

# Forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Yngve Slyngstads innledning til Stortingets høring om Statens pensjonsfond utland.

*Med forbehold om endringer under fremføringen.*

- [Høringen på nett-TV](#) (Stortinget, Høringssal 1)

## *Figur 1: Fondets avkastning*

Avkastningen for Statens pensjonsfond utland var i fjor på -2,5 prosent. Dette det tredje svakeste resultatet i fondets historie.

Året var preget av statsgjeldskrisen i Sør-Europa, og etter sommeren tiltagende uro i finansmarkedene. Aksjeporteføljen i fondet hadde en avkastning på -8,8 prosent. Fallet skyldtes særlig svake europeiske og asiatiske aksjemarkeder. Fondets renteinvesteringer hadde et positivt år, med en avkastning på 7,0 prosent. For 2012 har avkastningen så langt vært god.

## *Figur 2: Fondets markedsverdi*

Fondets markedsverdi er i dag på 3450 milliarder kroner. Siden stortingshøringen 20. mai 2011 har det vokst med 300 milliarder kroner.

Fondets realavkastning fra 1998 frem til årsskiftet var 2,5 prosent årlig. Med et godt første kvartal har vi nå en avkastning etter inflasjon, skatt, og forvaltningskostnader på 2,8 prosent årlig.

Det er hovedsakelig utviklingen i aksjemarkedet som avgjør hvor god avkastning fondet får på sikt. Avkastningen fremover er beheftet med stor usikkerhet.

## *Figur 3: Realavkastning 1900-2011*

Historisk har aksjer gitt vesentlig høyere avkastning enn andre investeringsalternativer. Avkastningen på aksjer varierer betydelig, også fra tiår til tiår. Det siste tiåret har vært svakt, men Norges Bank mener likevel det er viktig å opprettholde aksjeandelen i fondet.

## *Figur 4: Tilførsler til fondet*

Fondet tilføres penger hver måned. I fjor var totale tilførsler 271 milliarder kroner. Det var den høyeste tilførselen siden 2008.

Tilførslene brukes til kjøp av aksjer og obligasjoner. Fordelingen avhenger av utviklingen i markedene. I fjor høst, etter at aksjemarkedet hadde falt, ble hele tilførselen brukt til kjøp av aksjer, i det vesentlige i Europa. I enkelte situasjoner selges også aktiva.

I tider med fallende aksjekurser vil aksjeandelen i fondet gå ned. For å opprettholde andelen på 60 prosent, må fondet vektet tilbake til utgangspunktet – gjennom såkalt rebalansering. Denne strategien innebærer at fondet kjøper aksjer når aksjeverdiene har falt, og selger når aksjekursene har steget mye.

#### *Figur 5: Tilbakevektning*

I fondets historie har vi bare gjennomført full tilbakevektning to ganger. Første gang var i første kvartal 2003, med aksjekjøp på 4 milliarder kroner. Den andre gangen var i første kvartal 2009, hvor vi kjøpte aksjer for 136 milliarder kroner i tilbakevektning. Dette kom tillegg til at vi kjøpte aksjer for nye tilførsler på totalt 85 milliarder kroner i første halvår 2009.

Når aksjekursene faller og usikkerheten er stor, er det utfordrende å kjøpe aksjer og øke risikoen. Erfaringsmessig er det likevel nettopp da det er lønnsomt å gjøre det. Tilbakevektningen våren 2009 har alene bidratt til å øke den årlige avkastningen i fondet siden 1998 med om lag et halvt prosentpoeng.

Norges Bank har i våre investeringsråd foreslått at det fastlegges en regel om tilbakevektning når aksjeandelen blir høyere enn 63 prosent eller lavere enn 57 prosent. En regel vil øke sannsynligheten for at tilbakevektning faktisk gjennomføres når tidene er mest utfordrende og risikoen synes størst.

Avkastningen i fondet vil også avhenge av hvilke markeder det investeres i. Hittil har over halvparten av fondet vært investert i Europa.

#### *Figur 6: Aksjeinvesteringer med ulike vekter*

Europeiske aksjer har en høy andel i forhold til regionens størrelse, noe som innebærer at god avkastning for fondet er særlig avhengig av markedsutviklingen i Europa. Norges Bank har gitt råd om at den europeiske vekten reduseres.

Dette medfører økte investeringer i andre deler av verden, ikke minst i de såkalte fremvoksende markeder. Dette er markeder som i perioder vil ha store svingninger, samtidig som den juridiske beskyttelsen av investorer er svakere.

#### *Figur 7: Markedsstørrelse*

I disse markedene er også en mindre del av økonomien investerbar for finansielle investorer. Etter en samlet vurdering mener vi det er hensiktsmessig at fondet øker sine investeringer i disse markedene, nå og over tid.

#### *Figur 8: Fondets obligasjonsportefølje*

Den langsiktige målsetningen med forvaltningen er å bevare den internasjonale kjøpekraften til fondet. Et naturlig utgangspunkt for obligasjonsindeksen er å vekte markedene med hvert lands bruttonasjonalprodukt. En slik vektning vil også fordele fondets risiko på utviklingen i verdens økonomier bedre.

*Figur 9: Renter på 10-årige realrenteobligasjoner*

Norges Bank har foreslått å inkludere statsgjeld fra fremvoksende økonomier i referanseindeksen for obligasjoner.

Realrentene for 10 års statsobligasjoner i utviklede markeder er i dag negative, mens realrentene i tilsvarende obligasjoner i fremvoksende markeder er vesentlig høyere.

*Figur 10: Ny referanseindeks for obligasjoner*

I første omgang vil 7 prosent av fondets obligasjonsbeholdning være i fremvoksende markeder. Når flere store land som Kina, India, Brasil og Russland blir mer åpne for utenlandske investeringer, vil andelen øke over tid.

Fondet har en lang investeringshorisont, og vi bør kunne tåle store svingninger i markedsverdien fra ett år til det neste. Det tilsier at fondet, for å sikre god avkastning over tid, for det første bør ha en høy aksjeandel.

For det andre bør vi holde fast på en strategi om tilbakevekting når markedene har falt. Dette innebærer at vi vil kjøpe aksjer når risikoen synes høy og markedsverdien av fondet har falt. Dette sikres etter Norges Banks vurdering best ved at det fastlegges en offentlig regel for tilbakevekting.

For det tredje må fondets investeringsstrategi utvikles i takt med endringer i verdensøkonomien. Det innebærer at en høyere andel av fondet nå og i årene som kommer investeres i fremvoksende økonomier.