

Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland

Foredrag av visesentralbanksjef Egil Matsen, Oslo 1. desember 2016

Introduksjon

Funnet av olje utenfor norskekysten har preget norsk økonomi i snart to generasjoner. Næringsstrukturen er fundamentalt endret. Velstandsnivået er løftet. Og staten har hatt store inntekter.

Figur: Statens pensjonsfond utland

For 20 år siden satte staten for første gang penger inn på Statens pensjonsfond utland – også kalt oljefondet. Siden den gangen har store deler av oljeformuen under havet blitt omformet til en finansformue i utlandet.

Fondet tjener to hovedformål: Statsbudsjettet skjermes fra store årlige svingninger i petroleumsinntektene, og en betydelig del av oljeformuen bevares og bygges for framtidige generasjoner.

En milepæl for forvaltningen av nasjonens oljeformue var handlingsregelen for finanspolitikken, som ble innført i 2001. Etter denne regelen skal bruken av oljeinntekter følge forventet realavkastning av fondet, den gang anslått til 4 prosent. Hensikten har vært å fase oljepengene gradvis inn i økonomien i takt med økningen i fondskapitalen.

Fondet har vokst sterkt de siste ti årene. I tråd med handlingsregelen har bidraget til statsbudsjettet økt. Som følge av oljeprisfallet er det nå lavere tilførsel av petroleumsinntekter til fondet. Svingninger i fondets avkastning kan derfor få stor betydning for det finanspolitiske handlingsrommet i årene som kommer.

Norges Bank har forvaltet oljefondet siden de første pengene ble satt inn i mai 1996. En viktig del av forvaltningsoppdraget er å gi Finansdepartementet strategiske råd om forvaltningen av fondet.

Figur: Faktisk og strategisk aksjeandel

Det viktigste strategiske spørsmålet for oljefondets avkastning og finansielle risiko er hvor stor andel av fondet som plasseres i aksjer. Med vårt forvaltningsmandat vil størrelsen på fondets faktiske aksjeplasseringer i stor grad styres av den aksjeandelen som Finansdepartementet har satt for fondets referanseindeks. Denne strategiske aksjeandelen gir en viktig indikasjon på toleransen for svingninger i fondets verdi. God forståelse og bred aksept av risikoen i fondet er en forutsetning for å kunne holde fast ved investeringsstrategien, ikke minst i perioder med fallende aksjekurser. Det er derfor naturlig at aksjeandelen i fondets referanseindeks vurderes med jevne mellomrom.

Finansdepartementet har økt aksjeandelen i referanseindeksen to ganger, blant annet etter råd fra banken. Da det i 1998 ble åpnet for aksjeinvesteringer ble den strategiske vekten satt til 40 prosent. I juni samme år hadde aksjeandelen i den faktiske porteføljen nådd dette nivået.

I juni 2007 ble det besluttet å øke den strategiske aksjeandelen videre til 60 prosent. Tilpasningen av porteføljen til denne aksjeandelen skjedde i en krevende periode. Usikkerheten i finansmarkedene var høy. Høsten 2008 og vinteren 2009 falt aksjemarkedene kraftig, men det ble holdt fast ved den nye strategiske vekten. I juni 2009 var økningen i aksjeandelen gjennomført. Norges Bank hadde da kjøpt aksjer til fondet for til sammen 1000 milliarder kroner i løpet av to år. Gjennomsnittlig eierandel i verdens børsnoterte selskaper hadde økt fra 0,4 til 1 prosent. En betydelig andel av de aksjene fondet har i dag, ble kjøpt i løpet av disse to årene.

I 2010 ble det åpnet for at oljefondet også kan investere i unotert eiendom. Siden har fondet hatt en referanseindeks med 60 prosent aksjer, inntil 5 prosent eiendom, og resten i obligasjoner. Siden eiendomsinvesteringer inneholder noe aksjerisiko, er aksjeandelen i referanseindeksen, uttrykt kun ved aksjer og obligasjoner, nå litt høyere enn den som ble valgt i 2007.

Spørsmålet om oljefondets strategiske aksjeandel er igjen satt på dagsordenen. Mork-utvalget avga sin innstilling til Finansdepartementet i oktober.

Norges Bank ble i februar bedt å vurdere om forholdet mellom forventet avkastning og risiko i aksjer og obligasjoner har endret seg, og om det er forhold som tilsier en endring i aksjeandelen. Bankens råd er sendt til Finansdepartementet i dag. Der foreslår vi at aksjeandelen økes til 75 prosent.

