



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 21.12.2020

Statens pensjonsfond utland (SPU) – gjennomføringen av forvaltningen i lys av koronapandemien

Departementet ber i brev 4. november 2020 Norges Bank om å redegjøre for sine erfaringer med den operative gjennomføringen av forvaltningsoppdraget siden virusutbruddet. Banken bes også vurdere om det er forhold som tilsier at det bør iverksettes analyser og forskning knyttet til investeringsstrategien og beskrive eventuelle planer for dette. Bankens svar følger i dette brevet.

Markedsutviklingen

2020 har vært et år med store bevegelser i finansmarkedene. I etterkant av virusutbruddet falt aksjekursene raskere, men ikke mer, enn hva vi har sett i tidligere situasjoner med stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Etter et fall på 30 prosent fra årsskiftet frem til bunnen 23. mars, hentet aksjekursene seg raskt inn igjen¹. Ved utgangen av tredje kvartal var fondets aksjeindeks bare en prosent lavere enn ved årsskiftet.

Forskjellene i avkastning mellom enkeltmarkeder, sektorer og segmenter har vært store. Mens de europeiske aksjemarkedene var ned 8,2 prosent ved utgangen av tredje kvartal, var aksjemarkedene i USA og Kina opp henholdsvis 5,7 og 16,7 prosent. Disse store forskjellene kan delvis forklares med forskjeller i sektorsammensetningen.

¹ Alle avkastningstall er basert på fondets referanseindeks og målt i fondets valutakurv dersom ikke annet er oppgitt. Se vedlegg 1 for en mer detaljert oversikt over utviklingen gjennom året.

Teknologisektoren, som har en relativt høy vekt i USA og Kina, har hatt den høyeste avkastningen. Olje- og gassektoren, som har en relativt høy vekt i Europa, har hatt den klart svakeste avkastningen og handler fortsatt nær bunnivåene fra mars. Videre har aksjekursene på småselskaper falt mer enn kursene på store selskaper, og de største selskapene utgjør i dag en større del av fondets referanseindeks enn ved inngangen til året. Tendensen til økt konsentrasjon har vært sterkest i USA. Dette må igjen sees i sammenheng med den kraftige kursoppgangen på teknologiaksjer.

Fondets referanseindeks for obligasjoner var opp 0,2 prosent fra årsskiftet til 23. mars. Også i obligasjonsmarkedene har det vært store forskjeller mellom markeder og segmenter. Mens kursene på amerikanske statsobligasjoner var opp over 12 prosent fra årsskiftet til aksjemarkedet nådde bunnen i mars, hadde kursene på selskapsobligasjoner og statsobligasjoner utstedt av råvareproduserende land falt med mer enn 6 prosent². I etterkant av dette har betydelige pengepolitiske stimulanser og forventninger om vedvarende lave renter bidratt til positiv avkastning i alle markeder og segmenter i obligasjonsindeksen³. Fondets obligasjonsindeks var i tredje kvartal 5,8 prosent høyere enn ved inngangen til året.

Uroen i aksje- og obligasjonsmarkedene påvirket likviditetssituasjonen. Kostnadene ved å gjennomføre handler steg markant, også i normalt svært likvide markeder som markedene for statsobligasjoner i USA og Tyskland⁴. Perioden med svak likviditet falt sammen med en periode med forholdsvis store uttak fra fondet. Vi var i stand til å frigjøre nødvendige midler, men de faktiske kostnadene ved å gjennomføre handlene var høyere enn i normalmarkeder.

Det kraftige fallet i aksjekursene bidro til at aksjeandelen i fondets referanseindeks ved utgangen av mars hadde falt til 65,8 prosent. Betingelsen for tilbakevekting var med dette oppfylt, og aksjeandelen ble i etterkant justert gradvis tilbake til 70 prosent. Den raske og markante oppgangen i aksjekursene utover våren reduserte behovet for kjøp av aksjer. Uttak av midler fra fondet i samme periode trakk i samme retning. Aksjeandelen i referanseindeksen var tilbake på 70 prosent allerede ved utgangen av første halvår. Tilbakevektingen i andre kvartal var den første som ble gjennomført etter at de nye bestemmelsene for tilbakevekting ble fastsatt i 2019. Det er vår vurdering at disse bestemmelsene fungerte godt og etter hensikten. Styrken i gjeldende regel for tilbakevekting ligger i at den er enkel og etterprøvbart, og den gjenspeiler gjeldende arbeidsdeling mellom banken og departementet på en god måte⁵.

² Basert på et enkelt gjennomsnitt for Canada, Australia og New Zealand.

³ Se vedlegg 2 for utviklingen i balansen til sentralbankene i euroområdet, USA, Storbritannia og Japan.

⁴ Se vedlegg 3 for en analyse av likviditeten i statsobligasjonsmarkedet.

⁵ For en diskusjon om gjeldende regel for tilbakevekting og mulige alternativer til denne se bankens brev 28. august 2018.

Resultater i forvaltningen

Fondet er investert i aksjer, obligasjoner og eiendom. Referanseindeksen som avkastningen på fondet måles mot består imidlertid bare av aksjer og obligasjoner. Ved utgangen av tredje kvartal var avkastningen på porteføljen 14 basispunkter lavere enn avkastningen på referanseindeksen.

Aksje- og renteforvaltningen bidro positivt til den relative avkastningen ved utgangen av tredje kvartal med henholdsvis 27 og 15 basispunkter. Det positive bidraget fra aksjeforvaltningen kan i stor grad tilskrives strategiene for intern og ekstern verdipapirseleksjon. Fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer i aksjemarkedet bidro negativt som følge av et kraftig fall for såkalte verdiaksjer. Renteforvaltningens positive bidrag skyldes hovedsakelig intern verdipapirseleksjon i avdelingen som er ansvarlig for fondets investeringer i selskapsobligasjoner.

