



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 28.08.2018

Regel for tilbakevekting av aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland

Den strategiske aksjeandelen i fondet er besluttet økt til 70 prosent. Finansdepartementet har fastsatt en plan for innfasing av høyere aksjeandel, jf. brev 22. september 2017. Departementet har i brev 5. mars 2018 bedt banken vurdere om det er behov for å endre regelen for tilbakevekting etter at innfasingen av en høyere aksjeandel i referanseindeksen er ferdigstilt.

Aksjeandelen i referanseindeksen vil avvike fra den strategiske aksjeandelen som følge av ulik avkastning på delindeksene for aksjer og obligasjoner. Departementet har i dag fastsatt en grense for hvor langt aksjeandelen i referanseindeksen kan bevege seg vekk fra det strategiske målet uten at tilbakevekting igangsettes, og detaljerte bestemmelser for hvordan aksjeandelen i referanseindeksen skal vektet tilbake. Det er bankens ansvar å forvalte porteføljen av aksjer, obligasjoner og eiendom innenfor disse bestemmelsene¹.

Bankens råd og vurderinger i dette brevet bygger på analyser i et diskusjonsnotat publisert på bankens hjemmesider, våre erfaringer med nåværende regel og gjeldende arbeidsdeling mellom departementet og banken. Vi diskuterer ikke hvorvidt aksjeandelen i referanseindeksen skal tilbakevektes, bare hvordan regelen for tilbakevekting bør utformes. Vi har valgt å konsentrere analysene til enkle, avkastningsbaserte regler hvor tilbakevekting igangsettes betinget av at aksjeandelen i referanseindeksen har beveget seg utenfor et intervall fastsatt av departementet. I dette brevet vurderer vi hvordan ulike varianter av en

¹ Den nye reguleringen av fondets eiendomsinvesteringer påvirker i seg selv ikke bankens muligheter til å tilpasse porteføljen i etterkant av en tilbakevekting. På samme måte som før denne endringen, vil tilpasningen i all hovedsak måtte gjennomføres gjennom kjøp og salg av likvide aktiva.

slik regel påvirker forventet avkastning, transaksjonskostnader og avvik fra strategisk aksjeandel.

Gjeldende regel

I henhold til mandatet for forvaltningen skal tilbakevekting gjennomføres dersom aksjeandelen i referanseindeksen avviker med mer enn fire prosentpoeng fra det strategiske målet. Gjeldende regel for tilbakevekting ble fastsatt i 2012, jf. omtale i Meld. St.1 2012-2013. Siden 2012 er den strategiske aksjeandelen økt fra 60 til 70 prosent. En høyere aksjeandel vil, alt annet like, redusere antallet forventede tilbakevektinger. Markedsverdien av fondet har siden 2012 økt fra om lag 3400 milliarder til om lag 8500 milliarder i dag. Økningen i fondsverdi betyr at det er behov for å handle vesentlig større beløp når en tilbakevekting først igangsettes. Banken har i årene etter finanskrisen erfart at det har blitt mer utfordrende å gjennomføre større handler uten å påvirke markedsprisene. Videre er det bankens erfaring at selskapsobligasjonene i referanseindeksen skaper enkelte utfordringer i forbindelse med tilbakevektinger. Departementet bør derfor se spørsmålet om justeringer av regelen for tilbakevekting i sammenheng med vurderingene som nå gjøres av rammeverket for fondets obligasjonsinvesteringer².

Departementet la i 2012 vekt på at formålet med tilbakevekting er å sikre at sammensetningen av referanseindeksen over tid ikke avviker vesentlig fra den strategiske fordelingen på ulike aktivaklasser. Samtidig pekte departementet på at tilbakevekting kan bidra til å øke fondets avkastning gjennom å utnytte eventuelle tidsvariasjoner i aksjemarkedspremien ved å selge aksjer når markedet er høyt priset og kjøpe når det er lavt priset. Dette ble sammen med formålet for tilbakevektingen veid opp mot transaksjonskostnadene ved å handle tilbake til den strategiske fordelingen.

