



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 24.08.2019

Vedlegget er unntatt offentlighet jf.
offentleglova § 13 første ledd jf.
sentralbankloven § 12 første ledd, og
offentleglova § 23 første ledd

Innfasing av ny aksjeandel for Statens pensjonsfond utland

I 2017 ble det besluttet å øke aksjeandelen i fondets referanseindeks til 70 prosent. Finansdepartementet fastsatte i brev 22. september 2017 en plan for innfasing av ny aksjeandel. Innfasingsplanen var basert på råd fra Norges Bank. Banken ble samtidig bedt om å rapportere om de økonomiske konsekvensene av innfasingen i etterkant av innfasingen. Bankens rapport følger i dette brevet.

Gjennomføringen

Innfasingen av en høyere aksjeandel ble gjennomført ved at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen ble økt gradvis over en periode på 20 måneder, fra september 2017 til april 2019. I tillegg ble det fastsatt en regel for hvordan aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen skulle justeres dersom denne var lavere enn aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen. Det er først når aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen justeres det oppstår et behov for å gjennomføre transaksjoner i porteføljen.

Da innfasingen startet i september 2017, var aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen 66,2 prosent. Dette var vesentlig høyere enn aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen, som på samme tidspunkt var 62,5 prosent. Aksjekursene steg mye de første månedene av innfasingen. Avstanden mellom aksjeandelen i faktisk- og strategisk referanseindeks ble derfor opprettholdt selv om den strategiske aksjeandelen ble justert ved utgangen av hver måned. Aksjemarkedsoppgangen stoppet imidlertid opp i begynnelsen av 2018, og avstanden ble gradvis mindre.

I oktober 2018 var aksjeandelen i faktisk referanseindeks for første gang lavere enn aksjeandelen i strategisk referanseindeks. I henhold til innfasingsplanen ble derfor



aksjeandelen i faktisk referanseindeks justert i retning av den strategiske. Aksjeandelen i faktisk referanseindeks var lavere enn i strategisk referanseindeks de påfølgende tre månedene og igjen i mars 2019. Den faktiske referanseindeksen ble i denne perioden justert opp med tilsammen 2,9 prosentpoeng. Fondets gjennomsnittlige eierandel, målt som andel av friflytjustert kapital i referanseindeksen, økte som en følge av dette fra 1,34 prosent til 1,41 prosent.

Kjøp og salg av verdipapirer påfører porteføljen transaksjonskostnader. Kostnadene vil normalt bli høyere når handlene gjennomføres over kortere perioder. Innfasingsplanen tok høyde for dette ved å spre tilpasningen ut over en lengre periode, jf. Norges Banks brev av 21. august 2017. I tillegg var det satt et øvre tak på hvor mye den faktiske referanseindeksen kunne justeres en enkeltmåned. Justeringen av aksjeandelen resulterte i endringer i referanseindeksene for aksjer og obligasjoner på til sammen i underkant av 500 milliarder kroner. Vi har estimert transaksjonskostnadene for disse endringene til om lag 630 millioner norske kroner fordelt med 150 millioner for salget av obligasjoner og 480 millioner for kjøpet av aksjer. Vi understreker at dette er modellbaserte kostnader.


Aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen ble justert siste handledag hver måned. For å redusere transaksjonskostnadene ble de faktiske handlene gjennomført over flere dager. Dette tidsavviket kan påvirke fondets relative avkastning. Gjennom innfasingsperioden ble annen investeringsaktivitet gjennomført som normalt. Faktiske handler ble søkt redusert gjennom å utligne handler i relatert til innfasingen med andre handler. Faktiske transaksjonskostnader kan både være lavere og høyere enn de modellbaserte kostnadene.

Konsekvenser for fondets avkastning og risiko

En høyere forventet avkastning på aksjer relativt til obligasjoner på lang sikt, kan tale for en rask innfasing av høyere aksjeandel. Samtidig vil en rask tilpasning innebære noe høyere transaksjonskostnader og høyere risiko for at det i ettertid viser seg at tidspunktet var mindre gunstig. Denne risikoen kan reduseres ved å gjennomføre innfasingen over tid. Finansdepartementet trakk frem kostnader og risiko som hovedgrunnene for fastsettelsen av en forholdsvis lang innfasingsperiode.

Det er vår vurdering at planen for innfasing av høyere aksjeandel fungerte godt. De faktiske kjøpene av aksjer ble i stor grad gjennomført i etterkant av en periode med fallende aksjekurser. Store kursbevegelser i perioden bidro imidlertid til å øke kompleksiteten i gjennomføringen, og påvirket fondets relative avkastning negativt med om lag 2 basispunkter eller om lag 2 milliarder kroner.

Med hilsen


Jon Nicolaisen


Yngve Slyngstad

Vedlegg