Fondets eiendomsportefølje består av noterte og unoterte eiendomsinvesteringer. De noterte eiendomsinvesteringene hadde en negativ avkastning på 27,8 prosent ved utgangen av tredje kvartal⁶. Den unoterte eiendomsporteføljen var på samme tidspunkt ned 5 prosent. Det negative bidraget fra eiendomsinvesteringene til fondets relative avkastning var ved utgangen av tredje kvartal 56 basispunkter.

Noterte eiendomsinvesteringer omsettes på børs og prises daglig. Unoterte eiendomsinvesteringer verdsettes kvartalsvis⁷. Den noterte eiendomsporteføljen kan derfor i noen tilfeller gi en tidlig indikasjon på utviklingen i den unoterte porteføljen, spesielt hvis fallet ikke reverseres raskt. Det er imidlertid også en del forskjeller mellom fondets unoterte og noterte eiendomsinvesteringer. Noe av avkastningsforskjellen mellom de to porteføljene kan forklares av forhold som ulik gjeldsgrad og kapitalstruktur. I tillegg kan forskjellene i avkastning ha sammenheng med forskjeller i ledighet, sektorsammensetning, kvalitet og beliggenhet av eiendommene.

Positiv meravkastning så langt i fjerde kvartal har bidratt til at avkastningen på porteføljen ligger an til å bli høyere enn avkastningen på referanseindeksen for året som helhet. Intern verdipapirseleksjon på aksjesiden har fortsatt å bidra positivt i dette kvartalet. I tillegg har positiv kursutvikling på både verdiaksjer og noterte eiendomsinvesteringer så langt i kvartalet bidratt til at bidraget fra disse investeringene i midten av desember var noe mindre negativt enn ved utgangen av tredje kvartal.

Alle fondets investeringer forvaltes innenfor en ramme for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentpoeng. Siden det ikke finnes daglige priser for fondets unoterte eiendomsinvesteringer, bruker vi en modell levert av MSCI for å beregne den relative risikoen ved disse investeringene. Modellen er blant annet basert på kursutviklingen på

⁶ Målt i fondets valutakurv relativt til de aktiva banken har solgt for å finansiere kjøpene.

⁷ Det har vært utfordrende å verdsette unotert eiendom i denne perioden. De langsiktige konsekvensene er fortsatt usikre og ulike sektorer innen eiendom kan rammes ulikt.

børsnoterte eiendomsaksjer. Børsnoterte eiendomsaksjer hadde noen av sine verste uker noensinne i mars, og som en direkte følge av dette økte fondets forventede relative volatilitet fra 0,33 prosentpoeng ved inngangen av året til 0,49 prosentpoeng 19. mars⁸. Ekstremhendelsen i mars vil, alt annet like, prege beregningen av relativ volatilitet i lang tid fremover, og forventet relativ volatilitet var ved utgangen av tredje kvartal 0,53 prosentpoeng. Økningen skyldtes ikke endringer i den underliggende relative posisjoneringen av fondet.

Fondet mottar løpende inntekter i form av utbytte på aksjeinvesteringene, kupongutbetalinger på obligasjonsinvesteringene og husleie på eiendomsinvesteringene⁹. Virusutbruddet påvirket spesielt utbytter. En rekke selskaper annonserte tidlig at utbyttet ville bli utsatt eller nedjustert. Spesielt gjaldt dette for europeiske selskaper. I USA valgte selskapene i større grad å opprettholde utbyttet, men kutte i tilbakekjøp av aksjer. Kronesvekkelsen har imidlertid bidratt til at utbytteutbetalingene til fondet ved utgangen av tredje kvartal, målt i norske kroner, bare var 10 milliarder kroner lavere enn på samme tidspunkt i fjor.

Erfaringer fra den operative gjennomføringen – investeringene

Vi har på ethvert tidspunkt siden virusutbruddet vært i stand til å gjennomføre forvaltningsoppdraget og forvalte fondet i tråd med strategiene fastsatt av hovedstyret. Nedenfor følger en redegjørelse for noen av erfaringene vi har gjort oss i ulike deler av forvaltningen.

Renteforvaltningen

Gjennom våren ble det utstedt mye ny statsgjeld. I samme periode foretok den amerikanske sentralbanken store kjøp av obligasjoner. Denne typen hendelser påvirker referanseindeksen og porteføljen ulikt og resulterte i store utilsiktede land- og valutaavvik mellom indeksen og porteføljen. I den operative forvaltningen vil vi normalt minimere denne typen avvik gjennom transaksjoner i markedet. For å redusere omfanget av slike transaksjoner foreslo hovedstyret i Norges Bank i brev til departementet 28. august enkelte justeringer av mandatet. I brev 4. november varslet departementet at mandatet for forvaltningen ville bli endret i tråd med bankens forslag med virkning fra 30. november.

Det er besluttet at obligasjoner utstedt av stater hjemmehørende i fremvoksende markeder skal tas ut av referanseindeksen. Disse obligasjonene fases nå ut av indeksen i henhold til plan fastsatt av departementet i brev 29. november 2019. Likviditetssituasjonen i fremvoksende obligasjonsmarkeder forverret seg etter virusutbruddet, men ikke mer enn at vi vurderte det som hensiktsmessig å fortsette utfasingen i henhold til fastsatt plan. En konsekvens er at de faktiske

⁸ Vi beregner forventet relativ volatilitet hver tirsdag og torsdag og hver månedsslutt.

⁹ De løpende inntektene fra utbytte og kupongutbetalinger brukes i forvaltningen ettersom de påvirker sammensetningen av referanseindeksen.



transaksjonskostnadene i porteføljen ved utfasingen har blitt noe høyere enn hva de normalt ville ha vært. Samtidig hadde fremvoksende obligasjonsmarkeder svakere avkastning enn utviklede obligasjonsmarkeder i perioden hvor likviditetssituasjonen var på sitt mest krevende.

