



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 01.12.2016

Aksjeandelen i referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland

Valg av aksjeandel i referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland er den enkeltbeslutningen som betyr mest for fondets samlede avkastning og risiko. Hva aksjeandelen i et fond som Statens pensjonsfond utland bør være, avhenger av eiers preferanser. Valg av aksjeandel vil alltid representere en avveining mellom forventet avkastning på den ene siden og risiko på den andre siden.

Departementet ber i brev 12. februar Norges Bank vurdere om forholdet mellom forventet avkastning og risiko for aksjer og obligasjoner har endret seg siden aksjeandelen sist ble vurdert i 2006/2007, og om det er forhold som tilsier en endring i aksjeandelen i referanseindeksen for fondet. I et eget brev 20. juni 2016 bes banken om å komme med anslag for forventet avkastning i fondet de nærmeste 10-15 årene for ulike antagelser om aksjeandelen.

Aksjeandelen i fondet har vært vurdert og endret flere ganger tidligere. I 1997 ble det bestemt at 40 prosent av fondet skulle investeres i aksjer.¹ Aksjeandelen ble vurdert på nytt, men ikke endret, i 2002 og 2004.² I 2006/07 var spørsmålet om aksjeandel igjen tema, og det ble bestemt å øke aksjeandelen til 60 prosent.³ Vurderingene i dette brevet bygger på analysene i fire diskusjonsnotater som er publisert på bankens hjemmesider.⁴ Disse publikasjonene oversendes departementet i eget brev.

¹ St. Meld. 1 (1997-1998).

² St. Meld. 1 (2001-2002) og St. Meld. 1 (2003-2004).

³ St. Meld. 24 (2006-2007).

⁴ NBIM Diskusjonsnotat 1/2016: *Aksjemarkedspremien*, NBIM Diskusjonsnotat 2/2016: *Risiko og avkastning ved ulike aktivaallokeringer*, NBIM Diskusjonsnotat 3/2016: *Global vekst og aksjemarkedsavkastning* og NBIM Diskusjonsnotat 4/2016: *Aktivaallokering når vi tar hensyn til andre inntekter og planene for bruk av midlene*.

Endringer siden 2006 og hovedpunkter i bankens råd

Renten på realrenteobligasjoner er en god indikator på forventet realavkastning for tilnærmet risikofrie obligasjoner. Siden 2006 har renten på slike obligasjoner falt med nesten 3 prosentpoeng. Forventet meravkastning på aksjer i forhold til obligasjoner er noe høyere enn i 2006, men effekten av denne endringen er mye mindre enn effekten av lavere realrenter. Forventet realavkastning på fondet er i dag derfor betydelig lavere enn i 2006.

I 2006 ble det, på grunnlag av historiske tall, lagt til grunn at samvariasjonen mellom obligasjons- og aksjeavkastningen ville være positiv. Siden starten av 2000-tallet har imidlertid samvariasjonen vært negativ. Obligasjonsinvesteringene har derfor bidratt til å dempe svingningene i avkastningen på fondet i sterkere grad enn hva som var forventet for ti år siden. Dersom korrelasjonen forblir lav, noe vi mener det ikke er urimelig å anta, vil fondet trenge en lavere andel obligasjoner enn tidligere antatt for å holde forventede svingninger i fondsavkastningen på om lag samme nivå.

Fondet er i dag mye større enn det var i 2006, både målt i løpende kroner og sett i forhold til andre økonomiske måltall. I 2006 utgjorde verdien av fondet om lag en tredjedel av statens samlede petroleumsformue. I dag utgjør fondet to tredjedeler av petroleumsformuen.⁵ Usikre verdier på norsk sokkel utgjør derfor i dag en vesentlig mindre andel av statens formue. Dette tilsier, alt annet like, at eier kan bære mer risiko i fondet enn hva tilfellet var i 2006, uten at dette øker svingningsrisikoen i samlet petroleumsformue. Fondet er gjennom handlingsregelen en integrert del av finanspolitikken. Andelen av statsbudsjettet som finansieres av fondet er i dag er om lag tre ganger så høy som for ti år siden; 6 prosent i 2006 mot om lag 20 prosent i 2017.⁶

