

# Forvaltning og risiko

## Foredrag av visesentralbanksjef Egil Matsen på et seminar i regi av Norges Bank.

### Innledning

Ved inngangen til 2018 hadde Statens pensjonsfond utland hatt positiv avkastning i seks år på rad. I gjennomsnitt var årlig avkastning nesten 10 prosent i denne perioden. Vi er nå inne i en periode med en viss uro i de internasjonale finansmarkedene. Det er en god anledning til å se nærmere på risiko i og forvaltningen av Statens pensjonsfond utland.

#### *Plansje 1: 6 prosent årlig avkastning siden 1998*

Siden 1998 har Statens pensjonsfond utland hatt en årlig avkastning på 6 prosent. Som figuren viser, har avkastningen samtidig variert betydelig fra år til år - fra minus 23 til pluss 26 prosent, målt i fondets valutakurv.

Erfaringene siden 1998 er viktige, men 20 år er et for kort tidsperspektiv til å gi et fullstendig bilde av risikoen i et fond som investerer for framtidige generasjoner. Tidligere denne måneden var det 100 år siden avslutningen av første verdenskrig. Verdens befolkning utgjorde da om lag 1,7 milliarder mennesker. Nå har vi passert 7,5 milliarder. Verdiskapingen per menneske i verden er mer enn femdoblet de siste hundre årene.

#### *Plansje 2: USA opp, Europa tilbake*

Verdens produksjonsmønster – og dermed sammensetningen av børsnoterte selskaper – har endret seg like dramatisk. Aksjemarkedene har skiftet fra et klart europeisk tyngdepunkt til et like klart amerikansk. [\[1\]](#) I 1900 utgjorde jernbaneaksjer 63 prosent av det amerikanske aksjemarkedet og 50 prosent av det britiske. I dag er andelene under 1 prosent. Nye næringer har vokst fram, og næringer som har eksistert hele perioden – som telekommunikasjon – er helt annerledes enn de var. [\[2\]](#)

I løpet av disse hundre årene har verdens aksjemarkeder gått gjennom depresjonen på 1930-tallet, andre verdenskrig, oljeprissjokk med påfølgende stagnasjon tidlig på 1970-tallet, dotcom-boblen som sprakk i 2000 og finanskrisen for ti år siden.

Forvaltningen av oljefondet må forsøke å ta inn over seg utviklingstrekk like langt fram i tid. Vi vet ikke hvilke selskaper eller land vi vil være investert i om hundre år. Men vi vet at investeringene vil måtte endre seg over tid. Vi må dessuten forvente at avkastningen i perioder vil svinge kraftig, og at fondet vil måtte forvaltes gjennom nye dramatiske begivenheter. Vi vet bare ikke når, hvordan eller hvorfor slike begivenheter vil inntreffe.

En fortsatt stabil forvaltning av SPU krever god håndtering av finansiell risiko. Et viktig kjennetegn ved strategien for fondet er at kapitalen er spredt på mange enkeltinvesteringer over hele verden. Det gjør avkastningen mindre sårbar for utviklingen i hvert enkelt selskap, sektor og land. Det kan likevel ikke skjerme fondet fra kriser som rammer bredt. Ved å være forberedt på denne risikoen, kan vi som samfunn lettere holde fast ved den langsiktige forvaltningsstrategien i en framtidig nedtur. I dag vil jeg derfor se nærmere på noen av de mest turbulente periodene i verdens aksjemarkeder – og på hva vi kan lære av disse.

Ved å være eier i svært mange selskaper, er fondet også eksponert for en annen type risiko. Eiere kan bli avkrevd svar og handling ved hendelser i enkelt-selskaper av andre grunner enn at hendelsene

påvirker forventet avkastning. Også denne eksponeringen må håndteres, og her er bankens arbeid med ansvarlig forvaltning viktig. Det vil jeg komme tilbake til mot slutten av talen.

## **Finansiell risiko**

### *Plansje 3: Store svingninger*

Denne figuren viser utviklingen siden 1900 i realavkastningen på en hypotetisk portefølje, investert over hele verden med 70 prosent aksjer og 30 prosent rentepapirer. Avkastningen er målt i amerikanske dollar. Figuren illustrerer at avkastningen har variert mye fra år til år.