Fondets referanseindeks for obligasjoner er basert på delindekser fra Bloomberg Barclays. Sammensetningen av indeksen endres ved månedsslutt i tråd med fastsatte regler. En av disse er at obligasjoner med mindre enn ett år igjen til forfall tas ut av indeksen. Durasjonen i indeksen stiger, som en direkte følge av dette, ved inngangen til hver måned. Fem dager før oppdateringen i mars, annonserte Bloomberg Barclays at obligasjoner med mindre enn et år igjen til forfall ikke ville bli tatt ut av indeksen. Uforutsette endringer av reglene kan føre til unødvendige transaksjoner ved at allerede foretatte tilpasninger av porteføljen må reverseres. Slike endringer bør derfor i så stor grad som mulig unngås.

Eiendomsforvaltningen

Fondets unoterte eiendomsinvesteringer er konsentrert til et begrenset antall store byer i Europa, USA og Asia. De fleste av disse byene ble hardt rammet av virusutbruddet og myndighetenes tiltak for å redusere spredningen.

I den tidlige fasen av pandemien handlet mye om å få kontroll og oversikt over situasjonen. Sentrale spørsmål var hvordan vi skulle håndtere smittetilfeller i byggene vi eier, hvilke krav som ble stilt til oss som eier, hvilke rettigheter leietakerne våre hadde og hvilke rutiner partnerne våre hadde. De fleste av partnerne våre hadde etablerte prosedyrer for hvordan et influensautbrudd eller en pandemi skulle håndteres. Vi hadde god dialog med partnerne om hvordan best håndtere situasjonen, og vi brukte erfaringer fra de ulike markedene til å etablere prosedyrer for bygningene vi eier uten partner. I slutten av februar var nødvendige prosedyrer på plass. Tidspunktet må sees i sammenheng med at vi per i dag har seks eiendommer i Asia og derfor startet arbeidet i god tid før utbruddet nådde Europa og USA.

I perioden etter virusutbruddet har det gjennomgående vært få personer til stede i kontorbygningene våre, spesielt i USA. Vi har som en følge av dette redusert antallet personer som jobber med drift av bygningene og holdt de normale driftskostnadene nede. Driftskostnader som direkte kan knyttes til virusutbruddet har økt noe.

Utviklingen i leieinntekter har blitt fulgt opp tett gjennom hele perioden. Vi har så langt mottatt over 90 prosent av kontraktmessige leieinntekter. Dette er noe høyere enn markedet for øvrig og kan muligens skyldes at vi har en portefølje med attraktive bygg og gode leietakere. Andelen som har betalt husleie i henhold til kontrakt har vært vesentlig større blant leietakerne i våre kontor- og logistikeiendommer enn for handelseiendommene.

Aksjeforvaltningen

Strategiene for ekstern og intern verdipapirseleksjon har bidratt positivt til fondets relative avkastning så langt i år. Samtidig har disse to avdelingene måtte endre måten de jobber på.

Vi har hatt som prinsipp å fysisk møte våre rundt 90 eksterne forvaltere på deres kontorer to til fire ganger i året. Dette har ikke vært mulig siden februar. Våre eksterne forvaltere har derfor blitt fulgt opp gjennom videomøter, og vi har valgt å møte forvalterne oftere enn vi har gjort tidligere. Oppfølgingen av forvalterne vi allerede kjenner har fungert tilfredsstillende. Bruk av videokonferanse har derimot vært mer krevende i førstegangsmøter med nye forvaltere. Alle nye mandater vi har opprettet siden virusutbruddet har blitt gitt til forvaltere vi hadde møtt fysisk før utbruddet startet.

De ansatte i avdelingen for intern verdipapirseleksjon har også måttet endre måten de jobber på. En viktig del av denne strategien har vært informasjonsinnhenting gjennom fysiske møter med selskapene. Etter utbruddet har vi gjennomført alle møtene via videokonferanse. Dette har etter forholdene fungert tilfredsstillende.

Referanseindeksen for aksjer er satt sammen med utgangspunkt i delindekser fra FTSE Russell. Kinesiske A-aksjer har siden mars 2019 blitt gradvis introdusert i indeksen. Siste del av denne innfasingen skulle etter planen blitt gjennomført 20. mars i år. Fredag 13. mars bekreftet FTSE Russell at de ville gjennomføre siste del av innfasingen som planlagt. Mandag 16. mars, fire dager før endringen skulle gjenspeiles i indeksen, valgte de imidlertid å gå bort fra dette¹⁰. På samme måte som for obligasjonsindeksen mener vi at denne typen uforutsette endringer av indeksreglene i så stor grad som mulig bør unngås.

Aktivt eierskap

Stemmegivningen er ett av de viktigste virkemidlene vi har som eier. Vi eier aksjer i mer enn 9000 selskaper. En velfungerende og robust prosess for stemmegiving er en viktig årsak til at stemmegivningen i 2020 fungerte som normalt, selv om en rekke generalforsamlinger ble utsatt som følge av virusutbruddet.

Gjennom dialog med selskapene ønsker vi å bidra til god selskapsstyring og ansvarlig forretningsvirksomhet. Selskapsmøter avholdes som hovedregel på et av våre fire internasjonale kontorer eller gjennom besøk hos utvalgte selskaper. Ingen av disse tingene har vi kunnet gjøre det siste året. Selskapsdialogen har likevel fungert mer eller mindre som normalt. For å la selskapene konsentrere seg om driften i en krevende situasjon, var vi i den mest akutte fasen tilbakeholdne med å ta opp strategisk spørsmål. Vi startet heller ingen nye strategiske dialoger i denne perioden.

¹⁰ Inkluderingsfaktoren for disse aksjene ble redusert fra 100 til 25 prosent.



