



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Dato: 03.01.2017
Vår ref.: 16-1481
Deres ref.: 16/3602

Høringsuttalelse om aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev 25.10.2016 vedrørende NOU 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland. Finans Norge avgir her sine merknader.

1. Finans Norges hovedsynspunkter

- Investeringshorisonten til Statens pensjonsfond utland er i prinsippet uendelig, og hensynet til avkastning bør derfor tillegges betydelig vekt i avveiningen mellom forventet avkastning og risiko. Etter vårt syn bør aksjeandelen i fondets strategiske referanseindeks økes til 75 prosent, slik Norges Bank tilrår.
- I likhet med Norges Bank, vektlegger vi at siden forrige vurdering av aksjeandelen er aksjepremien høyere, obligasjoner demper svingningsrisiko bedre og risikoen i samlet petroleumsformue er lavere. Dersom sentrale forutsetninger for valget av aksjeandel skulle endre seg over tid, bør fondets sammensetning kunne bli vurdert på ny.
- Vi erkjenner at fondet har en løpende forpliktelse overfor fellesskapet, og at det er en integrert del av statsbudsjettet. Økt aksjeandel gir høyere svingningsrisiko, og innrettingen av finanspolitikken må skjære gjennom svingninger i fondsverdien. Samtidig må oljepengebruken, det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, avspeile et realistisk anslag på forventet realavkastning. Foruten å være realistisk, bør det inneholde en sikkerhetsmargin på om lag ½ prosentenheter. Det gir betydelig større robusthet overfor fall i fondsverdien.
- Fondets langsiktighet taler for investeringer i unotert infrastruktur, som vil kunne gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko i fondet. Det er dessuten et stort globalt behov for infrastrukturinvesteringer, særlig knyttet til produksjon av fornybar energi.
- En langsiktig investeringshorisont taler normalt for vesentlig risikotaking, og prinsippet bør omfatte forvaltningen av både offentlige og private pensjonsmidler. Særnorske virksomhetsregler for livsforsikring bør endres slik at langsiktige, garanterte pensjonsmidler kan forvaltes med en langsiktig investeringshorisont.

2. Sentrale endringer siden forrige vurdering av aksjeandelen

Aksjeandelen i fondets referanseindeks ble i 1998 satt til 40 prosent, og for nær ti år siden ble vekten økt til 60 prosent. En beslutning om på ny å justere aksjeandelen bør baseres på en grundig vurdering av sentrale faktorer som har endret seg siden forrige vurdering. For en helhetlig betraktning burde dessuten Mork-utvalget mer dyptgående ha drøftet utviklingen i obligasjonsporteføljens risikoprofil og sammensetning.

Nasjonens toleranse for risiko i fondet kan ha tatt seg opp de siste ti årene, som følge av økt allmenn forståelse av SPU-rammeverket og forvaltningsmodellen, reflektert i en bred politisk vilje til å holde fast ved fondets investeringsstrategi også gjennom perioder med sterk uro i internasjonale finansmarkeder. På den annen side falt ikke kroneverdien av fondet kraftig under finanskrisen, og fremtidige, globale kursfall kan i større grad utfordre tiltroen til rammeverket. I en vurdering av aksjeandelen i fondet, mener Finans Norge det kan være hensiktsmessig å legge til grunn samme risikotoleranse som ved forrige vurdering i 2006.

Det globale rentenivået er betydelig lavere enn for ti år siden, og rentene kan forbli lave i lang tid. Mork-utvalget anslår en realavkastning på obligasjoner på ½ prosent, justert ned fra 2½ prosent for ti år siden. Norges Bank anslår en forventet realavkastning på obligasjoner til ¼ prosent i gjennomsnitt på 10 års sikt og ¾ prosent i årlig gjennomsnitt på 30 års sikt.¹ Som Mork-utvalget anfører, er fallet i (nær) risikofrie renter ikke i seg selv et argument for økt risikotaking i fondet. Selv om nasjonens toleranse for å bære risiko skulle ha økt gjennom de siste ti årene, ville dette pekt i retning av høyere risikotaking i fondet helt uavhengig av utviklingen i risikofri rente.² Imidlertid har differansen mellom forventet avkastning på aksjer og obligasjoner relevans for fondets sammensetning.