Renteinvesteringene bidrar til å dempe de største fallene, men figuren viser også at avkastningen i porteføljen lang på vei følger aksjemarkedet. Med en aksjeandel på 70 prosent vil utviklingen i SPUs verdi framover bli drevet av utviklingen i aksjemarkedet. La oss derfor konsentrere oss om risikoen i dette markedet.

Figuren viser videre at 2008 var et av de verste enkeltårene i denne perioden. For ti år siden - 25. november 2008 - la Norges Bank fram fondets resultater for tredje kvartal. Lehman Brothers hadde gått konkurs. Verdens sentralbanker var i ferd med å senke styringsrentene i store og hyppige skritt. Og i løpet av høsten hadde den amerikanske børsen hatt hele ti enkeltdager med daglige fall på mer enn 5 prosent. I pressemeldingen skrev banken at «tredje kvartal var et usedvanlig krevende kvartal for forvaltningen». Verre skulle det bli. Avkastningen for hele 2008 endte på -23 prosent, målt i fondets valutakurv.

### *Plansje 4: Ulike kriseforløp*

Denne figuren viser utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet fra 2008. Vi ser at aksjemarkedet snudde raskt. Det preget også fondets resultater. I 2009 fikk fondet en positiv avkastning på 26 prosent, godt hjulpet av 34 prosent avkastning i aksjeporteføljen. Oppgangen fortsatte i 2010. Samtidig som finanskrisen i 2008 ga et historisk stort verdifall, var denne gjeninnhentingene sterkere og raskere enn det de fleste hadde ventet. En svekket krone innebar at fondets avkastning målt i kroner var mindre negativ enn avkastningen målt i utenlandsk valuta. Selv om endringer i kronkursen ikke påvirker fondets internasjonale kjøpekraft, kan det ha gjort at utviklingen framsto som mindre dramatisk.

Gjeninnhentingene etter dype fall har ikke alltid vært så rask som etter finanskrisen. Figuren viser utviklingen i en global aksjeindeks i perioden etter at den såkalte «Dotcom-boblen» sprakk. Nedgangen i aksjemarkedet fra toppen vinteren 2000 til bunnen vinteren 2003 var den sterkeste siden tidlig på 1930-tallet. Den gangen forsterket dessuten svingningene i kronkursen utslagene i fondsverdien målt i kroner. For oljefondet bidro det til at størrelsen ved inngangen til 2003 var 30 prosent lavere enn det som hadde vært lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet for 2002.

Enda mer dramatisk har utviklingen vært for de som investerte i det japanske aksjemarkedet i slutten av 1989. Markedet falt og ble værende. Tokyo-børsen handles fortsatt ikke høyere enn på nivåene fra 1989. Utviklingen gjenspeiles i at det japanske aksjemarkedet i 1990 var verdens største, med nesten 40 prosent av markedsverdien av verdens børser. I dag utgjør det under ti prosent. Vi må likevel huske at dette er utviklingen i ett enkelt land. Det globale aksjemarkedet har utviklet seg helt annerledes siden 1989.

Hva kan vi lære av disse krisene?

Første lærdom er at kriser oppstår.

#### *Plansje 5: Seks store fall på 100 år*

Ser vi på årlig avkastning i verdens aksjemarked siden 1900, finner vi fem perioder med en negativ realavkastning i aksjemarkedet i samme størrelsesorden som under finanskrisen: nedgangen i 1929-31, to verdenskriger, oljeprisøkningen på begynnelsen av 1970-tallet og ettervirkningene av at dotcom-boblen sprakk. [3] Både eier og forvalter av fondet må være forberedt på at det vil komme nye kriser.

#### *Plansje: 6: Et større fond betyr mer*

Et større fond betyr i tillegg større svingninger sammenliknet med resten av økonomien. I denne figuren har vi sett på samme prosentvise fall i verdien på aksjer og rentepapirer som i 2008, og sett bort fra kronekursbevegelser. Med dagens fond ville det gitt et fall på om lag 2700 mrd. kroner. Det tilsvarer over 90 prosent av den årlige verdiskapingen i Fastlands-Norge – mot drøyt 30 prosent i 2008.

