Ang A., M.W. Brandt and D. Denison – Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global, January 2014.