

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 OSLO

Att:

Deres ref:

Vår ref:

U.offentleg forskrifta § 1, 3ledd b)

JN/TE

Dato:
12.02.2014

Statens pensjonsfond Norge – regler for rebalansering av referanseindeksen

Folketrygdfondet oppsummerer i dette brevet våre erfaringer med rebalanseringsregimet for Statens pensjonsfond Norge (SPN) og foreslår enkelte justeringer i regelverket. Vi har evaluert rebalanseringsregimets egenskaper på grunnlag av de gjennomførte rebalanseringene siden 2008 og på grunnlag av historiske simuleringer tilbake til 1993.

Hovedkonklusjonen er at erfaringene med rebalanseringsregimet er gode: SPNs aksjeandel har ikke hatt store avvik over lengre tid fra sin strategiske vekt, SPN har oppnådd et vesentlig bedre forhold mellom avkastning og risiko, kostnadene ved rebalansering har etter forholdene vært moderate, og rebalanseringene har trolig virket stabiliserende på det norske finansmarkedet.

Folketrygdfondet anbefaler derfor at rebalanseringsmekanismen med systematisk tilbakeføring av aktivklassene til faste vekter opprettholdes.

I brevet foreslår vi også enkelte justeringer i regelverket for rebalansering. Endringene vil gjøre rebalanseringsregimet noe enklere og mer regelstyrt, og vil samtidig øke fleksibiliteten i forvaltningen og styrke SPNs avkastning. De foreslåtte endringene vurderes ikke i vesentlig grad å endre SPNs risikoeksponering sammenlignet med dagens regime.

Erfaringene med rebalanseringsregimet

Finansdepartementet har i mandatet for forvaltning av SPN fastsatt at den strategiske referanseindeksen skal inneholde 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. De strategiske vektene er utgangspunkt for vektene i den faktiske referanseindeksen. Som følge av ulik markedsutvikling over tid for aksje- og obligasjonsdelen av referanseindeksen vil vektene i referanseindeksen avvike fra de strategiske vektene fastsatt i mandatet. Dagens rebalanseringsregler er fastsatt av Finansdepartementet, jf mandatet § 3-4 (5), og innebærer at dersom en av aktivklassenes avvik fra de strategiske vektene er tilstrekkelig stort og avviket har vart i en bestemt periode, iverksettes en rebalansering.

Bestemmelsene om rebalansering er en viktig del av rammeverket for forvaltning av SPN. Rebalanseringsregimet kan ses på som en risikostyringsmekanisme som sikrer at aksjeandelen over tid er nær sin strategiske vekt på 60 prosent. I et betinget rebalanseringsregime kan man da kalibrere båndbredden for aksjeandelen ut fra en avveining mellom (a) «ubehaget» fra eiers ståsted ved at markedsbevegelser bringer referanseindeksens aksjeandel langt unna den strategiske vekten, og (b) transaksjonskostnadene forbundet med å rebalansere referanseindeksen tilbake til sine strategiske vekter.

Det er i tillegg andre viktige egenskaper ved et rebalanseringsregime hvor man selger den aktivklassen med best kursutvikling og kjøper den aktivklassen med svakest kursutvikling:

- Rebalansering innebærer en motsyklisk investeringsadferd, hvor investor typisk øker sin eksponering overfor risikofylte aktiva i dårlige tider når forventet (risikojustert) avkastning er høy, og vice versa i gode tider. En slik rebalanseringsmekanisme kan dermed være et hensiktsmessig redskap om man skal søke å høste såkalte tidsvarierende risikopremier, som er en type investeringsaktivitet hvor langsiktige investorer med høy risikobærende evne (som SPN) kan sies å ha et komparativt fortrinn sammenlignet med andre investorer.
- I en markeds plass hvor det kan være færre investorer med en tilstrekkelig lang investeringshorisont, vil en slik motsyklisk investeringsadferd trolig virke stabiliserende på finansmarkedene ved at det øker mangfoldet i investormassen og dermed styrker likviditeten. Under og etter finanskrisen har myndigheter internasjonalt vært på søken etter ny innsikt og nye virkemidler for å styrke stabilitetsegenskapene til finanssystemet og samfunnsøkonomien. I en slik sammenheng kan det være naturlig å være seg bevisst at forvaltningen av SPN i perioder med stor markedsuro letter tilpasningsbehovet til privat sektor og bidrar til å dempe risikopremiene, og understøtter dermed stabiliseringspolitiske tiltak staten gjennomfører på andre områder.
- Et rebalanseringsregime vil medføre økte kostnader av ulik art, hvor kostnadene typisk er høyere når man opererer i markeder med tidvis svak likviditet, slik tilfellet kan være i SPNs investeringsunivers. I tillegg til direkte transaksjonskostnader og kostnader ved at våre omsetninger påvirker markedsprisene, vil rebalanseringer også belaste den operative forvaltningen (f.eks knyttet til planlegging, rapportering og redusert handlingsrom for aktiv forvaltning).