Ved tidligere aksjeprisfall, har tilførselen av petroleumsinntekter til fondet vært stor sammenliknet med fondets størrelse. Selv med en avkastning i aksje- og rentemarkedet på minus 19 prosent målt i norske kroner, falt kapitalen i fondet derfor bare med om lag 5 mrd. kroner i 2002. [4] I 2008 var summen av negativ avkastning, endret kronekurs og tilførsel av petroleumsinntekter positiv. Fondets verdi økte derfor fra 2007 til 2008.

Ved et framtidig prisfall i aksjemarkedet vil dette se annerledes ut. Etter hvert som statens olje- og gassinntekter går ned og størrelsen på fondet øker, vil tilførsel av petroleumsinntekter i stadig mindre grad kunne dempe fall i fondets verdi. Det gjør utviklingen i verdien av fondet enda mer avhengig av avkastningen. I år med negativ utvikling på aksjemarkedene, må vi regne med store absolutte fall i fondsverdien.

En annen lærdom er at kriser ikke nødvendigvis reverseres raskt. De eksemplene jeg har nevnt – finanskrisen i USA, dot-com-boblen som sprakk og Japan på 1990-tallet – viser at krisene vi kan observere tilbake i tid har hatt ulik dybde og ulik varighet. Forløpet etter dotcom-boblen kan minne om en U. Verdifallet var ikke så bratt som i 2008, men gjeninnhenting var samtidig langsommere. Utviklingen i Japan minner mer om en L: fallet var raskt og gjeninnhenting har tatt lang tid. Finanskrisen ga en V-formet utvikling: Bratt fall og så rask gjeninnhenting. Alle disse kriseforløpene – U, L og V – kan oppstå igjen, uten at jeg dermed vil bli beskyldt for å rope ulv.

Den tredje lærdommen er at avkastningen i aksjemarkedet har vært høy, til tross for perioder med store tilbakeslag. Anslag på framtidig avkastning er forbundet med stor usikkerhet, men en lavere aksjeandel ville trukket forventet avkastning ned. Finansdepartementet legger til grunn en forventet realavkastning av fondet på 3 prosent.

I valget av en aksjeandel på 70 prosent ligger det en aksept for forventede svingninger i fondets avkastning, både på kort og lengre sikt. Siden oppstart har forvaltningsmodellen hatt bred oppslutning. Ved å holde fast på strategien gjennom perioder med uro har fondet oppnådd en avkastning ved utgangen av tredje kvartal som tilsvarer 4300 mrd. kroner. Historien siden 1900 og siden fondets oppstart støtter opp under forventningen om høyere avkastning i aksjemarkedet enn i rentemarkedet over tid.

En sentral del av den overordnede investeringsstrategien er å redusere risiko ved å spre investeringene bredt. Ved inngangen til 2018 var fondet investert i over 9000 selskaper, i 72 land. En viktig innsikt fra finansteorien er at forventet avkastning på en investering ikke bestemmes av risikoen ved investeringen isolert sett, men av det bidraget investeringen gir til den systematiske risikoen i en portefølje. Den ekstra risikoen som følger av å investere smalt, kan man ikke forvente å få betalt for. Ved å spre investeringene bredt kan derfor risikoen i en portefølje reduseres, uten at det nødvendigvis går på bekostning av forventet avkastning.

Den risikoen som ikke kan fjernes gjennom diversifisering, kalles systematisk risiko. Dette er den avkastningsrisikoen vi må akseptere når vi er investert i de internasjonale finansmarkedene. Det er denne risikoen vi forventer å få betalt for å bære. Den gir en høyere forventet avkastning.

For et langsiktig fond som Statens pensjonsfond utland, er det ikke de kortsiktige svingningene som er mest interessante. Perioder med svak økonomisk utvikling opptrer i alle land. Ved å investere bredt reduserer vi risikoen for at en slik periode skal dominere avkastningen.

Det kan innvendes at internasjonale kapitalmarkeder er blitt stadig mer sammenvevd. Samvariasjonen mellom aksjemarkedene på tvers av land har økt. I akutte kriser vil felles faktorer ofte dominere.