Vårt råd og mine kommentarer til dere her i dag bygger på et sett av analyser som er utarbeidet i banken. Analysene publiseres i form av fire diskusjonsnotater. [\[1\]](#)

Forventet avkastning

La oss starte med å se nærmere på forventet avkastning for obligasjoner. Etter at fallet i globale renter har gitt høy avkastning på obligasjoner de siste årene, er det mye som taler for at avkastningen blir lav framover.

Figur: Rente og framtidig avkastning

Empiriske studier viser at løpende obligasjonsrenter er et godt estimat på nominell avkastning for en bred obligasjonsportefølje de neste 5-10 årene. Det er illustrert i denne figuren som viser en nær sammenheng mellom avkastningen på amerikanske statsobligasjoner og rentenivået seks år tidligere.

Figur: Realrenteobligasjoner

For fondet er det den inflasjonsjusterte avkastningen som er relevant. For en obligasjonsportefølje med høy kredittkvalitet kan forventet inflasjonsjustert avkastning anslås med renten på realrenteobligasjoner. Ved utgangen av tredje kvartal varierte tiårsrenten på realrenteobligasjoner i de største markedene fra -2 prosent i Storbritannia til 0 prosent i USA. Realrenteobligasjoner med lenger varighet har en noe høyere rente, men fortsatt vesentlig lavere enn hva den har vært historisk.

Figur: Drivkrefter bak fallet i global realrente

Årsaken til det globale fallet i realrenten er sammensatt. De grunnleggende drivkreftene er likevel rimelig godt forstått og er skissert i denne figuren. Store driftsbalanseoverskudd i oljeeksporterende land og framvoksende økonomier har vært én viktig faktor. I tillegg har aldri befolkningen og en mer ujevn inntektsfordeling bidratt til økt sparing i flere land. Samtidig har investeringene i mange industrialiserte land vært lav. En årsak til dette kan være utsikter til lav avkastning på investeringer i produksjonskapital. Etter finanskrisen har disse strukturelle faktorene blitt forsterket av sykliske forhold. Behovet for nedbelåning har gitt økt sparing, mens økt usikkerhet kan både ha dempet investeringsviljen og økt sparelysten. Ukonvensjonell pengepolitikk i mange land har også bidratt til å presse realrenten på obligasjoner ned.

I tillegg har *forskjellen* mellom avkastningen på rentepapirer med kort og lang løpetid, den såkalte terminpremien, falt betydelig de siste årene. Historisk har investorene fått høyere avkastning for å gi lån med lengre løpetid – terminpremien har vært positiv. Det er ikke nødvendigvis tilfelle nå. Vi legger til grunn at terminpremien framover er om lag null.

Basert på våre analyser, mener vi at 0,25 prosent er et rimelig anslag på forventet årlig realavkastning på obligasjoner de neste ti årene. Selv denne beskjedne forventningen er litt høyere enn renten på realrenteobligasjoner i de største markedene. Det skyldes at fondet også er investert i andre obligasjonsmarkeder.

Utsikter til lav avkastning på obligasjonsinvesteringene er utvilsomt én årsak til at oljefondets aksjeandel på nytt blir diskutert. Om lav obligasjonsavkastning bør ha betydning for aksjeandelen i referanseindeksen avhenger imidlertid av avkastningen vi alternativt kan få - altså forventet avkastning på nettopp aksjer. Det er *differansen* mellom forventet avkastning på aksjer og obligasjoner som er relevant for sammensetningen av fondets referanseindeks.

Figur: Historisk realavkastning på aksjer og rentepapirer

Vanligvis måles meravkastningen som kan høstes i aksjemarkedet, ved den såkalte *aksjepremien*. Denne er definert som avkastningsforskjellen mellom aksjer og statspapirer med kort løpetid. Når vi ser oss tilbake kan vi konstatere at den realiserte aksjepremien har vært høy. Siden 1900 har verdens aksjemarkeder gitt en samlet avkastning som er 120 ganger høyere enn korte statspapirer. Det gir en gjennomsnittlig aksjepremie på 5,7 prosentpoeng per år.

Dersom vi ser på perioden fra 1970 til 2015, hvor vi har et bedre datagrunnlag, er aksjepremien enda større. Dette kan ikke forklares med fundamentale forhold som vekst i

selskapenes inntjening og aksjeutbytter i denne perioden. Markedets verdsetting av selskapenes overskudd ser dermed ut til å ha endret seg siden 1970. Hvis vi justerer for effekten av denne re-prisingen, faller den langsiktige gjennomsnittlige aksjepremien til rett under 4 prosentpoeng.