De motsykliske egenskapene til rebalanseringsregimet gjør at dette framstår som en hensiktsmessig mekanisme for en langsiktig investor som ønsker å dra nytte av at risikopremien i markedet synes å variere over tid, i takt med konjunktorene (såkalte tidsvarierende risikopremier). For at rebalanseringsregimet skal lykkes med å høste tidsvarierende risikopremier, må det ha en egnet kalibrering av de relevante parametrene. Dersom rebalansering skal brukes som virkemiddel for å høste tidvarierende risikopremier, vil målsettingen være å utløse rebalanseringer med en egnet hyppighet og størrelse når risikopremiene er historisk høye eller lave. I tillegg må det legges til rette for en kostnadseffektiv gjennomføring.

Fra rebalanseringsregimet ble innført ved inngangen til 2008, har det blitt gjennomført til sammen seks rebalanseringer. I alt har det blitt kjøpt aksjer for 24,3 mrd. kroner og solgt aksjer

for 20,7 mrd. kroner i forbindelse med rebalanseringene. For å undersøke hvordan den faktiske referanseindeksen har påvirket avkastning og risiko i perioden etter 1.1.2008, har vi i tabell 1 sammenlignet utviklingen med to alternative porteføljer. Det ene alternativet er å bringe aktivavektene tilbake til vektene i den strategiske referanseindeksen månedlig (dvs kalenderbasert rebalansering), mens det andre alternativet er å la vektene i referanseindeksen flyte i takt med markedsbevegelsene uten å gjennomføre noen rebalanseringer i perioden.

Tabell 1 Sammenligning av faktisk referanseindeks SPN med to alternative porteføljer med hhv. månedlig rebalansering og ingen rebalansering. Oppstart 1.1.2008, tall i prosent

	Faktisk referanseindeks	Referanseindeks med månedlige rebalanseringer	Referanseindeks med flytende vektter (ingen rebalansering)
Brutto avkastning	4,45	3,86	3,06
Netto avkastning per år ¹	4,42	3,77	3,06
Standardavvik per år	13,7	14,2	11,9
Omløpshastighet per år ²	5,8	18,0	-
Sharpe-rate ³	0,32	0,27	0,26

¹ Netto avkastning er oppgitt etter fratrukk av estimerte transaksjonskostnader på 50 bp

² Omløpshastigheten uttrykker hvor stor del av porteføljen som skiftes ut hvert år (overføring fra aksjer til renter eller omvendt)

³ Sharpe-raten er her definert som netto avkastning delt på standardavvik, uten å trekke fra risikofri rente

