

Forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland

Sentralbanksjef Svein Gjedrem's innledning til høring i Stortingets finanskomité 29. april 2009.

Det tas forbehold om endringer under framføringen.

Takk til komiteens leder, og takk for anledningen til å gjøre rede for Norges Banks forvaltning i forbindelse med Stortingets behandling av regjeringens melding om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008.

Regjeringen ved Finansdepartementet har gitt Norges Bank mandat til å utføre den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (SPU). Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og i utfyllende skriftlige retningslinjer fra departementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale. Denne modellen bidrar til klar ansvarsdeling, til åpenhet og til faglighet.

Representantskapet – oppnevnt av Stortinget – fører tilsyn med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt, og det vedtar bankens budsjett og regnskap. Etter dagens lov organiserer representantskapet bankens revisjon, ansetter sentralbankrevisor og fastsetter instruks for revisjonen. Med virkning fra regnskapsåret 2007 er det etter anbud inngått en avtale med revisjonsselskapet Deloitte AS om finansiell revisjon av fondet. Sammen med sentralbankrevisjonen avgir Deloitte en uttalelse om regnskapet.

Regjeringen har nå fremmet lovforslag om at representantskapet skal velge ekstern revisor. Dette vil være i samsvar med beste praksis på området.

Hovedstyret har den utøvende myndigheten i Norges Bank. I løpet av de siste årene har hovedstyret styrket sin oppfølging av kapitalforvaltningen. I 2006 ble det opprettet et rådgivende utvalg for styret. Utvalget består av fire eksperter med omfattende erfaring fra store fond og institusjoner som forvalter aksjer, obligasjoner og andre aktiva.

Tidligere hadde sentralbankrevisjonen også ansvar for internrevisjonen i Norges Bank. Samtidig som Deloitte ble engasjert til å stå for den finansielle revisjonen av fondets regnskaper, etablerte vi hovedstyrets revisjonskomité og en internrevisjon. Revisjonskomiteen består av tre av hovedstyrets eksterne medlemmer. Komiteen forbereder for hovedstyret saker om risikostyring og internkontroll.

I 2008 fastsatte hovedstyret en ny stillingsinstruks og investeringsmandat for leder av kapitalforvaltningen i Norges Bank, NBIM. Organiseringen bygger på at leder av NBIM har ansvar og myndighet som daglig leder av området med rapportering direkte til hovedstyret, og med løpende oppfølging fra sentralbanksjefen på vegne av hovedstyret. Dette fjerner i all hovedsak dobbeltrollen med en person både som daglig leder og som leder av hovedstyret.

Investeringsmandatet til leder for NBIM setter regler for hva fondet kan investere i og hvor stor risiko NBIM kan ta i forvaltningen. Finanskrisen har avdekket at de risikomålene vi har

brukt tidligere, og som har bygget på det som har vært ansett å være beste internasjonale praksis, ikke har vært tilstrekkelige. Hovedstyret har derfor i tillegg satt utfyllende risikorammer, blant annet for hvor store prosentvise avvik det kan være mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen og for graden av belåning og satt krav til hvor likvid fondets investeringer skal være. Mandatet skal dessuten sikre at aktive risikoposisjoner tas på en balansert måte og å unngå aktive strategier som har et utfallsrom med betydelig skjevfordeling.

Den månedlige og kvartalsvise rapportering fra NBIM til hovedstyret skal gjenspeile retningslinjene i investeringsmandatet.

Resultatene for 2008 ble preget av den globale finanskrisen. Fondets samlede avkastning var -23 prosent, og dette var det svakeste i fondets historie. Aksjeporteføljen hadde en avkastning på -41 prosent, mens obligasjonsporteføljen hadde en avkastning nær null. Realavkastningen etter kostnader har siden 1998 vært én prosent.

I 2008 har verdiene på de internasjonale børsene falt mer enn i noe annet enkelt år i nyere tid. De absolutte resultatene særlig på aksjesiden, var svært uvanlige. En investor som Statens pensjonsfond – Utland får på lang sikt ekstra betalt fordi verdien av aksjer svinger mye. Det er mange som har tapt på aksjer nå. Den erfaringen vil bidra til at det fremover blir stilt større krav til avkastning.

Strategien for fondet fører til at det blir kjøpt mer aksjer når aksjekursene faller, og mindre når de stiger. Pensjonsfondet kjøpte derfor mye aksjer i årene fra 2001 til 2003, og fondet kjøper mye aksjer nå. Av de aksjene vi nå eier, er 40 prosent kjøpt i fjor, mens kursene var på vei ned. Fondets gjennomsnittlige eierandel i de internasjonale aksjemarkeder var ved årsskiftet $\frac{3}{4}$ prosent, med en aksjeandel da nær 50 prosent.

