

Forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Yngve Slyngstads innledning til Stortingets høring om Statens pensjonsfond utland.

Med forbehold om endringer under fremføringen.

En bred oppgang i internasjonale aksje- og rentemarkeder bidro til at avkastningen i Statens pensjonsfond utland ble 9,6 prosent i fjor. Særlig var oppgangen i aksjemarkedene sterk, og avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 13,3 prosent. Bidraget fra renteinvesteringene var også positivt med 4,1 prosent, på tross av krisen i søreuropeisk statsgjeld som preget nyhetsbildet i deler av året.

Figur 1: Fondets markedsverdi

Fondets markedsverdi er nå om lag 3 150 milliarder kroner. De siste årene har vi sett en jevn vekst i fondets verdi målt i norske kroner. I første kvartal var avkastningen på 2,1 prosent. Også i år er det aksjemarkedet som har gitt det største bidraget til fondets avkastning. Trass i fall på fondets japanske investeringer var avkastningen på aksjeinvesteringene på 2,9 prosent i årets første kvartal.

Avkastningen de siste to årene har vært god. Resultatene må ses i sammenheng med svake tall i kriseåret 2008. Fondet har nå vunnet tilbake alt det tapte og mer til.

Figur 2: Aksjekjøp og aksjekurser

Hensikten med fondet er å fordele kjøpekraften fra oljeformuen over flere generasjoner. Langsiktigheten reflekteres både i fondets strategi og i forvaltningen. Takket være denne langsiktigheten kunne fondet gjennom finanskrisen kjøpe 0,6 prosent av verdens børsnoterte aksjer i løpet av to år. Det gir rett til en betydelig andel av den fremtidige verdiskaping i verdens bedrifter.

Figur 3: Forventede svingninger i fondet

Markedsverdiene i fondet vil variere over tid. Under finanskrisen var de forventede årlige svingninger i fondet opp mot 550 milliarder kroner målt ved den metoden som baserer seg på daglige prisobservasjoner. Selv om forventede svingninger nå er noe lavere, er det grunn til å forvente stor variasjon i fondets verdier også fremover. Selv for det som mange anså som sikre investeringer, som statsobligasjoner, har risikoen økt de siste to årene.

Åpenhet om forvaltningen tilsier at vi bruker allment tilgjengelige referanseindekser. Referanseindeksene er likevel ikke nødvendigvis tilpasset fondets formål i alle sammenhenger. Vi må derfor ha et aktivt forhold til hvordan indeksene er satt sammen, og kontinuerlig vurdere om de reflekterer eierens målsettinger og gir et best mulig forhold mellom avkastning og risiko. Bankens forvaltning må også være rettet inn mot den langsiktige avkastningen i fondet. Dette må gjenspeiles både gjennom de strategiråd vi gir, og i den faktiske gjennomføringen av vår forvaltning.

Figur 4: Valutavekter i referanseporteføljen for renteinvesteringer

De mest brukte referanseindeksene for renteinvesteringer er markedsvektede. Det innebærer at vi låner stadig mer til de som tar opp ny gjeld. Ettersom økt gjeld i seg selv kan redusere muligheten til å betjene lånene, gir en slik markedsvekting utfordringer for fondet. Vi har derfor foreslått å bruke BNP-vekter som grunnlag for hvor mye statsgjeld fra enkeltland fondet bør ha.

Investeringene i nominelle obligasjoner utgjør nå innpå 40 prosent av fondet. Disse investeringene vil med dagens rentenivå ikke gi en høy realavkastning. Imidlertid er et viktig formål med renteinvesteringene å redusere svingningene i fondets samlede avkastning.

Det er særlig statsgjeld som bidrar til å nå dette målet. Norges Bank har foreslått at 70 prosent av renteinvesteringene plasseres i statsgjeld, mens 30 prosent plasseres i selskapsgjeld. Selskapsgjeld vil ha en annen rolle, og bør gis en annen fordeling enn statsgjeld.

Målsettingen med forvaltningen er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor risikorammene som eierne trekker opp. For å klare det, må vi ta del i veksten i verdensøkonomien. Vi bør derfor vurdere om dagens regionvekter, hvor særlig Europa er gitt en stor tyngde, er hensiktsmessige.