Samtidig er det mye som tyder på at på litt lengre sikt er mer fundamentale trekk ved økonomiene viktigere. Det er eksemplifisert i denne figuren. Beregningene er basert på et datasett for aksjer og tiårs statsobligasjoner i 42 land i hele eller deler av perioden 1950 til 2016. [\[5\]](#) Linjene viser de 5 prosent verste utfallene i verdien på to ulike porteføljer for ulike tidshorisonter. Den lyseblå linjen viser en portefølje som er spredd på mange markeder. Den mørkeblå linjen er en portefølje investert i bare ett land. Den brede porteføljen har gitt vesentlig lavere verdifall i kriser, og gevinsten øker med hvor lenge krisen varer.

#### *Plansje 7: Økt diversifiseringsgevinst over tid*

I tillegg handler bred diversifisering om å gjøre porteføljen mindre sårbar overfor ekstreme hendelser. Dette kan illustreres ved igjen å se på historien til de internasjonale finansmarkedene siden 1900. For denne perioden har vi avkastningsdata for aksjemarkedene i 23 land. To av disse markedene ble stengt i forrige århundre, og verdiene ble ekspropriert. Det skjedde i Russland i 1917 og i Kina i 1949. Markedene åpnet ikke igjen før på begynnelsen av 1990-tallet. Mens det kinesiske markedet var lite i 1900, utgjorde det russiske markedet seks prosent av en markedsvektet verdensindeks. [\[6\]](#)

#### *Plansje 8: 50 års negativ realavkastning i enkeltland*

I andre land har utviklingen vært mindre dramatisk, men både i Frankrike, Tyskland og Japan har aksjemarkedene hatt perioder på over 50 år med negativ realavkastning. For verdensindeksen har den lengste perioden med negativ realavkastning vært drøyt 20 år. [\[7\]](#) Diversifisering gir dermed en viss beskyttelse også mot de mest ekstreme utfallene, selv om det aldri vil være mulig å skjerme avkastningen i oljefondet fullstendig fra ekstreme hendelser som dette.

### **Risikoen ved å være eier i 9000 selskaper**

*Plansje 9: «Diversification is the only free lunch in finance»*

Porteføljeteoriens grunnlegger Harry Markowitz skal ha sagt at «Diversification is the only free lunch in finance». Den brede diversifiseringen av oljefondets investeringer er i tråd med Markowitz' innsikt. Strategien bidrar til akseptabel avkastningsrisiko i fondet.

Samtidig gir eierandeler i 9000 selskaper også en bred eksponering mot forhold og begivenheter med andre dimensjoner enn virkningen på fondets avkastningsrisiko. Det kan dreie seg om hvordan selskaper håndterer enkelthendelser, eller om mer grunnleggende trekk ved driften. Når et internasjonalt børsnotert selskap blir kritisert for sin virksomhet, vil SPU nesten uten unntak være en av eierne. Av og til vil det bli stilt spørsmål om hvorfor vi er investert i selskapet, og hva vi gjør for å følge opp investeringen.

Hvis det ofte stilles spørsmål ved om fondet forvaltes i tråd med det som anses som ansvarlig, kan det ramme vurderingen av forvaltningen. Det kan i neste omgang øke risikoen for at vi ikke når det overordnede målet om at både dagens og framtidige generasjoner skal få glede av petroleumsformuen.

Omfanget av spørsmål knyttet til enkeltinvesteringer kan ikke reduseres ved diversifisering. Det er heller slik at omfanget øker med bredden i fondets investeringer. Porteføljen inneholder mange selskaper hvor ting kan gå galt.

En mulig håndtering av denne type risiko er å ekskludere selskaper fra porteføljen. Norske myndigheter etablerte allerede i 2004 etiske retningslinjer for utelukkelse av selskaper fra oljefondet.

Fondet skal blant annet ikke være investert i selskaper som produserer tobakk, visse typer våpen eller har en stor andel av sin virksomhet knyttet til kull. Selskaper kan også utelukkes der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for visse typer atferd.

Retningslinjene for å utelukke selskaper viser at det er noen penger Norge takker nei til. Enkelte produkter og noen typer atferd vil fondets eiere ikke være involvert i, uavhengig av om det bidrar til finansiell avkastning.

Fra 2015 overførte Finansdepartementet oppgaven med å utelukke enkelt-selskaper til Norges Bank. Beslutningene er basert på kriteriene som er fastsatt av politiske myndigheter. Hovedstyrets beslutninger bygger på anbefalinger og vurderinger fra Etikkrådet, som er uavhengig av både departementet og banken.