Erfaringer fra den operative gjennomføringen – nedstengning

NBIM har mer enn 500 ansatte og nær sagt alle jobbet hjemmefra i perioden hvor markedene var på sitt mest urolige. Fleksible ansatte, gode IT-løsninger og lokale fullmakter til å fatte nødvendige beslutninger har bidratt til at dette har fungert godt. Vi redegjør her for våre erfaringer med nedstengningen av kontorene.

Erfaringer fra de internasjonale kontorene

Virusutbruddet rammet Asia og våre kontorer i Shanghai og Singapore først. Som en del av beredskapsplanleggingen gjennomføres det årlige kriseøvelser. For våre kontorer i Asia har den største bekymringen vært virusutbrudd. Det ble derfor i oktober 2019 gjennomført kriseøvelser for å simulere et virusutbrudd tilsvarende SARS. Lokale beredskapsplaner bidro til at vi var godt forberedt da Covid-19 rammet Asia.

Kontoret i Shanghai, som er NBIMs minste kontor, var det første som ble stengt tidlig i januar. Begrensninger på båndbredde har bidratt til at det har vært noe mer utfordrende å få hjemmekontorløsningen til å fungere godt i Shanghai. Kontoret i Singapore ble delvis stengt ned i midten av februar. Her var utstyr kjøpt inn og hjemmekontorløsningen testet på forhånd.

Som følge av utviklingen ved kontorene våre i Asia, ble det tidlig i mars besluttet å teste hjemmekontorløsningen for alle ansatte på de andre kontorene. Testen ble gjennomført bare få dager før kontorene i Oslo, New York og London stengte ned i midten av mars, og bekreftet at de tekniske løsningene vi hadde på plass fungerte.

Virusutbruddet har vært i ulike faser på ulike tidspunkt ved de fem kontorene våre. I de mest akutte fasene var det viktig med lokale krisestaber og delegert beslutningsmyndighet for å finne gode løsninger tilpasset lokale forhold og reguleringer. Det at krisen først rammet Asia, hvor våre minste kontorer er lokalisert, ga oss verdifull erfaring vi kunne dra nytte av da virusutbruddet etter hvert også nådde de større kontorene og hovedkontoret i Oslo.

Hjemmekontorløsningen

Siden virusutbruddet har alle våre kontorer i perioder vært helt eller delvis stengt. Ansatte har tilpasset seg nye måter å jobbe på og hjemmekontor på en god måte. Den operasjonelle driften har fungert mer eller mindre som normalt. Innkontraktering av operasjonelle funksjoner og overgangen til skytjenester har de siste årene vært en viktig del av fondets IT-strategi. De strategiske målene vi hadde satt på disse områdene var nådd da virusutbruddet rammet. Lokale IT-støttefunksjoner sørget for at ansatte raskt fikk nødvendig utstyr, og skytjenester muliggjorde en umiddelbar oppskalering av de tjenestene som var nødvendige for å sikre en stabil hjemmekontorløsning med utstrakt bruk av videokonferanser.

Vi har i etterkant av virusutbruddet registrert en økning i antall forsøk på digitale angrep. Våre rutiner for IT-sikkerhet er de samme uavhengig av om ansatte jobber hjemme eller på kontoret. Det er likevel en risiko at ansatte som jobber hjemme blir mindre oppmerksomme på digitale angrep og ikke følger etablerte prosedyrer for håndtering av informasjon. Vi har derfor delt mer informasjon om IT-sikkerhet og informasjonshåndtering etter virusutbruddet.

Før virusutbruddet hadde de av våre ansatte som kjøper og selger verdipapirer bare lov til å utføre handler fra kontoret. Systemer og retningslinjer måtte endres for å legge til rette for handel fra hjemmekontor. Hjemmekontor innebærer økt risiko for menneskelige feil og svindel. For å håndtere dette, ble en rekke kontroller og risikobegrensede tiltak iverksatt. All handelsaktivitet blir i større grad enn tidligere fulgt opp av ledelsen og det er iverksatt hyppige videokonferansemøter for å kompensere for fraværet av fysisk kontroll.

Økt bruk av hjemmekontor har også medført andre utfordringer som ikke nødvendigvis er spesielle for NBIM. NBIM har ansatte fra 34 ulike nasjoner og kontorer i 5 land. Vi har gjennomført to medarbeiderundersøkelser siden virusutbruddet. Undersøkelsene viste at de fleste av NBIMs ansatte hadde tilpasset seg hjemmekontor godt.

Medarbeiderundersøkelsene viser samtidig at de som er yngre og bor alene har hatt størst utfordringer med å tilpasse seg den situasjonen vi har vært i. Dette gjelder spesielt på de internasjonale kontorene, hvor en stor del av de ansatte er av en annen nasjonalitet. I den mest akutte fasen ble flere utviklingsprosjekter satt på hold, spesielt de som krevde involvering fra kritiske funksjoner. Kontoret er en plass for kreativitet, innovasjon, lagfølelse og uformell informasjonsdeling. Det er vanskelig å finne gode erstatninger for dette på hjemmekontor.

Mulige langsiktige effekter på fondets investeringsstrategi

Departementet ber i brev 4. november banken vurdere om det er forhold som tilsier at det bør iverksettes analyser og forskning knyttet til investeringsstrategien og beskrive eventuelle planer for dette.

Vi kjenner ikke omfanget av hvilke langsiktige konsekvenser pandemien vil ha for realøkonomien og finansmarkedene. Med utgangspunkt i prinsippene som ligger til grunn for fondets investeringsstrategi har vi identifisert noen områder vi planlegger å arbeide videre med i tiden som kommer.