Figur: Aksjepremie fra ulike modellspesifikasjoner

Tidligere avkastning er som kjent ingen garanti for gode framtidige resultater. I tillegg til å bruke den historiske meravkastningen, kan aksjepremien anslås ved hjelp av mer framoverskuende modeller. Den vanligste tilnærmingen er å estimere aksjepremien på basis av dagens markedspriser og forventninger om framtidige utbytter. Vi har analysert flere ulike modeller av denne typen. I gjennomsnitt gir disse analysene en forventet aksjepremie på i underkant av 6 prosentpoeng. I samtlige modeller er anslaget på aksjepremien høyere enn for ti år siden.

Figuren viser at modellbaserte estimater for aksjepremien er usikre og kan endre seg raskt. Anslagene er spesielt følsomme for forutsetningene som legges til grunn for utbyttevekst og risikofri rente. Veksten i utbytte fra bedriftene har vært spesielt sterk i årene etter finanskrisen.

Figur: Vekst og avkastning

På lang sikt vil veksten i utbytter og bedriftenes kontantstrømmer ha sammenheng med underliggende økonomisk vekst. I våre analyser er dette tydelig når vi ser på globale data: Internasjonalt henger veksten i bedriftenes kontantstrømmer og aksjeavkastning sammen ved veksten i verdensøkonomien. De neste årene er det ventet at veksten i verdensøkonomien vil være lavere enn hva den har vært historisk. Denne «pessimismen» henger delvis sammen med drivkreftene som ligger bak den lave realrenten. Når vi legger inn mer forsiktige estimater om framtidig utbyttevekst i våre modeller, faller den estimerte aksjemarkedspremien til under 4 prosentpoeng. Det er betydelig usikkerhet knyttet til dette estimatet, og Norges Bank legger et mer forsiktig anslag på 3 prosentpoeng til grunn for våre framskrivinger.

Figur: Aksjeandel og forventet realavkastning

Finansdepartementet har bedt oss om anslag på forventet avkastning i fondet framover. Forventet obligasjonsavkastning er vesentlig lavere enn i 2006, mens forventet meravkastning på aksjer i forhold til obligasjoner er noe høyere. Det siste skyldes at forventet terminpremie er lavere. Med en aksjeandel på 60 prosent er vårt beste anslag at gjennomsnittlig realavkastning vil bli om lag 2 prosent per år de neste ti årene. Dersom aksjeandelen økes til 75 prosent, stiger forventet realavkastning til om lag 2½ prosent.

Verdisvingninger

La meg nå flytte oppmerksomheten fra forventet avkastning til spørsmålet om hvor mye vi må regne med at avkastningen vil svinge med ulike aksjeandeler. Den vanligste målestokken

på risiko i finansmarkedene er standardavviket til avkastningen. Dette målet viser hvor mye avkastningen er forventet å svinge rundt sitt gjennomsnitt.

Standardavviket til fondets referanseindeks bestemmes av to forhold: svingningsrisikoen til aksjer og obligasjoner hver for seg og i hvilken grad avkastningen på de to aktivtypene varierer i takt.

Figur: Aksjeandel og svingninger

Svingningsrisikoen er lavere for obligasjoner enn for aksjer. Isolert sett betyr det at porteføljerisikoen øker med aksjeandelen. Dette er illustrert ved den rette linjen i figuren. Et mønster i våre data er at standardavviket for aksjer over tid har vært 2 – 3 ganger høyere enn for obligasjoner. Analysene gir ikke grunnlag for andre estimater enn for ti år siden når det gjelder risikoen i aksjer sammenliknet med obligasjoner.

Avkastningen på aksjer og obligasjoner varierer ikke i takt. Obligasjoner bidrar dermed til å redusere variasjonene i fondets verdi utover det bidraget som kommer fra lavere svingningsrisiko. For en gitt aksjeandel vil svingningsrisikoen i porteføljen bli mindre jo lavere samvariasjon det er mellom aksjer og obligasjoner. Figuren illustrerer dette poenget med de stiplede kurvene. Den blå kurven antar en viss positiv samvariasjon mellom aksje- og obligasjonsavkastningen. Det betyr at obligasjonene ganske ofte svinger i takt med aksjekursene, men ikke alltid. For den lilla kurven har vi antatt at samvariasjonen er negativ. Med en slik samvariasjon er tendensen i data at obligasjonene øker i verdi når aksjekursene faller.