Sammenlignet med 2006 er forventet avkastning på aksjer i forhold til obligasjoner noe høyere, obligasjoner demper svingninger i fondsverdien bedre, og risikoen i samlet petroleumsformue er betydelig lavere. Dette er alle forhold som peker i retning av en høyere aksjeandel, og som banken legger vekt på når vi i dette brevet konkluderer med at aksjeandelen i referanseindeksen bør økes til 75 prosent. En høyere aksjeandel betyr at forventet avkastning øker. Realisert avkastning vil imidlertid kunne avvike mye fra forventningene, og eiers planer for bruk av fondet må ta høyde for dette.⁷

En endring av aksjeandelen i tråd med bankens forslag vil ikke ha store operasjonelle konsekvenser. Forvaltningsoppdraget vil i hovedsak kunne gjennomføres med dagens systemer og ressurser. Fondet vil fortsatt kunne forvaltes innenfor den nåværende rammen for forvaltningskostnader på 0,08 prosent.⁸

⁵ Anslag for verdien av gjenværende petroleumsressurser er hentet fra Meld. St. 1 (2006-2007) og Meld. St. 1 (2015-2016). Fondsverdien gjenspeiler verdien per 1. januar hvert år årene. Løpende priser.

⁶ Meld. St. 3 (2006-2007) og Meld. St. 1 (2016-2017). Vi har i disse beregningene tatt utgangspunkt i det oljekorrigerte underskuddet, da dette viser beløpet som faktisk overføres fra fondet.

⁷ Gjennomsnittlig realisert geometrisk avkastning vil også være lavere enn gjennomsnittlig realisert aritmetisk avkastning for en portefølje av aksjer og obligasjoner.

⁸ Aksjeforvaltning koster generelt noe mer enn obligasjonsforvaltning. Forvaltningskostandene vil derfor kunne øke noe dersom departementet bestemmer seg for å øke aksjeandelen, se *Performance and Risk - Government Pension Fund Global*, NBIM Report 2015 for en nærmere beskrivelse av forvaltningskostnadene for ulike strategier.

Valg av aksjeandel kan ha betydning for andre deler av investeringsstrategien for fondet. Departementet reiser i sitt brev 12. februar mange relevante spørsmål om sammenhengen mellom aksjeandelen og andre deler av investeringsstrategien. Svarene på disse spørsmålene vil i liten grad påvirke bankens råd om aksjeandel. Banken tar sikte på å komme tilbake til disse spørsmålene etter at beslutningen om aksjeandelen er tatt.

I dette brevet diskuterer vi først forventet avkastning på en portefølje av aksjer og obligasjoner, og vurderer deretter risikoen i denne porteføljen. Vi ser deretter fondet i sammenheng med statens øvrige formue og planer for bruk av midlene. Avslutningsvis oppsummerer vi bankens råd om aksjeandel i referanseindeksen for fondet.

Forventet realavkastning

Forventet realavkastning basert på analyse av historiske tallserier

Det mest brukte datasettet for beregninger av historisk realavkastning er utarbeidet av Dimson, Marsh og Staunton.⁹ Datasettet dekker utviklingen i aksje- og obligasjonsmarkedene i 20 land fra 1900 frem til i dag. Gjennomsnittlig årlig realavkastning på en global portefølje som består av statspapirer med kort løpetid, har i denne perioden vært 1,0 prosent. Tilsvarende realavkastning for en global portefølje av statsobligasjoner har vært 2,4 prosent.¹⁰ Forskjellen mellom avkastningen på statspapirer med kort løpetid og statsobligasjoner viser at investorene historisk har blitt kompensert for å gi lån med lengre løpetid i form av en såkalt terminpremie.

