

Finansdepartementet
Avdeling for formuesforvaltning
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref.

Vår ref.

Oslo
12.03.2009

Aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland (SPU)

I forbindelse med departementets arbeid med den årlige meldingen til Stortinget om forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland ønsker Norges Bank å gi uttrykk for enkelte vurderinger knyttet til spørsmål om aktiv forvaltning.

De markedene Statens pensjonsfond – Utland investerer i, særlig de likvide aksje- og rentemarkedene i Europa og USA, er nær ”effisiente”. Det vil si at markedsprisene til enhver tid reflekterer all relevant informasjon om verdipapirene, og at det er utfordrende å skape konsistent merverdi ved å danne seg forventninger til hvordan markedsprisene vil utvikle seg fremover.

Denne innsikten danner grunnlaget for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland. Når vi utvikler våre investeringsstrategier tar vi utgangspunkt i fondets særpreg. De viktigste karakteristika ved fondet er størrelsen og den lange investeringshorisonten. Vår mulighet til å oppnå resultater som investor ligger i å utnytte disse forholdene til fondets fordel gjennom de aktive strategiene, og vårt viktigste fortrinn er muligheten til å gjennomføre disse strategiene med lave kostnader. Over tid vil omfanget av den aktive forvaltningen avhenge av hvilke resultater som kan oppnås.

Vårt syn på rollen som stor finansiell investor

Effektive kapitalmarkeder forutsetter at et tilstrekkelig antall markedsaktører deltar aktivt i prisdannelsen. Dersom store institusjonelle investorer som Statens pensjonsfond - Utland utelukkende legger til grunn at andre aktører sørger for en effektiv prisdannelse, kan dette undergrave kapitalmarkedenes funksjon. Fondet er i dag trolig den største aksjeinvestoren i Europa. Det er ikke forenlig med denne rollen utelukkende å legge en passiv strategi til grunn og ikke bidra til en effektiv prisdannelse.

Det er knyttet store ambisjoner til fondets eierskapsutøvelse. Det er viktig at store institusjonelle eiere som Norges Bank ikke er passive, men ivaretar sine rettigheter som minoritetsaksjonær. I møtet med selskaper avhenger vår legitimitet og muligheten for gjennomslag av at vi oppfattes som en langsiktig investor som ivaretar finansielle interesser. I møtet med nasjonale myndigheter i landene vi investerer i, er det også viktig at vi oppfattes å

ivareta finansielle interesser når vi forfølger vår agenda innenfor eierskapsutøvelsen. Samlet sett vil et innslag av aktiv forvaltning være nødvendig for at Norges Bank skal ha legitimitet i gjennomføringen av viktige deler av forvaltningsoppdraget.

Sammenheng i investeringsstrategien

Fondets langsiktige investeringshorisont er utgangspunktet for investeringsstrategien og fastsettelsen av referanseporteføljen og aktivaallokeringen. Risikopremiene knyttet til ulike aktivaklasser i kapitalmarkedene varierer over tid. En investor med tilstrekkelig tidshorisont og risikokapasitet bør kunne utnytte dette, samt hente risikopremier som ikke fullt ut er reflektert i referanseporteføljen. Det skarpe skillet mellom den overordnede investeringsstrategien og den operative forvaltningen kan være u hensiktsmessig. Den strategiske rådgivning til Finansdepartementet må basere seg på disse analysene og inngå i rådene for gjennomføring av viktige strategiske beslutninger.

Muligheten for å skape verdier gjennom aktiv forvaltning

Målsettingen for den aktive forvaltningen er å gi et positivt bidrag til fondets avkastning over tid. Fondet skiller seg særlig fra gjennomsnittsinvestoren gjennom størrelse og langsiktighet. Våre aktive strategier må ta utgangspunkt i dette.

Fondets størrelse kan være en fordel i forvaltningen fordi den gjør det mulig å ta forholdsvis store posisjoner i enkeltsituasjoner uten at risikoen i forvaltningen endres vesentlig. En aktiv forvalter vil kunne ta del i primærmarkedet for aksjer, basert på spesifikk innsikt og kompetanse. Særlig vil en stor investor kunne oppnå gunstige vilkår i dette markedet. Som passiv investor vil fondet først kjøpe aksjer når aksjene blir en del av referanseindeksen på et senere tilfeldig tidspunkt, og i en situasjon der vår størrelse kan påvirke prisene.

Fondets langsiktighet innebærer at vi har bedre forutsetninger for å kunne bære svingninger i fondets avkastning. Denne risikokapasiteten skiller oss også fra gjennomsnittsinvestoren. Våre posisjoner er i liten grad belånt. Vi tvinges ikke til å realisere tap på kort sikt fordi finansieringen faller bort. I motsetning til enkelt andre store institusjonelle investorer tvinger ikke reguleringer oss til å gjøre porteføljetilpasninger i kritiske faser. Det er også sentralt at fondet har en langsiktig eier som ikke gjør vesentlige endringer i rammebetingelsene for forvaltningen i situasjoner med uvanlige eller stressede markeder.

Vår tilnærming til sammensetningen av aktive investeringsstrategier er basert på diversifisering, spesialisering og delegasjon og skal sikre et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko i den aktive forvaltningen. Over tid har vi gode erfaringer med denne tilnærmingen.

Fondet har en bredt diversifisert portefølje som i stor grad vil gjenspeile størrelsen på de ulike delmarkedene. Risikoen i forvaltningen av en slik veldiversifisert internasjonal portefølje vil i første rekke avhenge av volatilitet i og samvariasjonen mellom disse brede markedene. Den aktive forvaltningen vil ikke i seg selv bidra til å øke fondets markedsrisiko, når denne ikke eksponerer fondet mot strukturelle risikofaktorer.

En viktig grunn til at aktiv forvaltning i gjennomsnitt ikke skaper verdi for investorene er høye honorarer og store forvaltningskostnader. Lave kostnader er et vesentlig fortrinn for NBIM. Vår mulighet for å realisere meravkastning er dermed større enn for gjennomsnittsinvestoren.

Når fondets investeringsunivers og referanseportefølje gradvis blir utvidet, øker eksponeringen mot markeder der det er liten grunn til å tro at hypotesen om markedseffisiens holder. Dette øker rommet for å kunne skape verdi gjennom den aktive forvaltningen.

Avslutning

Norges Bank kan som forvalter og rådgiver kombinere teoretisk innsikt, nærhet til markedene og kunnskap om enkeltinvesteringer. Forvaltningskostnadene er lave. Med fondets størrelse og langsiktighet er få investorer bedre posisjonert for å utnytte at mange markeder ikke er fullt ut effisiente.

Med hilsen


Svein Gjedrem


Yngve Slyngstad