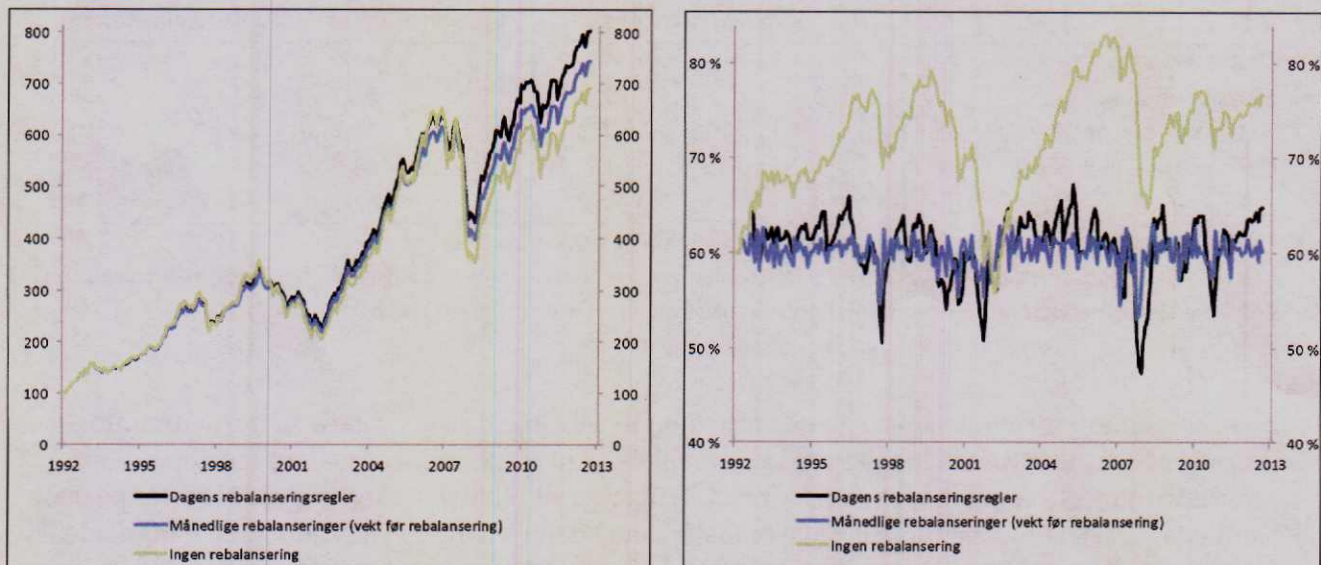
De seks gjennomførte rebalanseringene ble som følge av likviditeten i markedene gjennomført over flere uker; i ett tilfelle tok det om lag 5 måneder å få gjennomført rebalanseringen. Alternativet med månedlige rebalanseringer forutsetter at rebalanseringen gjennomføres på siste handledag. En slik forutsetning er ikke realistisk med den likviditet vi har i de norske markedene, men alternativet er tatt med for å kunne sammenligne dagens regime med et alternativt kalenderstyrt regime. Vi ser av tabell 1 at dagens rebalanseringsregime har høyere avkastning og at avkastningen varierer i mindre grad enn ved månedlige rebalanseringer. Alternativet med ingen rebalansering i perioden har imidlertid variert i mindre grad, som følge av at markedsutviklingen i denne perioden innebærer lavere gjennomsnittlig aksjeandel for dette alternativet. I tabell 1 har vi uttrykt risikojustert avkastning ved en enkel "Sharpe-rate". Dagens rebalanseringsregime har for denne perioden høyere risikojustert avkastning enn begge alternativporteføljene.

Avkastningen for dagens rebalanseringsregime er 0,6 prosentpoeng høyere (årlig) enn for alternativporteføljen med månedlige rebalanseringer, dersom vi ser bort fra transaksjonskostnader. Det tilsvarer en gevinst på 4,7 mrd. kroner i denne perioden. Sammenlignet med alternativet uten rebalanseringer er gevinsten høyere med en avkastningsforskjell (årlig) på 1,4 prosentpoeng, som tilsvarer 11,0 mrd. kroner. For alternativporteføljen med månedlige rebalanseringer antas transaksjonskostnadene å være høyere enn ved dagens rebalanseringsregime som følge av at omløpshastigheten for porteføljen er høyere. I tabell 1 er effekten av transaksjonskostnader tatt med i begrepet netto avkastning, med en forutsetning om at kostnaden er på 50 basispunkter for å selge i en aktivaklasse og kjøpe for tilsvarende beløp i annen aktivaklasse. En slik forutsetning innebærer at dagens rebalanseringsregime fremstår ytterligere 0,5 mrd kroner bedre enn alternativet med månedlige

rebalanseringer. Forutsetningen om transaksjonskostnader på 50 basispunkter er noe høyere enn de direkte transaksjonskostnadene Folketrygdfondet har beregnet ved de gjennomførte rebalanseringene, for å ta et visst hensyn til indirekte transaksjonskostnader (market impact).