Siden 1900 har gjennomsnittlig årlig realavkastning på en global portefølje som består av aksjer, vært 5,7 prosentpoeng høyere enn tilsvarende avkastning på en global portefølje av statspapirer med kort løpetid. Sagt på en annen måte har én krone investert i det globale aksjemarkedet i denne perioden gitt en avkastning som har vært mer enn 120 ganger høyere enn én krone investert i en portefølje av statspapirer med kort løpetid. Den historiske meravkastningen har vært høyere i det amerikanske markedet enn globalt, men den har vært gjennomgående positiv i alle aksjemarkedene som inngår i datasettet fra Dimson, Marsh og Staunton. Den historiske meravkastningen på aksjer har vært høyere enn hva som kan tilskrives aksjeutbytter og vekst i utbyttene over tid. Markedets verdsetting av selskapenes overskudd ser dermed ut til å ha endret seg i løpet av denne perioden. Hvis vi justerer for effekten av denne re-prisingen, faller det langsiktige gjennomsnittet for meravkastningen på aksjer til rett under 4 prosent.¹¹

Historisk meravkastning på aksjer er én av flere mulige tilnærminger for å anslå den såkalte aksjemarkedspremien - kompensasjonen investorer krever for å påta seg risikoen ved å investere i aksjer heller enn i risikofrie renteinvesteringer. Aksjemarkedspremien inngår som en sentral variabel i de mest brukte modellene for prisingen av finansielle instrumenter, som for eksempel kapitalverdimodellen (CAPM) og ulike typer flerfaktormodeller (f.eks. Fama-French).

⁹ Dimson E., Marsh P., Staunton N. (2015), *Equity premia around the world*, working paper, London Business School.

¹⁰ Den historiske realavkastningen på obligasjoner og meravkastningen på aksjer er beregnet i amerikanske dollar.

¹¹ Beregningen er basert på data fra MSCI for perioden fra 1970 og frem til i dag som omtalt i NBIM Diskusjonsnotat 1/2016.

Fremoverskuende anslag på forventet realavkastning

Historisk avkastning forteller noe om hvordan ting har vært. Det er ingen garanti for at historien vil gjenta seg. Alternativet til å bruke historiske data er å bruke ulike typer modeller, som med utgangspunkt i markedsprisene og antagelser om sammenhengen mellom dagens pris og fremtidig pris, søker å anslå forventet avkastning.

Prisen på en investering kan generelt formuleres som den neddiskonterte verdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. For en obligasjonsinvestering med fast kupongrente kjenner investorene de fremtidige kontantstrømmene, og forventet avkastning kan derfor leses direkte ut av effektiv rente på obligasjonen.¹² For en investor som er opptatt av realavkastning, er det den inflasjonsjusterte avkastningen som er relevant. Den til enhver tid gjeldende renten på realrenteobligasjoner kan derfor være et godt utgangspunkt for å anslå forventet realavkastning på en obligasjonsportefølje med høy kredittkvalitet. Renten på realrenteobligasjoner med 10-års løpetid i de største markedene varierte ved utgangen av 3. kvartal 2016 fra om lag -2 prosent i Storbritannia til om lag 0 prosent i USA. For realrenteobligasjoner med lenger løpetid enn ti år var renten på dette tidspunktet noe høyere, men fortsatt vesentlig lavere enn hva den har vært historisk.

Markedets forventninger om vedvarende lave renter skyldes ikke bare svake konjunkturer, men kan også sees i sammenheng med strukturelle endringer i verdensøkonomien. Bank of England anslår i en mye sitert rapport at nær 4 prosentpoeng av rentefallet på 4,5 prosentpoeng de siste 30 årene kan forklares av lavere forventet trendvekst og endringer i preferansene for sparing og investering.¹³ Artikkelforfatterne forventer samtidig at bare en liten del av rentefallet vil reverseres frem mot 2030, og konkluderer med at det nye nivået for en nøytral global realrente ligger på eller rett under én prosent på mellomlang og lang sikt. Anslaget stemmer godt overens med prisingen i markedet for realrenteobligasjoner med lang løpetid, og er også i tråd med anslag lagt frem av organisasjoner som IMF og OECD.¹⁴