#### *Plansje 10: Utelukkelse har betydning*

Ved inngangen til 2018 var 133 selskaper, tilsvarende en verdi på om lag 200 milliarder kroner utelukket fra SPUs portefølje. [\[8\]](#) Det er et betydelig beløp, men en liten andel av fondet.

Et iboende paradoks ved å bruke utelukkelse som virkemiddel i ansvarlig forvaltning er at det overfører eierandelene til investorer som ikke ser samme problemer ved selskapet. Å være investert og samtidig utøve et aktivt eierskap kan derfor være et alternativ til utelukkelse.

De etiske retningslinjene som ble innført i 2004 inneholdt også retningslinjer for Norges Banks eierskapsutøvelse. Eierrettighetene skulle brukes for å fremme en langsiktig finansiell avkastning. Og siden den gang har mandatet lagt til grunn at langsiktig avkastning avhenger av bærekraftig utvikling og av velfungerende markeder. Denne sammenhengen gjelder særlig for et stort, diversifisert og langsiktig fond som Statens pensjonsfond utland. Avkastningen til et slikt fond vil over lang tid gjenspeile den globale verdiskapingen.

Krav til ansvarlig investeringspraksis er i dag en sentral del av forvaltningsmandatet som Finansdepartementet gir til Norges Bank. Mye av dette arbeidet handler om å arbeide for velfungerende markeder og å påvirke selskapene vi er investert i. Norges Bank følger internasjonale standarder og bidrar til å videreutvikle dem. Norges Bank Investment Management (NBIM) stemmer på generalforsamlingene til nesten alle selskapene i fondets portefølje og er i jevnlig dialog med nær 1 000 av selskapene hvor vi er tyngst investert. Innenfor departementets mandat vil NBIM i enkelte tilfeller selge seg ut av et selskap. I tråd med mandatet utfører Norges Bank dette arbeidet på selvstendig grunnlag. Både enkeltinvesteringer og utøvelse av eierrettighetene foregår uavhengig av Finansdepartementet.

Begrunnelsen for dette arbeidet er at det øker vår forventede avkastning eller reduserer risikoen ved fondets investeringer. Vi legger også til grunn at et systematisk arbeid med ansvarlig forvaltning bidrar til å bevare tilliten til Norges Bank som forvalter av statens pensjonsfond utland.

## Avslutning

Etter 20 år har vi en viss erfaring med risiko i forvaltningen av fondet. Vi har blant annet vært gjennom to av de verste periodene i aksjemarkedet siden 1900. Neste gang markedene faller mye, vil disse erfaringene bli viktige. Mye vil også være annerledes.

Gjennom Statens pensjonsfond utland eier Norge en liten andel av den delen av verdens verdiskaping som tilfaller børsnoterte selskaper. Det har vi tjent godt på. Vi har vært villige til å ta risiko og fått betalt for det.

Historien lærer oss at vi må være forberedt på både store og langvarige verdifall. I en krise vil det ikke være noen steder å gjemme seg for et stort globalt fond. Det er krevende å håndtere kriser, men for en aksjeinvestor er det helt nødvendig.

Vi må arbeide for å begrense risikiene vi møter, men samtidig fastholde at noe risiko er verdt å bære. Bred oppslutning om viktige veivalg i forvaltningen er en styrke i møte med ny uro i finansielle markeder.

## Fotnoter

1. Dimson E., P. Marsh og M. Staunton (2018) *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018*/E. Dimson E., P. Marsh og M. Staunton (2002) *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press.
2. Dimson E., P. Marsh og M. Staunton "Long-Term Asset Returns" in *Financial Market History*, red. av D. Chambers and E. Dimson.
3. Tallene er årstall, og de prosentvise fallene er derfor mindre enn ved målinger fra topp til bunn på månedsbasis.
4. Forvaltning av Statens petroleumsfond. Årsrapport 2002. Norges Bank.
5. Se Discussion note 1/2017, *International diversification for long-term investors*, NBIM
6. Dimson E., P. Marsh og M. Staunton: *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018*/Dimson E., P. Marsh og M. Staunton. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, 2002.
7. *ibid.*
8. Beregnet markedsverdi i fondets referanseindeks dersom selskapene ikke var utelukket.