Diversifisering

Prinsippet om bred spredning av investeringene er et viktig utgangspunkt for investeringsstrategien til SPU¹¹. Vi har i år sett store avkastningsforskjeller som følge av virusutbruddet. Noen markeder, sektorer og segmenter hentet seg raskt inn igjen, mens andre ikke gjorde det. Dette understreker betydningen av å være bredt diversifisert. For

¹¹ Meld. St. 32 (2019-2020).

en langsiktig investor som fondet er det også viktig å forstå hvilke forhold det er som driver denne typen avkastningsforskjeller, og spesielt om forskjellene kan antas å være av varig karakter.

Verdien av en investering kan uttrykkes som den diskonterte verdien av forventede fremtidig kontantstrømmer. Vi vet at kursendringer som følge av endringer i forventede kontantstrømmer som regel er mer varige enn endringer i diskonteringsrater, og dermed av større betydning for en langsiktig investor som fondet. Vi vil bygge videre på tidligere arbeid med sikte på å øke forståelsen av hvordan forventningene til fremtidige kontantstrømmer har endret seg gjennom pandemien.

Rollen til obligasjoner

Obligasjonsindeksen er fastsatt blant annet med bakgrunn i et ønske om at fondets obligasjonsinvesteringer skal bidra til å dempe svingningene i samlet avkastning¹². I hvilken grad obligasjonsinvesteringene kan fylle denne rollen avhenger både av hvor mye avkastningen på obligasjoner er forventet å variere (volatiliteten) og i hvilken grad kursene på obligasjoner og aksjer beveger seg i samme retning (samvariasjonen).

Kursene på aksjer og obligasjoner har de siste tiårene hatt en tendens til å bevege seg i ulik retning, og obligasjonsinvesteringene har gjennom dette bidratt til å dempe svingningene i samlet avkastning. I en kort periode i mars beveget kursene på obligasjoner og aksjer seg i samme retning. Denne hendelsen kan muligens forklares med helt spesielle forhold i markedet for amerikanske statsobligasjoner, og det er foreløpig ikke grunnlag for å slå fast at samvariasjonsegenskapene har endret seg.

Det vi kan si med større grad av sikkerhet er at vedvarende svært lave renter betyr at avkastningen på obligasjonsinvesteringene har lavere volatilitet. Dette har vi blant annet erfart i Japan i en årrekke. Når volatiliteten er lav, kan diversifikasjonsgevinsten fondet oppnår ved å investere i obligasjoner være mindre enn ellers. På bakgrunn av dette tar vi sikte på å se nærmere på hvordan aksjer og obligasjoner oppfører seg dersom obligasjonsrentene blir liggende rundt null og i hvor stor grad obligasjonsinvesteringene vil bidra til å dempe svingningene i totalporteføljen fremover.

Fondets eiendomsstrategi

Den unoterte eiendomsporteføljen kan utgjøre inntil syv prosent av investeringsporteføljen¹³. Omfanget og innretningen av investeringene i unotert eiendom bestemmes av Norges Bank innenfor overordnede rammer i mandatet¹⁴. Vi har erfart at ulike deler av eiendomsporteføljen har blitt rammet ulikt etter virusutbruddet. Dette kan være midlertidig, men kan også skyldes mer varige endringer.

¹² Meld. St. 20 (2018-2019).

¹³ Mandatet for forvaltningen av SPU § 2-4 tredje ledd.

¹⁴ Meld. St. 32 (2019-2020)

Allerede før virusutbruddet registrerte vi at handelssektoren gjorde det svakere enn logistikksektoren. Denne trenden har blitt forsterket gjennom pandemien. For kontoreiendommer har trenden de siste årene gått i retning av mindre areal per ansatt. Virusutbruddet har betydd økt bruk av hjemmekontor, men samtidig økte krav til areal per ansatt. Vi har også sett at store byer, hvor vi har mange av eiendommene våre, har blitt rammet hardere av pandemien. I tillegg ser vi at få nye prosjekter har blitt startet i år, noe som kan ramme tilbudet av nye lokaler om to til tre år. Alle disse forholdene vil vi arbeide med fremover i utviklingen av fondets eiendomsstrategi.

Forventet avkastning

Retningslinjene for finanspolitikken innebærer at uttaket av midler fra SPU over tid skal svare til forventet realavkastning i fondet. Så sant realisert avkastning over tid ligger nær forventet avkastning, vil et slikt nivå på uttakene bidra til at petroleumsformuen også kommer fremtidige generasjoner til gode¹⁵.

For obligasjonsinvesteringer med fast kupongrente kjenner investorer de fremtidige kontantstrømmene. Forventet avkastning kan leses direkte ut av den effektive renten på obligasjonen¹⁶. Rentene på fondets obligasjonsinvesteringer har falt som etter virusutbruddet, og forventet avkastning på obligasjonsinvesteringene er derfor lavere enn før utbruddet. Forventet aksjemarkedspremie kan ikke observeres direkte i finansmarkedene. En vanlig tilnærming er å estimere forventet aksjemarkedspremie på basis av forventninger om fremtidige utbytter. Vi registrerer at forventningene til fremtidige utbytter har falt noe som følge av virusutbruddet.

Vi har over noe tid arbeidet med å etablere et rammeverk for forventet avkastning for ulike aktivaklasser og over ulike tidshorisonter, og kan vurdere å publisere dette i et analysenotat.

Fondet som andel av statens samlede inntekter og utgifter

Staten sparer de løpende inntektene fra petroleumsvirksomheten i SPU. Springen er fullt ut integrert i statsbudsjettet¹⁷. I 2016 etablerte vi et rammeverk for å analysere fondets investeringsstrategi og verdi i sammenheng med statlige inntekter og utgifter¹⁸. Vi planlegger å utvikle dette rammeverket for å kunne se nærmere på hvordan fremtidig fondsverdi vil kunne påvirkes, på kort og lang sikt, av ulike antagelser om utviklingen i finansmarkedene og uttak fra fondet¹⁹.

¹⁵ Meld. St. 26 (2016-2017).