Mork-utvalgets flertall viser til fondets forvaltningspraksis, som primært bygger på åpen kunnskap og eksponering mot systematiske risikopremier, og vurderer dette som et viktig argument for å øke aksjeandelen. Mindretallet (Mork) mener at dette ikke kan vektlegges som en *endring* som gir grunnlag for økt risikotaking. I likhet med mindretallet, kan Finans Norge vanskelig se at en fastholdt forvaltningsstrategi utgjør en selvstendig begrunnelse for endret risikotaking.

Som Mork-utvalget (enstemmig) peker på, har petroleumsformuens sammensetning endret seg markert gjennom de siste ti årene. I 2006 utgjorde fondet om lag én tredjedel av samlet petroleumsformue, mens det i dag utgjør to tredjedeler. Samlet petroleumsformue er derfor mindre utsatt for olje- og gassprisrisiko og er altså langt bedre diversifisert siden vesentlig mer av den består av utenlandske verdipapirer. Finans Norge merker seg også at Norges Bank har varslet en vurdering av reduserte investeringer i verdipapirer der avkastningen

¹ Jf. Norges Banks høringssvar til Finansdepartementet 1.12.2016 vedrørende NOU 2016: 20.

² Og på den annen side, skulle nasjonens risikotoleranse være uendret, vil nedgangen i risikofri rente definitivt ikke utgjøre et argument for økt risikotaking.

svinger i takt med verdiendringer på gjenværende petroleumsressurser. Det kan redusere risikoen i samlet petroleumsformue ytterligere uten at forventet avkastning trekkes ned.

Norges Bank har videre fremhevet at forventet meravkastning på aksjer relativt til obligasjoner er noe høyere nå enn i 2006 og at samvariasjonen mellom aksje- og obligasjonskurser er endret siden den gang. Denne samvariasjonen var positiv fra 1960-årene og frem til slutten av 1990-årene, mens den de siste femten årene har vært negativ. For en gitt aksjeandel blir svingningsrisikoen mindre jo lavere samvariasjon det er mellom aksjer og obligasjoner. Endringen i korrelasjonen forklares blant annet av en lang rekke lands overgang til et inflasjonsmål for pengepolitikken. Ifølge Norges Bank er det ikke urimelig å anta at den negative samvariasjonen vil vare ved. Det innebærer at for samme aksept for svingningsrisiko som i 2006, kan obligasjonsandelen reduseres. Selv ved å legge til grunn en mer konservativ antagelse om ingen korrelasjon, kan en med samme begrunnelse nedjustere obligasjonsandelen.

Finans Norge mener

Aksjeandelen bør økes til 75 prosent, slik Norges Bank tilrår. I likhet med Norges Bank legger vi vekt på at siden forrige vurdering har aksjepremien økt, obligasjoner demper svingningsrisiko bedre og risikoen i samlet petroleumsformue er klart lavere. Samtlige faktorer tilsier at fondets aksjeandel kan økes. Dersom sentrale faktorer skulle endre seg, eksempelvis om aksjepremien skulle falle markert eller om avkastningen på aksjer og obligasjoner igjen skulle begynne å svinge i takt, bør aksjeandelen kunne bli vurdert på ny.

3. Forpliktelsen overfor fellesskapet og fremtidige generasjoner

Handlingsregelen innebærer at realavkastningen av fondet skal anvendes løpende, mens hovedstolen holdes urørt og kommer alle generasjoner til gode. Ved fastsettelse av regelen ble forventet realavkastning tallfestet til 4 prosent. Dagens beregninger gir vesentlig lavere avkastningsestimater for rimelige anslag på risikopremier og for enhver realistisk aksjeandel. Hvis en skal unngå å tære på fondet, må uttakene avspeile et rimelig anslag på forventet realavkastning, og en må da se hen til Mork-utvalgets analyser. Foruten å være realistisk, bør anslaget også være forsiktig. En oljepengebruk som over tid ligger litt lavere enn forventet realavkastning vil bety at fondet utviser en stigende tendens. Da vil faren for å tære på hovedstolen bli markert lavere. Som utvalget anfører, vil viktigheten av en slik sikkerhetsmargin stige i takt med at petroleumsformuen i bakken avtar.³