Mens det er bred enighet om at aksjeinvestorer historisk har fått godt betalt for å påta seg aksjerisiko, er det mindre enighet om hvilke forhold som driver størrelsen på, og variasjonene i, aksjemarkedspremien over tid. Forventet aksjemarkedspremie kan ikke observeres direkte i finansmarkedene. Den vanligste tilnærmingen er å forsøke å estimere forventet aksjemarkedspremie på basis av forventninger om fremtidige utbytter. Det finnes flere modeller for denne typen beregninger. Vi har vurdert en rekke ulike modeller og beregnet forventet aksjemarkedspremie i dag til i underkant av 6 prosent i gjennomsnitt. Aksjemarkedspremien er i samtlige modeller estimert til å være noe høyere enn for ti år siden.

Disse modellbaserte estimatene for aksjemarkedspremien er usikre og kan erfaringsmessig endre seg raskt. Estimaten for forventet aksjemarkedspremie er spesielt følsomme for forutsetningene som legges til grunn for utbyttevekst og risikofri rente. Veksten i utbyttene fra

¹² Vi ser her bort fra både konkursrisiko og usikkerheten om hvilken rente mottatte kuponger kan re-investeres på.

¹³ Rachel and Smith (2015), *Secular drivers of global interest rates*, Bank of England, Staff Working Paper No. 571

¹⁴ IMF (2016), *World Economic Outlook: Too Slow for Too Long* og OECD (2014), *The long-term global outlook for interest rates*, vedlegg 5, NOU 2015:9 *Finanspolitikk i en olj økonomi*

bedriftene har vært høy i årene etter finanskrisen, og rentene er på historisk lave nivåer. Endringer i rentenivået og andre rammebetingelser kan påvirke bedriftenes muligheter til å fortsatt betale høye utbytter. På lang sikt vil veksten i utbytter og bedriftenes kontantstrømmer også påvirkes av underliggende økonomisk vekst. Det er ventet at veksten i verdensøkonomien de neste årene vil være lavere enn hva den har vært historisk. Våre analyser finner en forholdsvis klar sammenheng mellom global økonomisk vekst, global vekst i bedriftenes kontantstrømmer og global aksjeavkastning.¹⁵ Hvis vi legger inn mer forsiktige estimater om utbyttevekst, faller anslaget for forventet aksjemarkedspremie til under 4 prosent.

Bankens vurderinger

Basert på våre analyser anslår vi forventet realavkastning på obligasjoner til 0,25 prosent i gjennomsnitt på 10 års sikt og 0,75 prosent i årlig gjennomsnitt på 30 års sikt. Vårt anslag på forventet realavkastning for obligasjoner er basert på prisingen i markedet for realrenteobligasjoner i de største markedene ved utgangen av 3. kvartal 2016, men er noe høyere enn dette siden fondet også er investert i andre markeder. Vi har i våre estimater lagt til grunn at forventet terminpremie på obligasjoner er tilnærmet lik null. På grunn av usikkerhet rundt estimatet for aksjemarkedspremien velger vi å legge til grunn en aksjemarkedspremie på 3,0 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt både de neste 10 og de neste 30 årene. Forventet meravkastning på aksjer i forhold til obligasjoner er noe høyere nå enn hva en tilsvarende tilnærming ville gitt i 2006 på grunn av at forventet terminpremie i dag er lavere.

Forventet gjennomsnittlig årlig realavkastning på en portefølje med 40 prosent obligasjoner og 60 prosent aksjer anslås til 2,1 prosent på 10 års sikt og 2,6 prosent på 30 års sikt. Dersom aksjeandelen økes til 75 prosent, stiger forventet gjennomsnittlig årlig realavkastning på 10 års sikt til 2,5 prosent og 3,0 prosent på 30 års sikt.

Risikoen i en portefølje av aksjer og obligasjoner

Svingningsrisiko

Forventede svingninger eller standardavvik er det mest brukte målet på risiko i finansmarkedene. Standardavviket angir hvor mye avkastningen er forventet å svinge rundt gjennomsnittet. Under forutsetning om at avkastningen er normalfordelt, betyr et standardavvik på 10 prosent at avkastningen i ett av tre år må forventes å avvike med mer enn 10 prosentpoeng og i ett av 20 år med mer enn 20 prosentpoeng fra gjennomsnittet. Med dagens størrelse på fondet tilsvarer ett standardavvik om lag 700 milliarder kroner og to standardavvik om lag 1 400 milliarder kroner.