¹⁶ Vi ser her bort fra både konkurrisiko og usikkerheten om hvilken rente mottatte kuponger kan re-investeres på.

¹⁷ Meld. St. 32 (2019-2020).

¹⁸ For mer informasjon se Diskusjonsnotat 4/2016 på www.nbim.no.

¹⁹ Vi viser noen enkle beregninger basert på det opprinnelige rammeverket i vedlegg 4.



Med hilsen


Øystein Olsen


Nicolai Tangen

Vedlegg

Vedlegg

Vedlegg 1: Markeds- og fondsutvikling

Tabell 1: Hovedtall, avkastning hittil i år, målt i fondets valutakurv dersom annet ikke er oppgitt

	Per 23.03.2020	Per 30.09.2020
Referanseindeksen	-21,4%	0,9%
Referanseindeksen, målt i norske kroner	-2,8%	8,2%
Aksjeindeksen	-30,2%	-1,3%
Obligasjonsindeksen	0,2%	5,8%
Statsdelen av obligasjonsindeksen	3,4%	6,0%
Selskapsdelen av obligasjonsindeksen	-6,8%	5,1%
Relativ avkastning, aksjeforvaltningen	-0,1%	0,4%
Relativ avkastning, renteforvaltningen	0,1%	0,5%
Avkastning notert eiendom, relativt til aktiva solgt for å finansiere kjøpene	-18,8%	-27,8%
Avkastning unotert eiendom, relativt til aktiva solgt for å finansiere kjøpene	7,9%	-5,0%

Tabell 2: Avkastning på aksjeindeksen hittil i år for de 10 største markedene i aksjeindeksen ved utgangen av tredje kvartal, målt i fondets valutakurv

Aksjeindeksen	Per 23.03.2020	Per 30.09.2020
USA	-28,6%	5,7%
Japan	-24,0%	-1,2%
Storbritannia	-40,7%	-23,9%
Kina	-14,5%	16,7%
Sveits	-20,1%	3,9%
Tyskland	-34,4%	-0,4%
Frankrike	-32,2%	-10,7%
Australia	-42,0%	-8,8%
Nederland	-27,5%	4,2%
Taiwan	-23,7%	12,8%

Tabell 3: Avkastning på aksjeindeksen hittil i år fordelt på sektorer, målt i fondets valutakurv

Aksjeindeksen	Per 23.03.2020	Per 30.09.2020
Olje og gass	-52,1%	-39,8%
Materialer	-34,2%	2,6%
Industri	-34,0%	0,7%
Konsumvarer	-27,0%	2,4%
Helse	-21,0%	7,2%
Konsumtjenester	-26,8%	8,1%
Telekommunikasjon	-21,4%	-9,8%
Kraft- og vannforsyning	-24,8%	-3,6%
Finans	-38,1%	-20,8%
Teknologi	-20,3%	25,0%

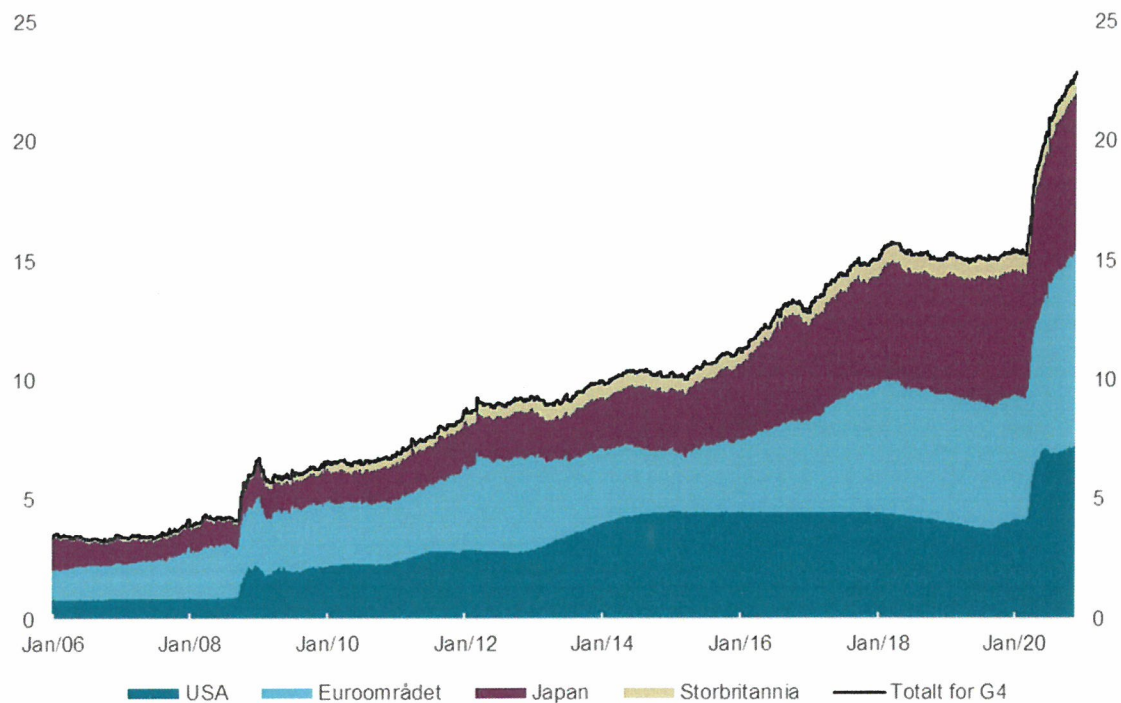


Tabell 4: Avkastning på statsdelen av obligasjonsindeksen hittil i år fordelt på valuta, målt i fondets valutakurv