³ Petroleumsressursene i bakken har i seg selv utgjort en sikkerhetsmargin. Oljepengebruken i statsbudsjettet har ligget vesentlig lavere enn forventet realavkastning av samlet petroleumsformue, siden det bare er den forventede realavkastningen av den finansielle formuen som anvendes. Slik vil det ikke være den dagen formuen i sin helhet består av finansielle fordringer. Fondets vekst gjennom tilførsel har dessuten gjort det nokså enkelt å vende tilbake til banen for forventet fondsavkastning etter uventede forstyrrelser.

Dersom handlingsregelen følges, vil fondets horisont i prinsippet være evigvarende, hvilket isolert sett tilsier høy risikotaking. Samtidig er fondets forpliktelse overfor finanspolitikken, og overføringer fra fondet er en integrert del av statsbudsjettet. Til tross for en uendelig horisont, så innebærer den løpende forpliktelsen overfor fellesskapet at valg av risikotaking ikke bare bør baseres på en vurdering av forventet avkastning og risiko i finansmarkedene. Økt aksjeandel i fondet gir høyere forventet realavkastning, og dermed større bidrag til statsbudsjettet i tråd med handlingsregelen. Men en høyere aksjeandel vil også øke de ventede svingningene i fondsverdien. Variasjon i fondsverdien har allerede blitt en mulig kilde til ustabilitet i finanspolitikken som følge av fondets størrelse.

Med en høy aksjeandel vil det således bli stilt store krav til fleksibilitet i finanspolitikken, der en i uttakene fra fondet må tilstrebe å skjære gjennom svingninger i fondets verdi. Ved langvarige og markerte fall i verdens aksjemarkeder, blir det imidlertid nødvendig med betydelige finanspolitiske innstramminger dersom en skal unngå å tære på fondet. Jo høyere andel aksjer i utgangspunktet, jo større ventes innstrammingsbehovet å bli. Utfordringen blir særlig stor hvis verdifall sammenfaller med et markert tilbakeslag i norsk økonomi. Dersom behovet for finanspolitiske stimulanser er størst når fondsverdien faller mest, vil resultatet enten bli at en tærer på fondet eller at finanspolitikken forsterker tilbakeslaget.

Uttaket fra fondet kan konseptuelt splittes opp i én del som følger forventet realavkastning og én konjunkturdelen som svinger rundt førstnevnte. Spørsmålet er hvordan konjunkturdelen av uttaket er korrelert med svingninger i fondets verdi. Sistnevnte verdi følger til en viss grad globale konjunkturer, mens konjunkturdelen av fondsuttaket følger innenlandske konjunkturer. I den grad det er sammenfall i konjunkturforløpene, vil det innebære en positiv samvariasjon mellom lav fondsverdi og uttak fra fondet. Utvalgets studier tyder på at denne samvariasjonen hittil har vært svak eller negativ. Resultatet kan imidlertid drives av den norske næringsstrukturen med et betydelig innslag av petroleumsvirksomhet og petroleumsrelaterte næringer. Med redusert petroleumsaktivitet fremover, vil innenlandske og internasjonale konjunkturer i større grad enn tidligere kunne svinge i takt. Da kan det igjen bli behov for å vurdere sammensetningen av fondet.

Finans Norge mener

Oljepengebruken må tilpasses et rimelig anslag på forventet realavkastning. Foruten å være realistisk, bør det også være forsiktig. Anslaget bør således inneholde en sikkerhetsmargin som øker robustheten overfor fall i fondsverdien, og denne bør være om lag ½ prosentenheter. Finanspolitikken bør uansett skjære gjennom svingninger i fondets verdi. Hvis den fremtidige konjunkturdelen av fondsuttaket i langt større grad enn tidligere vil sammenfalle med lave fondsverdier, blir avveiningen mellom stabilitetshensyn og sparehensyn langt mer krevende. Dersom klare endringer i denne samvariasjonen identifiseres og ventes å vare ved, kan det tale for en ny vurdering av fondets sammensetning.

