

MSCI

Rapport om aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond Norge

Lars Qvigstad Sørensen

Zoltán Nagy

Desember 2010

(Oversatt til norsk på oppdrag fra Finansdepartementet)

Sammenheng

Denne rapporten inneholder en kvantitativ vurdering av resultatene av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge. Finansdepartementet har gitt MSCI i oppdrag å evaluere fondets historiske resultater i perioden fra 1. kvartal 1998 til 2. kvartal 2010, med særlig vekt på mulige eksponeringer mot systematiske risikofaktorer. I oppdraget fra Finansdepartementet ble vi bedt om å utarbeide en evaluering av fondets resultater, herunder:

- *Skille mellom fondet samlet og de fire delporteføljene (norske aksjer, norske renter, nordiske aksjer og nordiske renter).*
- *Angi i hvilken grad forvaltningen har vært basert på å oppnå eksponering mot forskjellige systematiske risikofaktorer, herunder mulig tidsvarierende eksponering mot disse faktorene, og betydningen av denne eksponeringen for fondets resultater.*
- *Sammenholde resultatene fra den kvantitative analysen med det forhold at fondets aktivfordeling og styringsstruktur er betydelig endret siden 1998.*

Aktiv avkastning er definert som forskjellen mellom avkastningen på porteføljen og avkastningen på referanseindeksen. Et sentralt resultat er at alle de fire porteføljene – norske aksjer, norske renter, nordiske aksjer og nordiske renter – har fulgt sine referanseindekser ganske nært. Realisert relativ volatilitet for fondet totalt var 1,46 % annualisert. Alle delporteføljene unntatt norske renter hadde meravkastning i gjennomsnitt målt over hele perioden, men ingen av gjennomsnittene var statistisk forskjellig fra null.

Det ble deretter utført CAPM-regresjoner, der forventet avkastning bestemmes av porteføljens eksponering mot sin referanseindeks og referanseindeksens avkastning. Alle delporteføljene hadde mindre enn full markedseksponering. Dette betyr at alle delporteføljene har en betakoeffisient i forhold til referanseindeksen på mindre enn én. I mange tilfeller kan vi konkludere med at denne undereksponeringen er statistisk signifikant. CAPM-alfa-estimatet er høyere enn gjennomsnittlig aktiv avkastning, men er likevel ikke statistisk signifikant. Vi inkluderte også ytterligere risikofaktorer som har vist seg å forklare forskjeller i avkastning. For aksjeporteføljene inkluderte vi størrelses- og verdifaktorer som ekstra regressorer. For renteporteføljene tok vi med faktorer som fanger opp durasjon og kreditt. Vi foretok også rullerende regresjoner for å vurdere tidsvariasjon i alfa og faktoreksponeringer.

Ser man på delporteføljene enkeltvis, var gjennomsnittlig aktiv avkastning for den norske aksjeporteføljen positiv, men liten. Denne porteføljen hadde en markedsbeta som var signifikant mindre enn én. Dette ga en CAPM-alfa som var høyere enn gjennomsnittlig aktiv avkastning, men som fortsatt ikke er statistisk signifikant. Ved bruk av Fama og Frenchs trefaktor-modell, fant vi at fondet hadde en signifikant negativ eksponering mot størrelsesfaktoren, noe som førte til at alfa i tilfellet med tre faktorer er høyere enn i tilfellet med én faktor og er signifikant forskjellig fra null på 10- prosent nivå, men ikke på 5-prosent nivå.

Vi fant det samme mønsteret for den nordiske aksjeporteføljen. Markedsbeta var mindre enn én, og porteføljen hadde negativ eksponering mot både størrelsesfaktoren og verdifaktoren. Alfa-estimatet for den nordiske porteføljen var positivt, men lavere enn det tilsvarende estimatet for den nordiske porteføljen og er ikke statistisk signifikant.

Den norske renteporteføljen hadde en markedsbeta som var signifikant mindre enn én når den ble beregnet over hele perioden. Rullerende tidsvindu-analyse viste at både eksponeringen mot referanseindeksen og eksponeringen mot kredittfaktoren har vært økende siden 2006. Den anslåtte eksponeringen mot kredittfaktoren er signifikant positiv. Vi anslo ikke noen signifikant alfa i noen av modellene.

Den nordiske renteporteføljen, som ble etablert i februar 2007, har kortest levetid av de fire delporteføljene. Porteføljens eksponering mot referanseindeksen var noe under én, og alfa i tilfellet med én faktor var positiv, men ikke statistisk signifikant.

Etter presentasjonen av resultatene for hver delportefølje, vurderer vi resultatene av aktiv forvaltning i fondet totalt, som er lik summen av de fire delporteføljene. Forvaltningsmandatet for fondet er blitt endret flere ganger i den perioden vi har sett på. Det er særlig aktivavektene og landvektene, og den valgte referanseindeksen, som er blitt endret ved flere anledninger. Dels som følge av dette synes det som om den aktive avkastningen for fondet totalt er et resultat av aktive investeringsbeslutninger tatt for hver av de fire delporteføljene, og ikke et resultat av avvik fra aktivaallokeringen for fondet. Resultatene for fondet samlet er i tråd med resultatene for de enkelte aksje- og renteporteføljene. Gjennomsnittlig aktiv avkastning var positiv, men ikke statistisk signifikant. Alfa i tilfellet med énfaktor CAPM var høyere enn gjennomsnittlig aktiv avkastning på grunn av at beta var lavere enn én, men estimatet var fortsatt ikke statistisk signifikant forskjellig fra null. De negative eksponeringene mot størrelse og verdi gjelder også for fondet samlet, noe som bidro til et alfaestimat som var positivt og nært signifikant på 5-prosent nivå, når markedsavkastning, størrelse, verdi og swap-spread var tatt med som risikofaktorer.

Alt i alt synes det som om aktiv forvaltning har bidratt til å bedre, snarere enn å forverre fondets resultater. Bidraget til samlet avkastning fra aktiv forvaltning var positivt, men lite. Gjennomsnittlig aktiv avkastning var positiv, men var ikke statistisk signifikant forskjellig fra null. Alfaestimatene viser at fondet oppnådde positiv aktiv avkastning til tross for negativ eksponering mot systematiske risikofaktorer.