Statsdelen av obligasjonsindeksen	Per 23.03.2020	Per 30.09.2020
AUD	-12,2%	6,2%
CAD	-2,0%	3,9%
CHF	2,8%	6,5%
DKK	0,4%	5,9%
EUR	0,2%	7,3%
GBP	-2,5%	4,9%
JPY	0,9%	1,4%
NZD	-8,7%	6,1%
SEK	-4,6%	5,2%
SGD	-1,6%	5,3%
USD	12,1%	8,1%

Vedlegg 2: Pengepolitiske stimulanser

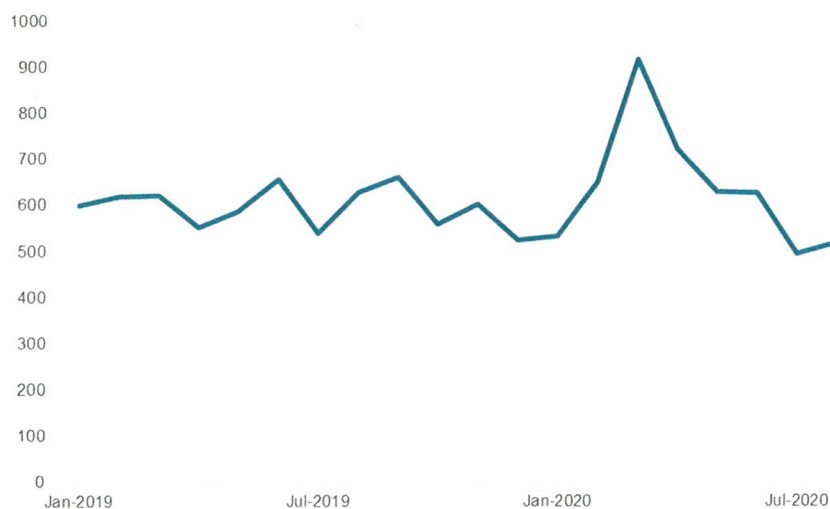
Figur 1: Utvikling i balansen til sentralbankene i euroområdet, USA, Storbritannia og Japan, trillioner amerikanske dollar



Kilde: Federal Reserve, ECB, BoJ, BoE, Macrobond og NBIM beregninger.

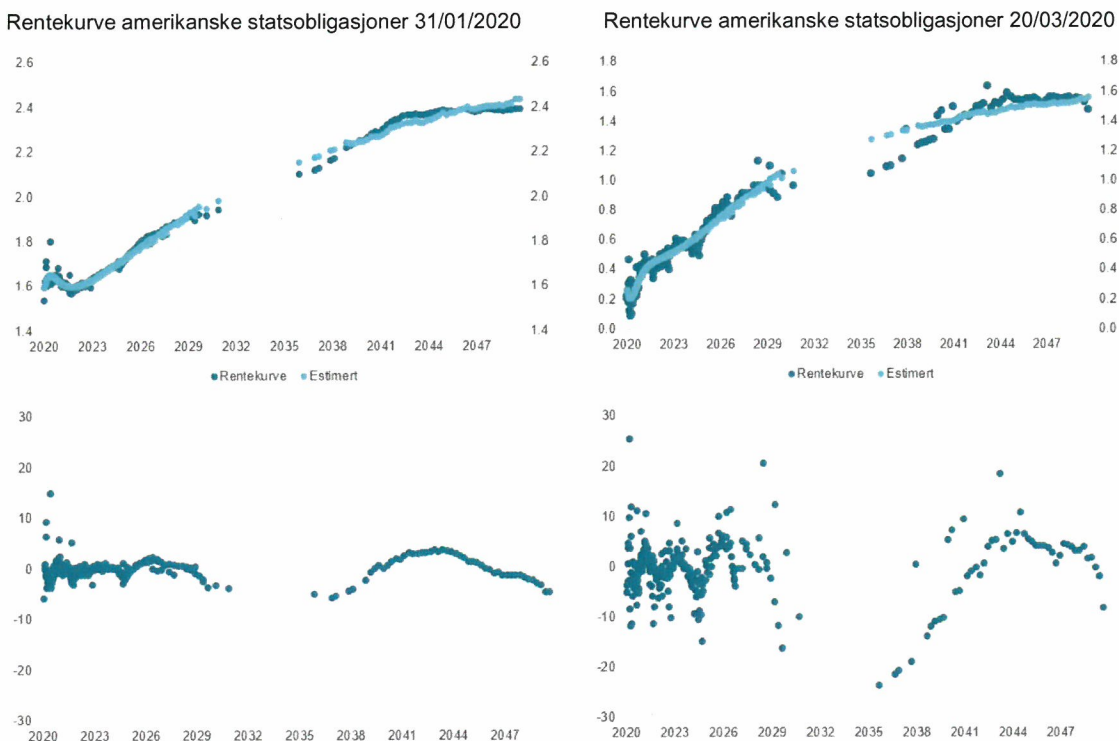
Vedlegg 3: Likviditetsberegninger

Figur 1: Gjennomsnittlig daglig handelsvolum i amerikanske statsobligasjoner, milliarder amerikanske dollar