4. Bærekraftig vekst og unotert infrastruktur

Som Norges Bank har påpekt, er direkteinvesteringer i infrastruktur beløpsmessig store og prosjektene har lang varighet.⁴ Investeringene kan være utfordrende å omsette, men investorer blir normalt kompensert for lav likviditet. Fondets størrelse og langsiktighet tilsier at det er godt egnet for unoterte infrastrukturinvesteringer. Dessuten indikerer analyser at slike investeringer utviser et attraktivt bytteforhold mellom avkastning og risiko samt lav samvariasjon med fondets øvrige investeringer. Ifølge Norges Bank er det rimelig å anta at investeringer i unotert infrastruktur vil bidra til stabil inntjening og styrket risikospredning.

Klimahensyn har lenge stått sentralt i forvaltningen av fondet, og forståelsen av klimarisiko må fortsatt styrkes. Som et av verdens største fond har SPU et særlig ansvar for å sette standarder. Fondet bør imidlertid ikke bare utvikle sterk forståelse av klimarisiko, men kan også gjennom sine investeringer bidra til klimavennlige prosjekter. Myndigheter i stadig flere land fastsetter mål om hvor stor andel fornybar energi skal utgjøre av total energiforsyning, blant annet som følge av ønsket om å begrense klimaendringer. Det ventes at investeringer i fornybar energiproduksjon vil øke kraftig. Norges Bank mener at slike investeringer kan gjennomføres med samme lønnsomhetskrav som for andre investeringer.

Finans Norge mener

Fondets investeringsunivers bør omfatte unotert infrastruktur ettersom slike investeringer vil kunne gi styrke forholdet mellom avkastning og risiko. Som Norges Bank tilrår, bør rammen for slike investeringer i første omgang settes til et intervall på mellom null og fem prosent av fondets samlede forvaltningskapital. Investeringene bør gjennomføres med samme krav til avkastning og risikostyring som for andre alternativer, og de må baseres på god forståelse av prosjektenes særegne risikoegenskaper.

5. Avsluttende merknader

Finans Norge vil fremheve at fondet ikke kan sikre den langsiktige bærekraften i offentlige finanser. Det fremtidige, beregnede gapet mellom offentlige inntekter og utgifter må lukkes gjennom reformer. Vi vil særlig understreke viktigheten av tiltak som øker arbeidstilbudet og løfter produktiviteten i offentlig sektor.

Thøgersen-utvalgets analyser tyder på at det er krevende for politiske myndigheter å holde igjen oljepengebruken når aktiviteten i norsk økonomi er god. Ifølge Thøgersen-utvalget forsterket finanspolitikken det langvarige etterspørselssjokket fra oljevirkksomheten i 2000-årene. Dersom man hadde holdt mer igjen når aktivitetsnivået var høyt, ville en nå hatt et bedre utgangspunkt før å møte den aldersrelaterede utgiftsveksten. Dessuten ville boligprisene og husholdningsgjelden vært lavere – de finansielle sårbarhetene ville altså ha

⁴ Jf. Norges Banks brev til Finansdepartementet 2.12.15 «Statens pensjonsfond utland – investeringer i infrastruktur».

vært mindre. Det må ikke tapes av syne at penge- og finanspolitikken er langt mer kraftfulle stabiliseringsverktøy enn bankregulering og makrotilsynsvirkemidler.

Mork-utvalgets analyser illustrerer at en langsiktig investeringshorisont bør gå sammen med en vesentlig risikotaking, og etter vårt syn bør prinsippet omfatte forvaltning av både offentlige og private pensjonsmidler. De norske virksomhetsreglene for livsforsikring tvinger imidlertid selskapene til å innta kortsiktige investeringsstrategier for langsiktige pensjonsforpliktelser. Resultatet er at livsforsikringsselskapenes kollektivporteføljer for tiden forvaltes med en aksjeandel nær 15 prosent, og fripoliser med aksjeandeler ned mot 3 til 5 prosent. Det står i sterk kontrast til de relevante aksjeandelene som nå blir vurdert for SPU. Særnorske bestemmelser bør endres slik at langsiktige, garanterte pensjonsmidler kan forvaltes med en langsiktig investeringshorisont.

Med vennlig hilsen

Finans Norge



Idar Kreutzer
administrerende direktør



Erik Johansen
direktør