Fondet har en lengre horisont enn de fleste andre markedsaktører. Det viktige spørsmålet er derfor hvor gode dagens plasseringer viser seg å være på lang sikt.

Staten eier nå en god andel i næringslivet i verden. Det er reelle verdier. Det vil gi en avkastning som både vil gjenspeile veksten i verdensøkonomien og den risikoen som svingningene i aksjekursene medfører.

Finanskrisen rammer bredt, og de aller fleste former for investeringer faller i verdi. Staten eierskap i norsk næringsliv og i petroleumsformuen på kontinentalsokkelen har hatt et fall målt i virkelig verdi. For store investorer har det knapt vært noe sted å gjemme seg fra den panikken som har rådd. Kursene på statsobligasjoner steg i fjor, særlig i tyske og amerikanske obligasjoner, men renten er nå blitt svært lav og gir liten beskyttelse når inflasjonen etter hvert tar seg opp igjen. Husholdningenes boligformue har også falt mye fra sommeren 2007 til slutten av 2008 målt på denne måten. Det samme har nok verdien av infrastrukturinvesteringer.

Norges Banks forvaltningsresultat i 2008 var 3,4 prosent lavere enn referanseporteføljen vi måles mot. Dette er vesentlig svakere enn vi hadde kunnet forvente, med vår strategi med mange små og forutsetningsvis uavhengige investeringer.

I hele perioden fra 1998 ligger fondets årlige avkastning 0,04 prosentenheter under avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Vi har et mål om å skape merverdi gjennom våre investeringsvalg. Etter en lang rekke gode år er den nå satt tilbake til utgangspunktet. Vår mindreavkastning og fallet i fondets samlede avkastning har til dels samme bakgrunn i finanskrisen. Et mer langsiktig perspektiv bør etter vårt skjønn også bli lagt til grunn når resultatene av våre aktive valg blir vurdert.

Norges Banks resultater i forvaltningen siden 1998 er forskjellig for de to aktivklassene aksjer og obligasjoner.

Aktive aksjevalg gav negativt resultat i 2008, men var godt innenfor det våre risikomodeller varsler for enkeltår. Siden starten har den årlige meravkastningen på aksjer vært nær ½ prosentenheter. Vi har etablert en aksjeforvaltning som synes å være ganske robust i forhold til svingningene i markedene, og som altså har gitt god avkastning når vi ser over et lengre tidsrom.

For våre investeringer i obligasjoner har utviklingen vært en annen. Den årlige avkastningen i den faktiske porteføljen har vært ½ prosentenheter lavere enn avkastningen på referanseporteføljen.

Utviklingen skyldes ikke at investeringene i obligasjoner har fremstått som risikofylte.

Ved utgangen av fjoråret hadde hele 64 prosent av obligasjonene den beste kredittvurdering AAA, 20 prosent den nest beste AA og ti prosent A. Vi hadde fem prosent i obligasjoner med kredittvurdering BBB, som er den vurderingen byrået Standard & Poor's har gitt selskaper som Telenor og Statkraft. Bare én prosent av obligasjonsporteføljen hadde lavere kredittvurdering enn dette. De realiserte tapene som følge av konkurser har vært små.

Denne tabellen gir en statisk situasjonsrapport. Etter hvert som lavkonjunkturen går sin gang, og byråene fortsetter å skjerpe seg etter kritikk, vil nok vurderingene bli justert en del. Likevel vil det være klar vekt på sikre papirer.

Hvordan kan vi da få stor mindreavkastning på plasseringene fra et år til et annet?

For å belyse dette kan vi se på utviklingen i rentene på kredittobligasjoner med BBB vurdering, det vil si blant de mindre sikre i vår portefølje. Denne figuren illustrerer den kraftige utviklingen i renteforskjellen mot statsobligasjoner eller kredittpremiene. Det gjenspeiler ikke alene økt risiko for konkurser. Skulle det vært tilfellet, måtte kanskje halvparten av slike gode selskaper gå konkurs i løpet av ikke mange år. I denne analysen, som er hentet fra Bank of England, er kredittpåslaget på foretaksobligasjonene i stedet delt i tre elementer. Et element tar hensyn til forventet tap og et annet usikkerheten om forventet tap, altså frykten. Det resterende gjenspeiler i det vesentlige at obligasjonene er blitt lite likvide, det vil si at det er vanskelig å finne kjøpere og selgere. Disse likviditetspremiene og kanskje også påslagene for den umiddelbare panikken og frykten kan et fond som vårt godt bære. Men på den annen side vil langvarig frykt og lite likviditet – hvis myndighetene ikke kan motvirke det – kunne føre til økt fremtidig tap.