Vi har også gjennomført en historisk simulering for dagens rebalanseringsregime sammenlignet med de to samme alternativene med å bruke markedsdata tilbake fra 1993. Utviklingen over tid fra denne simuleringen er vist i figur 1 (venstre) sammen med aksjeandelen (høyre). I tabell 2 er resultatene fra simuleringen av de tre alternativene oppsummert.

Figur 1 Indeksert utvikling for den faktiske referanseindeksen til SPN og to alternative porteføljer med hhv månedlig rebalansering og ingen rebalansering 1992-2013 (venstre) og aksjeandel (høyre)



Tabell 2 Historisk simulering av dagens rebalanseringsregler med to alternative porteføljer med hhv. månedlig rebalansering og ingen rebalansering. Oppstart 1.1.1993, tall i prosent

	Dagens rebalanseringsregler	Referanseindeks med månedlige rebalanseringer	Referanseindeks med flytende vekt (ingen rebalansering)
Brutto avkastning	10,73	10,20	9,80
Netto avkastning per år ¹	10,70	10,12	9,80
Standardavvik per år	12,5	12,7	15,3
Omløpshastighet per år ²	5,9	16,4	-
Sharpe-rate ³	0,85	0,79	0,64

¹ Netto avkastning er oppgitt etter fratrukk av estimerte transaksjonskostnader på 50 bp

² Omløpshastigheten uttrykker hvor stor del av porteføljen som skiftes ut hvert år (overføring fra aksjer til renter eller omvendt)

³ Sharpe-raten er her definert som netto avkastning delt på standardavvik, uten å trekke fra risikofri rente

Den historiske simuleringen fra tabell 2 bekrefter de faktiske resultatene fra 01.01.2008 frem til nå. Hovedkonklusjonen er at erfaringene med rebalanseringsregimet er gode: SPNs aksjeandel har ikke hatt store avvik over lengre tid fra sin strategiske vekt, rebalanseringene har bidratt til at fondet har oppnådd høyere avkastning og et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko, kostnadene ved rebalansering har etter forholdene vært moderate (målt som lavere

omsetningshastighet), og rebalanseringene har trolig virket stabiliserende på det norske finansmarkedet.

Det understrekes at selv om erfaringene fra perioden etter 2008 og simuleringsperioden fra 1993 viser at rebalanseringsregimet gir høyere avkastning enn et alternativ uten rebalansering, er det ingen garanti for at rebalansering vil være like fordelaktig fremover.

Andre viktige hensyn

I tillegg til egnet kalibrering av sentrale parametre som båndbredde og signaler for igangsetting av rebalansering, bør bestemmelsene også utformes i lys av hva som representerer en god arbeidsdeling mellom eier og forvalter for å sikre en best mulig risikojustert avkastning etter kostnader. I så måte bør bestemmelsene for rebalanseringsregimet reflektere hva som oppfattes som en best mulig institusjonell design og forankring av motsykliske og mellomlangsigtede investeringsstrategier.

Verifikasjonshorisonen for slike strategier er ofte lengre enn for typiske aktive forvaltningsstrategier, samtidig som risikoen kan framstå som høy på kort sikt (men kanskje mindre på lang sikt). For å sikre at slike investeringsstrategier kan gjennomføres på en konsistent måte over tid, må de derfor være solid forankret hos både eier og forvalter. En regelstyrt rebalanseringsmekanisme framstår i en slik sammenheng som en hensiktsmessig og disiplinerende måte å binde seg til masten, samtidig som gjennomføringen bør åpne for en viss grad av fleksibilitet for å unngå unødig store forvaltningskostnader og uheldig markedspåvirkning.