Standardavviket for en portefølje av globale obligasjoner er på grunnlag av historiske data fra Dimson, Marsh og Staunton beregnet til 9,7 prosent for perioden fra 1900 og frem til i dag. Tilsvarende tall for en global aksjeportefølje er 17,1 prosent. De siste 10 årene har standardavviket for fondets obligasjonsindeks målt i valutakurven vært 3,9 prosent, mens

¹⁵ NBIM Diskusjonsnotat 3/2016.

standardavviket for fondets aksjeindeks har vært 14,6 prosent. Standardavviket for obligasjoner i Dimson-databasen er vesentlig høyere enn beregnet standardavvik for fondets obligasjonsindeks, mens forskjellen mellom standardavvikene for aksjer er mindre. Dette skyldes at obligasjonene i Dimson-databasen har lengre løpetid enn obligasjonene i fondets obligasjonsindeks, og at standardavviket er beregnet i amerikanske dollar og ikke i en kurv av valutaer. Valutasvingninger slår ikke like mye ut i beregningen av det historiske standardavviket for aksjer.

Hovedformålene med fondets investeringer i obligasjoner er å dempe svingningene i fondets samlede avkastning, bidra med likviditet og høste eventuelle risikopremier i obligasjonsmarkedet.¹⁶ Obligasjonsinvesteringene bidrar til å redusere svingningene i den løpende avkastningen ved at obligasjonsavkastningen svinger mindre og i en annen takt enn avkastningen på aksjer, fremfor alt i perioder med fallende aksjekurser. Siden 2006 har svingningene i fondets referanseindeks for obligasjoner målt med standardavviket vært om lag en tredjedel av standardavviket til aksjeindeksen. Dette forholdet har vært forholdsvis stabilt over tid, og bidrar til å redusere svingningene i den løpende avkastningen på fondet uavhengig av om avkastningen på aksjer og obligasjoner beveger seg i takt eller ikke.

Forventede svingninger i en portefølje bestående av aksjer og obligasjoner påvirkes også av i hvilken grad avkastningen på aksjer og obligasjoner svinger i takt.¹⁷ I perioden fra tidlig 1960-tallet og frem til slutten av 1990-tallet var denne samvariasjonen positiv. Avkastningen på obligasjoner beveget seg i samme retning som avkastningen på aksjer – obligasjonskursene falt når aksjekursene falt.

Siden starten på 2000-tallet har sammenhengen mellom avkastningen på aksjer og obligasjoner vært en annen – obligasjonskursene har steget når aksjekursene har falt. Endringen i samvariasjon forklares blant annet med endringer i pengepolitiske regimer og at negative sjokk i denne perioden i all hovedsak har vært etterspørselsdrevet. I perioder med etterspørselssjokk vil inflasjonen være prosyklisk. Inflasjonen stiger når veksten i økonomien er god. Med inflasjonsstyring fra sentralbankene vil nominelle renter stige i når inflasjonen stiger. Når nominelle renter stiger, faller obligasjonskursene. Siden aksjekursene også normalt stiger i perioder med god økonomisk vekst, blir samvariasjonen mellom aksje- og obligasjonsavkastningen negativ.¹⁸

I bankens råd om aksjeandel fra 2006 ble det lagt til grunn at samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner ville være om lag på samme nivå som de tre forutgående tiårene. I praksis innebar dette at det ble lagt til grunn en positiv samvariasjon på om lag 0,4. Avkastningen på en indeks med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner ville med dette kunne forventes å svinge med 10,8 prosent, mens avkastningen på en indeks med 75 prosent aksjer og 25 prosent obligasjoner var forventet å svinge med 12,7 prosent. Hvis vi legger til grunn en

¹⁶ Meld. St. 17 (2011-2012).