Obligasjonsporteføljen til fondet var godt spredt over ulike typer obligasjoner og regioner, og de aktive strategiene hadde lav samvariasjon i normale markeder. Men krisen og panikken avdekket at strategiene var utsatt for en mer underliggende og systematisk risiko. Det har kommet som en overraskelse at samvariasjonen ble stor mellom investeringer i for eksempel japanske statsobligasjoner med inflasjonssikring, obligasjoner utstedt av internasjonal organisasjoner som Den europeiske investeringsbanken, europeiske bankobligasjoner med fortrinnsrett og amerikanske boliglånsobligasjoner.

Disse erfaringene og det brå omslaget i likviditeten i markedene tilsier at den aktive forvaltningen av obligasjoner avgrenses og måles etter flere kriterier slik Norges Banks hovedstyre har fastlagt.

Fondet har nå store beholdninger i obligasjoner som vanskelig kan omsettes i dagens marked. Realiserte tap har som nevnt vært små. Motstykket til store bokførte tap er at porteføljen har en høy løpende avkastning som – som nevnt – ikke bare gjenspeiler at kredittrisikoen har økt, men også høy likviditetspremie og usikkerhet og frykt i markedene. Den løpende avkastningen målt ved forskjellen i den effektive renten mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen, er nå nær to prosentenheter.

Finanshistorien har flere eksempler på dype kriser. Over tid vil markedene vende tilbake til normale forhold.

Det endelige resultatet for forvaltningen av den obligasjonsporteføljen vi hadde ved inngangen til finanskrisen, kan ikke leses ut av de kvartalsvise resultatene når krisen er på sitt mest intense. Verdiene er ikke tapt så lenge låntakerne innfrir sine forpliktelser. Vi er forberedt på å eie store deler av obligasjonene til de forfaller om noen år. Med mindre de økonomiske utsiktene går fra vondt til vesentlig verre, vil vi da også komme til å få bokført en stor meravkastning i år som kommer.

Finansdepartementet har satt en grense for hvor stor risiko Norges Bank kan ta i forvaltningen av fondet. Denne grensen er definert ved et statistisk begrep – forventet relativ volatilitet – som er ment å sette grense for hvor store avkastningsforskjellene kan forventes å være mellom fondet og referanseporteføljen. Den forventede relative volatiliteten skal ikke overskride 1,5 prosentenheter eller 150 basispunkter. Rammen innebærer en forventning om at forskjellen i avkastning på fondet og referanseporteføljen i to av tre år vil være mindre enn 1,5 prosentenheter.

Ved inngangen til 2008 var forventet relativ volatilitet til fondet 43 basispunkter, noe høyere enn historisk gjennomsnitt. I løpet av 2008 økte risikoen målt på denne måten. Mot slutten av året lå observasjonene på de høyeste nivåene vi har registrert. Ved utgangen av oktober 2008 ble det målt en slik risiko som oversteg rammen. Men vi har aldri ved bevisste valg anvendt hele rammen. Den økte risikoen kom i en situasjon med panikk og med kraftige kursutslag i de markedene fondet er investert i. Den skyldtes ikke ny risiko. NBIM holdt selvsagt igjen på nye investeringer, men tvangssolgte heller ikke under de forholdene som rådet. Markedsrisikoen har etter dette kommet vesentlig ned.

La meg oppsummere:

Fondet er en langsiktig spareplan og kan bære store svingninger i markedene. Dette er grunnlaget for investeringsstrategien med stor andel plassert i aksjer. Evnen til å stå fast på gjennomføringen av strategien i en kritisk fase, og selv om krisen skulle vare en tid, er avgjørende for at fondet på sikt skal levere den avkastningen vi forventer.

I 2008 var forvaltningsresultatet svakt i absolutt og relativ forstand. De relative resultatene i 2008 er betydelig svakere enn vi kunne vente basert på den investeringsstrategien som er valgt. I forvaltningen av obligasjonsporteføljen har krisen i det finansielle systemet avdekket at risikotakingen i de ulike mandatene ikke var tilstrekkelig uavhengig.

Bankens hovedstyre har styrket oppfølgingen av kapitalforvaltningen. Det er gitt nytt mandat til NBIM. Mandatet delegerer forvaltningsmyndighet, og det setter flere grenser for risikoprofilen i forvaltningen.

På samme måte som for den langsiktige investeringsstrategien for fondet må de resultater vi har i den operative forvaltningen, måles over tid. Jeg er trygg på at den virksomheten vi har bygget opp vil levere gode resultater.

Takk for at jeg fikk innlede!