Fondet har to viktige kjennetegn: størrelsen og langsiktigheten. Begge deler gir fondet fortrinn som kan brukes for å øke avkastningen.

Vi vil fremover legge stor vekt på langsiktighet og kompetansebygging. Alle våre investeringsenheter sikter mot å øke kunnskapen om de underliggende verdiene i det vi investerer i.

Norges Bank har nylig gjennomført den første investeringen i fast eiendom. Eiendomsinvesteringene vil i løpet av noen år utgjøre 5 prosent av fondets verdi, med en tilsvarende reduksjon i obligasjonsbeholdningen. Vi forventer at investeringer i eiendom vil bedre forholdet mellom avkastning og finansiell risiko i fondet.

Eiendom representerer en ny type investeringer for fondet, ved store posisjoner i private markeder. For disse investeringene er det krevende å lage gode målestokker. Bare gjennom analyse av de underliggende økonomiske verdier kan vi bedømme om investeringene vil gi ønsket realavkastning over tid.

Figur 5: Aktive eksterne aksjemandater per strategi

Innkjøp av tjenester er et viktig element i vår forretningsstrategi. Vi kjøper inn forvaltningstjenester på områder det ikke er hensiktsmessig eller realistisk for banken å bygge opp tilsvarende intern kompetanse. I hovedsak er dette spesialistkompetanse innenfor særskilte næringer eller spesifikke fremvoksende markeder.

Målsettingen med de eksterne forvaltningsmandatene er å legge til rette for høy langsiktig avkastning til lavest mulig kostnad og risiko. Det er viktig at avtalene fører til høyest mulig

interessesamsvar mellom Norges Bank og forvaltningsselskapene, og en langsiktighet i forvaltningen fra forvalternes side.

Figur 6: Høyeste honorar til eksterne forvaltere

De avtalefestede honorarene til eksterne forvaltere er basert på rene forretningsmessige vurderinger. Honorarstrukturen i de fleste avtaler har et avkastningsavhengig element.

Avkastningen forvaltningsselskapet oppnår, sammenlignes med en indeks tillagt en minimumssats. Før avkastningen er høyere enn målestokken, vil ikke selskapet få et avkastningsavhengig honorar. Alle avtaler har nå en øvre grense på årlig utbetalt honorar, og regler som holder tilbake opptjent honorar dersom de overstiger den øvre grensen.

Vi håper at den honorarstrukturen vi nå har etablert kan bidra til å endre markedspraksis og at vi samtidig er i stand til å inngå avtaler med de beste forvaltningsorganisasjonene. Det kan være kostbart for fondet å stille seg i en posisjon der vi er avskåret fra å kjøpe ekstern kompetanse av høy kvalitet.

Figur 7: Eierskapsutøvelse. Forventningsdokumentene

Ved utløpet av 2010 hadde fondet aksjer i 8500 selskaper verden over. Fondet er nå blant de største aksjonærene i svært mange selskaper. Rollen som betydelig aksjonær krever at vi kjenner selskapenes virksomhet godt. Samtidig vil fondet alltid være en minoritetsaksjonær, og vi er avhengige av å vinne andre eiere over på vår side for å få gjennomslag for våre standpunkter. Eierskapsutøvelsen må derfor være tydelig og langsiktig.

Som aksjonær arbeider vi prinsipielt. Vi har valgt å konsentrere innsatsen om seks satsingsområder der vi kan forvente å få gjennomslag, og der vi kan utvikle høy kompetanse. Eierskapsutøvelsen er basert på internasjonale retningslinjer anbefalt av FN og OECD.

Vi utarbeider forventningsdokumenter som et virkemiddel for å fremme våre interesser som eier. Hvert år foretar vi undersøkelser om hvordan selskapene vi har investert i, har forholdt seg til disse forventningene. Vi håper også at selskapene selv tar initiativer innenfor disse i virksomhetsstyringen.

Fondets eiere har lagt et rammeverk med en langsiktig strategi. Norges Bank vil utvikle vår kompetanse videre for å ivareta hensynet til langsiktighet og bevaring av fondets verdier.