¹⁷ NBIM Diskusjonsnotat 2/2016.

¹⁸ Campell J. Y., Pflueger C. og Viceira L. M. (2014), *Monetary Policy Drivers of Bond and Equity Risks*, NBER Working Paper No. 20070.

korrelasjon nærmere hva den faktisk har vært det siste tiåret, på -0,3, faller forventede svingninger i dette eksempelet til 9,2 og 11,6 prosent i eksemplene med henholdsvis 60 og 75 prosent aksjer.¹⁹

Regneeksempelet over illustrerer hvordan fortegnet på samvariasjonen mellom avkastningen på aksjer og obligasjoner påvirker forventede svingninger i den totale porteføljen. Endringen i samvariasjon kan, alt annet like, tilsa at det i dag er behov for en lavere andel obligasjoner enn antatt i 2006 for å holde forventede svingninger i fondsavkastningen på et moderat nivå. Vi mener det ikke er urimelig å anta negativ samvariasjon mellom avkastningen i aksjer og obligasjoner fremover. En mer forsiktig antagelse vil være å anta null i samvariasjon. Argumentet om at det er behov for en lavere andel obligasjoner enn i 2006, er fortsatt gyldig.

Hvor mye avkastningen på obligasjoner svinger avhenger av rentesensitiviteten, såkalt durasjon. Durasjonen i statsdelen av fondets referanseindeks for obligasjoner har det siste tiåret steget fra under 6 år til over 8 år. Generelt vil det være slik at lavere durasjon gir mindre svingninger i obligasjonsindeksen. Imidlertid kan høyere durasjon bidra til å redusere samlet porteføljerisiko hvis korrelasjonen med aksjer er sterkt negativ, og motsatt dersom korrelasjonen er tilsvarende sterkt positiv. Siden korrelasjonen de siste ti årene har vært negativ, har lengre løpetid i referanseindeksen bidratt til å dempe svingningene i totalavkastningen ytterligere.

Andre typer risiko

Avkastningen i finansmarkedene er ikke normalfordelt. Kriser i finansmarkedene oppstår hyppigere og med større styrke enn en slik fordeling tilsier. I finanskrisetåret 2008 falt aksjemarkedet med nesten 40 prosent. Med dagens størrelse på fondet, tilsvarer dette et fall i verdien på aksjeinvesteringene på om lag 1 700 og 2 100 milliarder kroner med en aksjeandel på henholdsvis 60 og 75 prosent.²⁰

I omtalen av svingningsrisiko har vi sett på hvordan avkastningen kan forventes å svinge fra ett år til det neste. Muligheten for at avkastningen vil forbli lav over lengre perioder representerer en annen type risiko. Perioder med høyere enn forventet inflasjon har bidratt til at realavkastningen på investeringer i nominelle obligasjoner har vært negativ i flere år på rad. Realavkastningen på amerikanske statsobligasjoner var for eksempel negativ hvert år i perioden fra 1977 til og med 1981. Siden store deler av fondets obligasjonsinvesteringer foretas i obligasjoner som utstedes med nominell rente, er dette en risiko obligasjonsinvesteringene eksponerer fondet mot.

Vår gjennomgang av historiske avkastningstall for amerikanske aksjer viser at meravkastningen i forhold til obligasjoner har vært negativ for perioder av opptil ti år av gangen. Målt over rullerende 20-års perioder har den årlige meravkastningen i forhold til

¹⁹ Formålet med dette stiliserte regneeksempelet har vært å illustrere effekten av endringen i korrelasjonen har på samlet svingningsrisiko i en portefølje av aksjer og obligasjoner. Vi har tatt utgangspunkt i amerikanske data, gjort beregningene i amerikanske dollar og brukt standardforutsetninger om volatilitet i det amerikanske aksje- og obligasjonsmarkedet på henholdsvis 16 og 6 prosent.