Figur: Samvariasjon mellom aksjer og obligasjoner

De siste årene har det skjedd en markert endring i samvariasjonen mellom aksje- og obligasjonsavkastningen. I perioden fra tidlig på 1960-tallet og fram til slutten av 1990-tallet var korrelasjonen mellom aksjer og obligasjoner positiv. Dette har snudd. Fra årtusenskiftet og fram til i dag har det gjennomgående vært en negativ korrelasjon mellom aksjer og obligasjoner. Dette skiftet kommer klart fram i denne figuren som er basert på samvariasjonene mellom amerikanske aksjer og obligasjoner. Det samme bilde kan man finne igjen i finansmarkedene i en rekke andre land.

Fallet i samvariasjon har fått mye oppmerksomhet i finanslitteraturen.^[2] Flere har pekt på at endringen kan skyldes at pengepolitikken i mange land har lagt større vekt på realøkonomisk stabilisering ved såkalte tilbudssidesjokk i økonomien. Dette betyr at obligasjons- og aksjemarkedene i mindre grad enn tidligere responderer likt på denne type makroøkonomiske forstyrrelser. Det har også vært relativt mindre av denne type «sjokk» de sist par tiårene.

Lavere samvariasjon betyr at obligasjoner demper risikoen ved aksjeinvesteringer mer effektivt enn før. Investorer kan dermed være villig til å godta lavere forventet avkastning på obligasjoner med lang løpetid. Det kan derfor være en sammenheng mellom fallet i samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner og de lave terminpremiene vi observerer i obligasjonsmarkedet.

Da det sist ble besluttet å endre aksjeandelen, la man til grunn en korrelasjon mellom aksje- og obligasjonsavkastning på om lag 0,4. Det siste tiåret har denne korrelasjonen i gjennomsnitt vært -0,3. Norges Bank mener at det ikke er urimelig å legge en lavere korrelasjon enn sist til grunn for vårt råd. Med lavere samvariasjon vil fondet trenge en lavere andel obligasjoner enn tidligere antatt for å holde svingningene på om lag samme nivå.

Risiko for store og langvarige verdifall

Så langt har min diskusjon av risiko dreid seg om hvor stor variasjon i fondets avkastning vi må regne med fra år til år. Hvis avkastningen er normalfordelt, betyr et standardavvik på 10 prosent litt forenklet at fondsverdien, med dagens størrelse, vil endres med mer enn 700 milliarder kroner i ett av tre år og med mer enn 1.400 milliarder i ett av tjue år.

Selv disse enorme beløpene kan undervurdere den faktiske risikoen. Avkastningen i finansmarkedene er ikke normalfordelt. Store kriser i finansmarkedene oppstår hyppigere og med større styrke enn det som følger av en slik fordeling. Et eksempel fra våre nære fortid er 2008. Den gang falt verdien av fondets referanseindeks for aksjer med nesten 40 prosent. Med dagens fondsstørrelse og aksjeandel ville det gitt et fall i verdien på aksjeporteføljen på 1.700 milliarder kroner. Det tilsvarer 65 prosent BNP i fastlands-Norge.

Finanskrisen ga et dypt fall, men også en forholdsvis rask innhenting, i aksjemarkedet. Vi kan ikke se bort fra at avkastningen på fondet blir lav gjennom flere år. På 1970-tallet var realavkastningen på amerikanske statsobligasjoner negativ i fem år på rad. I aksjemarkedet ble en lang periode med høye aksjepremier etter andre verdenskrig avløst av en lengre periode med lave premier på 1970-tallet.

En god forståelse og bred aksept av risikoen for betydelige fall i fondets verdi er, som sagt, en forutsetning for å kunne holde fast ved investeringsstrategien. Erfaringene fra finanskrisen tyder på at forvaltningsmodellen for oljefondet er egnet til å tåle perioder med store verdifall. Vi bør imidlertid huske at fondets verdi i kroner ikke falt mye under finanskrisen, på grunn av høy tilførsel av oljeinntekter og en sterk svekkelse av kronen. En framtidig test av forvaltningsmodellen kan bli mer krevende.

Et videre formuesperspektiv

En vurdering av aksjeandelen i fondet bør ikke utelukkende baseres på en analyse av forventet avkastning og risiko i finansmarkedene.

Figur: Statens petroleumsformue

Det kan være nyttig å tenke på statens samlede petroleumsformue som summen av oljefondet og anslått verdi av gjenværende olje- og gassreserver. Figuren viser hvordan sammensetningen av denne formuen er endret over tid. For ti år siden var anslått verdi av reservene mer enn dobbelt så høy som oljefondet. I dag er dette forholdet snudd – mer enn 2/3 av statens anslåtte petroleumsformue ligger nå i fondet.