Aksjeandelen i referanseindeksen varierer i dag med realisert avkastning i markedene. Aksjeandelen går opp (ned) når avkastningen på aksjer er høyere (lavere) enn for obligasjoner. På kort sikt kan aksjeandelen avvike betydelig fra det strategiske målet, mens den i gjennomsnitt vil ligge nær, men litt høyere enn målet. Svingningsrisikoen i referanseindeksen vil variere, først og fremst fordi svingningsrisikoen for en gitt aksjeandel varierer. Variasjonene i aksjeandel kan bidra til å dempe den samlede svingningsrisikoen i referanseindeksen.

Regel for tilbakevekting og avkastning

Aksjemarkedspremien, og dermed forventet avkastning, varierer over tid³. Det kan være ønskelig for fondet å følge systematiske investeringsstrategier som søker å utnytte slike variasjoner. Vi har analysert om en enkel, avkastningsbasert regel for tilbakevekting er egnet til å fange tidsvariasjonene i aksjemarkedspremien, og gjennom dette øke avkastningen på fondet. I analysene sammenligner vi avkastningen på en portefølje som tilbakevektes etter en slik regel med avkastningen på en portefølje hvor aksjeandelen holdes fast. Spørsmålet vi

² Bankens råd om endringer i rammeverket for fondets obligasjonsinvesteringer fremgår av bankens brev 1. september 2017.

³ Det finnes betydelig litteratur på dette området, deriblant Shiller (1981), Summers (1986), Fama og French (1988,89), Campbell og Shiller (1989), Campbell (1991), Cochrane (1992), Campbell og Cochrane (1999), Campbell og Viceira (1999), Campbell og Thompson (2007), Cochrane (2008), van Binsbergen og Koijen (2010), Cochrane (2011), Campbell, Giglio og Polk (2013), Kelly og Pruitt (2013), Martin (2017), Campbell, Giglio, Polk and Turley (2018).

søker å finne svar på er i hvilken grad regelen bidrar til at aksjeandelen i referanseindeksen i gjennomsnitt er høyere (lavere) enn det strategiske målet når forventet avkastning er høy (lav). Våre analyser indikerer at det er lite trolig at en slik enkel, avkastningsbasert regel kan sikre dette. Dette taler for at andre hensyn enn muligheten til å fange tidsvariasjoner i aksjemarkedspremien bør tillegges vekt i utformingen av regelen for tilbakevektning.

Strategier som søker å utnytte tidsvariasjoner i aksjemarkedspremien bør utformes på basis av andre indikatorer enn realisert avkastning alene⁴. Dersom departementet ønsker at banken skal følge slike strategier, bør banken overlates et noe større ansvar for fondets samlede eksponering mot aksjemarkedsrisiko. Dette vil i så fall kreve en justering av gjeldende arbeidsdeling mellom departementet og banken. En mulighet er å la banken fastsette aksjeandelen i referanseindeksen med mindre betingelsen for tilbakevektning er oppfylt.

Det er lite trolig at en enkel, avkastningsbasert regel for tilbakevektning er egnet for å fange tidsvariasjoner i aksjemarkedspremien. En slik regel vil ikke sikre at aksjeandelen i referanseindeksen i gjennomsnitt er høyere (lavere) enn det strategiske målet når forventet avkastning er høy (lav).

Regel for tilbakevektning og transaksjonskostnader

Basert på historiske data har vi analysert hvordan bredden på intervallet og hvor raskt aksjeandelen justeres tilbake påvirker transaksjonskostnader og avvik fra strategisk aksjeandel.

Et bredere intervall for når tilbakevektning igangsettes reduserer transaksjonskostnadene, men øker samtidig avviket mellom aksjeandelen i referanseindeksen og det strategiske målet. Et smalere intervall har motsatt effekt. Transaksjonskostnadene blir lavere når handlingene i forbindelse med en tilbakevektning gjennomføres over et lengre tidsrom med mindre beløp hver måned⁵. Dette gjelder uavhengig av bredden på intervallet. En mer gradvis tilpasning av aksjeandelen i referanseindeksen betyr imidlertid at avvikene mellom aksjeandelen og det strategiske målet øker. En raskere tilpasning har motsatt effekt.