²⁰ Beregningen tar ikke hensyn til eventuelle effekter av endringer i kronekursen.

obligasjoner i perioden 1927 til 2015 variert mellom 2,5 og 15,9 prosent. Denne meravkastningen var spesielt høy i 20-års periodene i etterkant av 2. verdenskrig, gjennom store deler av 90-tallet og i årene etter finanskrisen. Meravkastningen på aksjer i forhold til obligasjoner var spesielt lav i 20-års periodene som sammenfaller med depresjonen i USA på 30-tallet og i årene etter oljeprissjokket tidlig på 70-tallet.²¹ De store variasjonene i realisert meravkastning på aksjer relativt til obligasjoner over 10- og 20- års perioder illustrerer at aksjeinvesteringer krever en lang investeringshorisont.

Veksten i verdensøkonomien har vært lav i årene etter finanskrisen, og det er ventet at veksten vil holde seg lav det kommende tiåret. Strukturelle forhold som demografiske endringer, lav produktivitetsvekst, høy gjeldsgrad, økte forskjeller innad i enkeltland samt endringer i handelsmønsteret, trekkes ofte frem som forklaringer på de lave vekstforventningene. Langsiktige investorer kan ha grunn til å være bekymret dersom veksten forblir lav. En ting er at rentene kan forventes å forbli lave. Vedvarende lav vekst vil også påvirke den langsiktige inntjeningen hos bedriftene og gjennom dette muligens også avkastningen på en global aksjeportefølje. Samtidig er det viktig å være klar over at det erfaringsmessig har vært vanskelig å gi gode langsiktige estimater for økonomisk vekst. Det kan også være grunn til å tro at forventningene om lavere vekst allerede er gjenspeilet i markedsprisene.²²

Svingningsrisikoen for en portefølje med 75 prosent aksjer og 25 prosent obligasjoner er i dag lavere enn hva det var rimelig å forvente i 2006, men noe høyere enn hva som var forventet for en portefølje med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner for ti år siden. En høyere aksjeandel vil imidlertid også endre fondets eksponering mot andre typer risiko. Svingningene i fondsverdien vil som i dag være betydelige. En høy aksjeandel forutsetter at det er mulig å holde fast ved investeringsstrategien.

Fondets rolle

Fondet utgjør en betydelig andel av statens formue og er gjennom handlingsregelen en integrert del av finanspolitikken. Valg av aksjeandel i referanseindeksen for fondet bør derfor ikke utelukkende fattes på grunnlag av en analyse av forventet avkastning og risiko i finansmarkedene.

I 2006 utgjorde verdien av fondet om lag en tredjedel av statens samlede petroleumsformue.²³ I dag utgjør fondet to tredjedeler av petroleumsformuen. En mindre del av petroleumsformuen er i dag direkte eksponert mot utviklingen i olje- og gassprisene og spesifikk risiko knyttet til utvinning av olje og gass fra norsk sokkel. Endringen i sammensetningen av petroleumsformuen har derfor bidratt til å redusere risikoen i samlet petroleumsformue. Dette tilsier at eier kan tåle å ta mer risiko i fondet enn tilfellet var i 2006, dersom vi antar at statens toleranse for risiko i den samlede petroleumsformuen er uendret.

²¹ NBIM Diskusjonsnotat 1/2016.

²² NBIM Diskusjonsnotat 3/2016.

²³ Petroleumsformuen er definert som summen av verdien av gjenværende petroleumsressurser og fondet. Anslag for verdien av gjenværende petroleumsressurser er hentet fra Meld. St. 1 (2006-2007) og Meld. St. 1 (2015-2016). Fondsverdien gjenspeiler verdien per 1. januar hvert år. Løpende priser.

Fondet forvaltes i dag med sikte på å skape et best mulig forhold mellom avkastning og risiko i fondet isolert sett. Dersom forvaltningen av fondet innrettes mot å skape best mulig forhold mellom avkastning og risiko i samlet petroleumsformue, vil det i prinsippet kunne påvirke sammensetningen av aksje- og obligasjonsinvesteringene. En vridning av investeringene vekk fra verdipapirer hvor avkastningen svinger i takt med verdiendringene på gjenværende petroleumsressurser, kunne i så fall bidra til å redusere risikoen i den samlede petroleumsformuen uten at dette går på bekostning av forventet avkastning. Dette er et spørsmål banken vil kunne komme tilbake til.