Et annet hensyn som bør ivaretas ved utforming av rebalanseringsregimet for SPN er de særtrekk som preger dette fondet: (a) SPN er et lukket fond som ikke mottar nye midler med unntak av utbytter, rentebetalinger og obligasjonsforfall, slik at likviditet til en rebalansering i hovedsak må skaffes ved omsetning i annenhåndsmarkedet, (b) SPN utgjør en relativt stor andel av det norske finansmarkedet, og (c) markedsplassen hvor fondet investeres i er preget av varierende likviditet, høye transaksjonskostnader, et lite statspapirmarked og tidvis høy volatilitet.

Dette taler isolert sett for at det åpnes for fleksibilitet i gjennomføringen av en rebalansering (f.eks tidsperiode, adgang til belåning mv), at vi (for å unngå uheldig markedspåvirkning) er varsomme med å offentliggjøre alle detaljer rundt en rebalansering, at vi er innforstått med at rebalanseringer kan påvirke innretningen av Folketrygdfondets aktive forvaltning, og at rebalanseringsregimet ikke må komme i konflikt med oppdragsgivers styring av finansiell stabilitet og Folketrygdfondets omdømme blant markedsaktører og publikum.

Dagens regler om rebalansering er ikke offentlige, og vi tilrår at dette videreføres. Et offentlig rebalanseringsregelverk ville ha bidratt til økt åpenhet om forvaltningen av SPN, men siden Folketrygdfondet er en stor aktør i markeder med tidvis svak likviditet, tilsier hensynet til å unngå utilsiktet markedspåvirkning og å sikre en forsvarlig gjennomføring av kapitalforvaltningen at detaljerte parametre rundt gjennomføringen av rebalanseringene unntas offentlighet. De detaljerte parametrene som foreslås for rebalanseringsregimet er nærmere beskrevet i et eget vedlegg, hvor vedlegget forutsettes unntatt offentlighet også etter at dette brevet gjøres offentlig tilgjengelig.

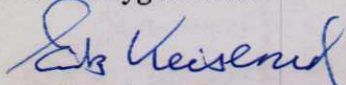
Justeringer i regelverket

Dagens rebalanseringsregler innebærer at dersom kriteriet for rebalansering er oppfylt, skal Folketrygdfondet varsle Finansdepartementet og deretter utarbeide forslag til plan for gjennomføringen av rebalanseringen. Forslaget oversendes departementet som fastsetter planen. I de seks rebalanseringene som har blitt gjennomført, har Finansdepartementet i samtlige tilfeller valgt å følge den planen som Folketrygdfondet har foreslått.

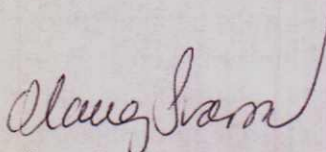
Dagens rebalanseringsregler innebærer at det kan gå en del tid fra en rebalansering er under oppseiling fram til selve rebalanseringen starter. I denne perioden hemmes den aktive forvaltningen av SPN ved at planlagte porteføljeendringer som vil være ledd i den aktive forvaltningen, i stor grad avvendes som følge av den kommende rebalanseringen. Folketrygdfondet vil derfor ta til orde for at regelverket gjøres mer prinsippregget med tilhørende rapporteringskrav, som vurderes å være i tråd med de overordnede styringsprinsippene for forvaltningen av SPN. Dette kan gjennomføres ved at rebalansering skal starte automatisk ut fra kriterier fastsatt av departementet, at departementet skal orienteres straks rebalanseringssignalet er utløst, og at Folketrygdfondet skal rapportere i etterkant.

I lys av erfaringene med dagens rebalanseringsregime og de historiske simuleringer vi har gjennomført på et datagrunnlag for perioden 1993 - 2013, foreslås dessuten enkelte justeringer i kriteriet for å gjennomføre en rebalansering. Endringene vil gjøre rebalanseringsregimet noe enklere og vil ytterligere redusere ulempene for den aktive forvaltningen. De foreslåtte endringene vurderes ikke i vesentlig grad å endre SPNs risikoeksponering, antallet rebalanseringer over tid, transaksjonskostnader eller avkastning sammenlignet med dagens regime. De foreslåtte endringene er omtalt nærmere i et eget vedlegg til dette brevet sammen med konkrete forslag til rebalanseringsregler.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet



Erik Keiserud
styrets leder



Olaug Svarva
administrerende direktør