Vi har vurdert hvordan ulike kombinasjoner av intervallbredde og tempo i tilpasningen påvirker transaksjonskostnader og avvik fra det strategiske målet. Vi finner at det er mulig å redusere både transaksjonskostnadene og avviket fra det strategiske målet gjennom en kombinasjon av et smalere intervall og en mer gradvis tilpasning enn i dag. Kombinasjonen av et smalere intervall og en mer gradvis tilpasning betyr at tilbakevektning inntreffer oftere og

⁴ Se NBIM *Discussion Note 1/2016: The Equity Risk Premium* for en diskusjon om ulike indikatorer som kan benyttes for å estimere aksjemarkedspremien.

⁵ Vi har i analysene lagt til grunn at justeringen av aksjeandelen i referanseindeksen, som i dag, gjennomføres ved månedsslutt. Første justering gjennomføres måneden etter at betingelsen for tilbakevektning er oppfylt. Metoden for hvordan aksjeandelen i referanseindeksen gradvis justeres tilbake til det strategiske målet er i dag unntatt offentlighet.



gjennomføres over et lengre tidsrom enn i dag⁶. Tilbakevekting vil i større grad bli en del av den ordinære forvaltningen.

Transaksjonskostnadene og avviket fra det strategiske målet kan reduseres ved en kombinasjon av et smalere intervall og en mer gradvis tilpasning tilbake til det strategiske målet enn i dag.

Bankens råd

Banken foreslår en mer gradvis tilpasning tilbake til det strategiske målet. Metoden for justering av aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen vil med dette ligge tettere opp mot en prosess banken kan følge i den operative forvaltningen. Forslaget åpner for at banken i større grad enn i dag kan bruke overføringer til/fra fondet i gjennomføringen av en tilbakevekting. Dette vil bidra til å redusere transaksjonskostnadene ytterligere. En mer gradvis tilpasning enn i dag bør kombineres med et smalere intervall for å redusere avstanden mellom aksjeandelen i referanseindeksen og det strategiske målet. Med et smalere intervall vil aksjeandelen i gjennomsnitt ligge tettere på det strategiske målet. Som i dag, vil avvikene på kort sikt kunne være betydelige.

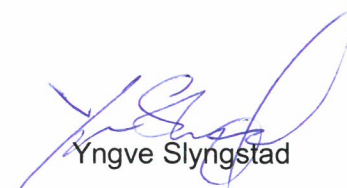
Bankens forslag til justeringer av regelen for tilbakevekting innebærer at det vil kunne ta tid før aksjeandelen i referanseindeksen vender tilbake til det strategiske målet på 70 prosent. Dette kan være ønskelig i perioder preget av stor usikkerhet om forhold som kan påvirke fondets langsiktige risikobærende evne, jf. bankens brev 1. desember 2016 hvor vi la til grunn at spørsmålet om aksjeandel vil kunne bli tatt opp på nytt dersom premissene for valg av aksjeandel endres vesentlig.

Bredden på intervallet bør som i dag være en del av det offentlige mandatet, mens bestemmelsene om hvordan og hvor raskt referanseindeksen skal justeres tilbake bør unntas offentlighet og fastsettes av Finansdepartementet etter råd fra Norges Bank. Bankens råd om nærmere bestemmelser om tilbakevekting fremgår av vedlegg til dette brevet. Bankens forslag til justeringer av regelen for tilbakevekting kan innføres fra det tidspunktet departementet ønsker.

Aksjeandelen i referanseindeksen bør justeres tilbake til målet mer gradvis enn i dag. Bredden på intervallet aksjeandelen kan bevege seg innenfor uten at tilbakevekting igangsettes bør være smalere enn i dag, og kan settes til +/- to prosentpoeng.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad

I NBIM Discussion Note 1/2018 har vi også analysert effekten av å introdusere såkalte indre bånd, hvor aksjeandelen ikke justeres helt tilbake til det strategiske målet i forbindelse med en tilbakevekting. Bruken av slike indre bånd kan redusere transaksjonskostnadene noe, men effekten vil være forholdvis begrenset med et smalere og en mer gradvis tilpasning. For et gitt intervall vil en introduksjon av et indre bånd øke avstanden fra det strategiske målet.



Vedlegg:

Egenskaper ved ulike regler for tilbakevektning – unntatt offentlighet

Nærmere bestemmelser om tilbakevektning – unntatt offentlighet