Eiers planer for bruk av fondet følger handlingsregelen for finanspolitikken. Over tid følger bruken av oljeinntekter forventet realavkastning av fondet. Denne avkastningen vil være påvirket av valg av aksjeandel. Valg av aksjeandel påvirker samtidig risikoen for fondet som kommer til uttrykk gjennom svingninger i markedsverdien. Slike svingninger skaper utfordringer for finanspolitikken, siden det ikke er ønskelig med tilsvarende utslag i øvrige inntekter og utgifter på statsbudsjettet. Denne problemstillingen er imidlertid først og fremst en konsekvens av at fondet har blitt stort. En endring i aksjeandelen vil i begrenset grad påvirke kortsiktige svingninger i offentlig forbruk.²⁴

Analysen av forventet avkastning og risiko i finansmarkedene taler for økt aksjeandel i fondet. Når analysen utvides til forholdet mellom avkastning og risiko i samlet petroleumsformue blir konklusjonen den samme. Svingninger i markedsverdien til fondet skaper utfordringer for finanspolitikken, men dette er først og fremst en konsekvens av at fondet har blitt stort.

Bankens råd om aksjeandel i referanseindeksen

Banken gir i dette brevet råd om aksjeandelen i en referanseindeks som består av aksjer og obligasjoner. Vi legger til grunn at spørsmålet om aksjeandel vil bli tatt opp på nytt dersom premissene for beslutningen banken nå er bedt om å gi innspill til endres vesentlig.

Forventet meravkastning på aksjer i forhold til obligasjoner ser i dag ut til å være noe høyere enn i 2006. Endringer i samvariasjonen mellom avkastningen på obligasjoner og aksjer tilsier også en noe høyere aksjeandel, og fondet utgjør i dag en betydelig større andel av samlet petroleumsformue. Bankens råd er at aksjeandelen i referanseindeksen bør økes til 75 prosent. God forståelse og bred aksept av svingningsrisiko og andre typer risiko en slik endring innebærer, er en forutsetning for å kunne holde fast ved investeringsstrategien. En høyere aksjeandel betyr at forventet avkastning på fondet øker. Realisert avkastning vil imidlertid kunne avvike mye fra forventningene, og eiers planer for bruk av fondet må ta høyde for dette.

Forventet gjennomsnittlig årlig realavkastning på en indeks med 75 prosent aksjer og 25 prosent obligasjoner anslås til 2,5 prosent de neste ti årene. På lengre sikt er det rimelig å legge til grunn et noe høyere bidrag fra obligasjonsinvesteringene. Forventet gjennomsnittlig årlig realavkastning øker til 3 prosent når tidshorizonten forlenges fra 10 til 30 år.

²⁴ NBIM Diskusjonsnotat 4/2016.



Aksjeandelen i en referanseindeks som bare består av aksjer og obligasjoner fungerer som en ramme for samlet markedsrisiko i fondet. Aksjeandelen i en slik referanseindeks er 62,5 prosent, jf. Finansdepartementets brev 23. november 2016. Fondets investeringer i unotert eiendom betyr at fondet vil ha en lavere aksjeandel enn i referanseindeksen. Bankens råd om å øke aksjeandelen i referanseindeksen til 75 prosent tar høyde for en videre økning i de unoterte eiendomsinvesteringene og en mulig åpning for investeringer i unotert infrastruktur, jf. bankens råd i brev 25. november og 2. desember 2015.

Endringen i aksjeandel må gjennomføres over tid. Banken legger til grunn at vi vil kunne komme tilbake til departementet med forslag om hvordan tilpasningen til en ny strategisk aksjeandel bør gjennomføres, herunder bestemmelser om rebalanseringsregime i innfasingsperioden.

Banken foreslår at aksjeandelen i referanseindeksen for fondet økes til 75 prosent. Tilpasningen til ny aksjeandel må gjennomføres over tid.

Med hilsen


Øystein Olsen


Trond Grande