Dette kan ha betydning for valg av aksjeandel. Det er rimelig å anta at olje og gass i bakken inneholder større finansiell risiko enn en global, diversifisert portefølje av verdipapirer. Risikoen i statens samlede petroleumsformue er redusert som følge av at formuen gradvis er flyttet fra olje til verdipapirer. Hvis vi har samme toleranse for risiko i samlet petroleumsformue som før, betyr dette at vi kan ta noe høyere risiko i den finansielle delen av formuen uten at den samlede risikoen blir høyere. Dette er et forhold som også blir lagt vekt på av Mork-utvalget.

Aksjeandelen og finanspolitikken

Jeg minnet innledningsvis om at et av formålene med fondet og handlingsregelen er å sørge for at framtidige generasjoner også får glede av oljeformuen. Dette er ivaretatt ved at bruken av fondet over statsbudsjettet over tid skal følge forventet realavkastning. Da handlingsregelen ble etablert, ble denne forventningen tallfestet til 4 prosent. De anslagene som vi har presentert i dag, gir vesentlig lavere forventet avkastning for enhver realistisk aksjeandel. Som tidligere nevnt gir en aksjeandel på 75 prosent en forventet realavkastning på om lag 2,5 prosent per år de neste ti årene.

Figur: Bruk av oljepenger over statsbudsjettet

Et annet viktig formål med oljefondet og handlingsregelen har vært å skjerme statsbudsjettet fra brå svingninger i oljeinntektene. Fondet er nå så stort og finansierer en så stor andel av statens utgifter at svingninger i fondsverdien kan bli like viktige å håndtere som svingninger i oljeinntektene.

Finanspolitiske myndigheter står her overfor en viktig avveining: På den ene siden vil det å knytte finanspolitikken tett til endringer i fondets verdi gi store utslag på statsbudsjettets øvrige inntekter og utgifter fra år til år. Dette er neppe ønskelig. På den annen side kan en stor grad av frikobling mellom endring i fondsverdi og bruk av fondsmidler over budsjettet gi større usikkerhet om fondets verdi på lengre sikt.

Bruken av oljepenger bør baseres på et realistisk anslag på forventet avkastning. Samtidig må det tas tilstrekkelig høyde for at avkastningen er usikker. Det kan derfor være klokt å legge opp til å bruke noe mindre enn forventet avkastning over tid.

Konklusjon

Norges Bank har vurdert om aksjeandelen i oljefondets referanseindeks bør endres. Aksjeandelen i referanseindeksen er i dag litt høyere enn 60 prosent. Etter Norges Banks vurdering kan denne økes til 75 prosent. Forslaget er basert på en bred analyse av endringer siden aksjeandelen sist ble vurdert.

I finansmarkedene er det særlig egenskapene til obligasjoner som er annerledes enn for ti år siden. Forventet avkastning på obligasjoner med høy kredittkvalitet har falt mye. Samtidig mener vi at forventet meravkastning på aksjer i forhold til obligasjoner er noe høyere enn sist aksjeandelen ble vurdert. I tillegg svinger obligasjonsavkastningen i mindre grad i takt

med aksjemarkedet. Kort fortalt har obligasjoner blitt en bedre, men også dyrere forsikring mot svingninger i fondets verdi. Begge deler taler for en noe høyere aksjeandel.

Utvider vi analysen til også å omfatte forholdet mellom avkastning og risiko i samlet petroleumsformue, trekkes konklusjonen i samme retning. Oljefondet utgjør i dag en betydelig større andel av petroleumsformuen. Det betyr at eier kan bære større risiko knyttet til fondets avkastning og samtidig holde risikoen i petroleumsformuen på samme nivå.

En høyere aksjeandel betyr at forventet avkastning på fondet øker. Den faktiske avkastningen vil imidlertid kunne avvike mye fra forventningene. God forståelse og bred aksept for denne risikoen er en forutsetning for å kunne holde fast ved investeringsstrategien over tid.

Fotnoter

1. NBIM Diskusjonsnotat 1/2016: *Aksjemarkedets risikopremie*, NBIM Diskusjonsnotat 2/2016: *Risiko og avkastning for ulike fordelinger mellom aktivaklasser*, NBIM Diskusjonsnotat 3/2016 (kommer): *Global vekst og avkastning på aksjer* og NBIM Diskusjonsnotat 4/2016 (kommer): *Aktivaallokering med statlige inntekter og utgiftsforpliktelser*.
2. Se for eksempel J.Y. Campbell, C. Pfluger og L. M. Viceira (2015): *Monetary Policy Drivers of Bond and Equity Risks*, Working Paper 14-031, Harvard Business School