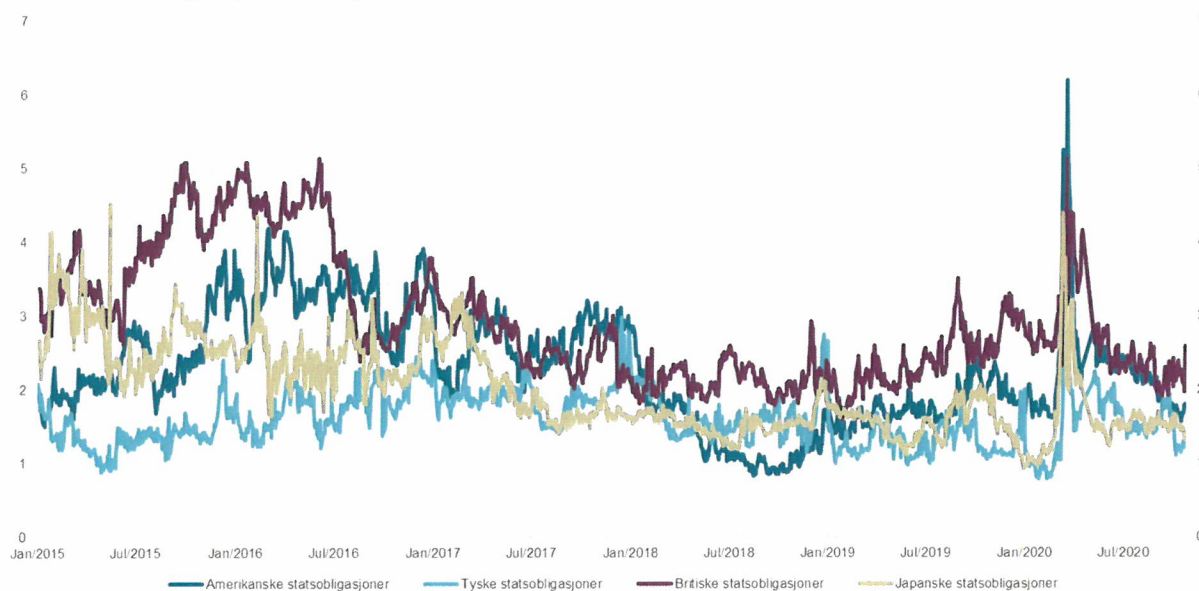
Kilde: SIFMA. Grafen viser daglig volum på månedlig frekvens fra januar 2019 til september 2020.

Figur 2: Faktiske og estimerte rentekurver på to gitte dager for amerikanske statsobligasjoner (prosent) og estimert støy i prisingen (basispunkter)



Kilde: Bloomberg og NBIM beregninger. For å beregne prisingsfeil på rentekurven for amerikanske statsobligasjoner innhenter vi data for alle statsobligasjoner handlet på en gitt dag. På bakgrunn av disse datapunktene estimeres rentekurven med utgangspunkt i en Nelson-Siegel-Svensson modell. Faktisk og estimert rentekurve for to gitte dager er vist i de to øverste grafene. Målet på prisingsfeil (de to nederste figurer) er beregnet som avviket mellom faktisk og estimert pris. Vi beregner prisingsfeil for to datoer, 31. januar 2020 (de to grafene til venstre) og 20. mars 2020 (de to grafene til høyre).

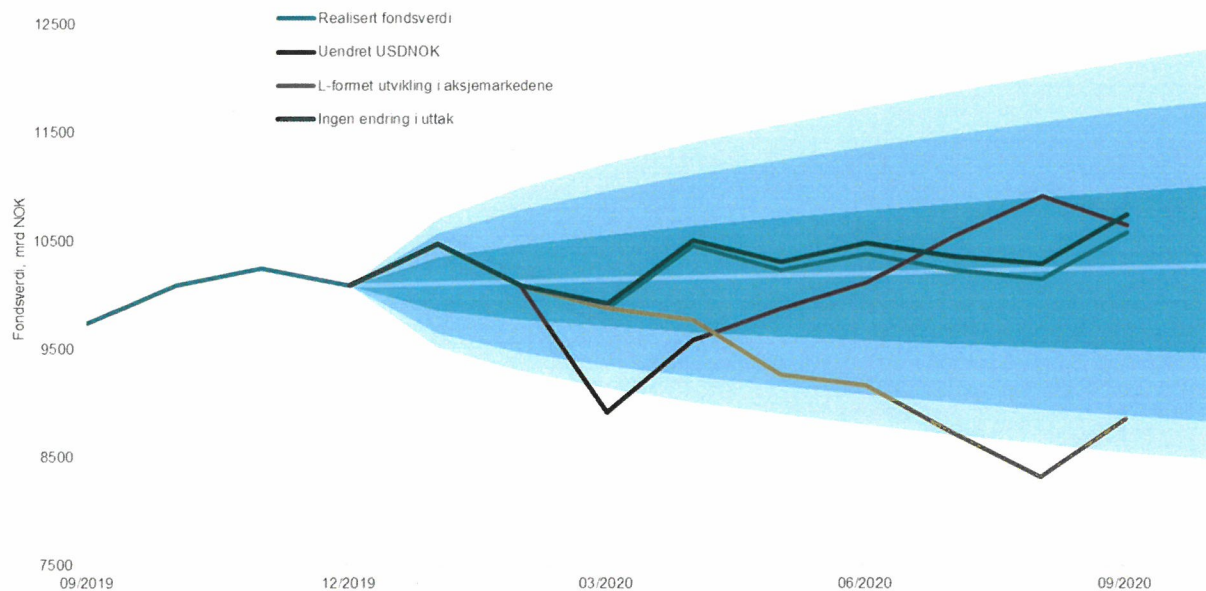
Figur 3: Gjennomsnittlig estimert i støy i prisingen i statsobligasjonsmarkedet i USA, Tyskland, Storbritannia og Japan, basispunkter



Kilde: Bloomberg og NBIM beregninger. For å beregne gjennomsnittlig prisingsfeil for rentekurven over tid for statsobligasjoner utstedt av USA, Tyskland, Storbritannia og Japan innhenter vi data for alle statsobligasjoner handlet på en gitt dag. På bakgrunn av disse datapunktene estimeres rentekurven med utgangspunkt i en Nelson-Siegel-Svensson modell. Målet på prisingsfeil er beregnet som kvadratroten av gjennomsnittlig kvadrert prisingsfeil (forskjellen mellom faktisk og estimert pris). Vi beregner her utviklingen i prisingsfeil over tid.

Vedlegg 4: Fondsverdi under ulike antagelser

Figur 1: Fondsverdi for 2020 under ulike antagelser, milliarder norske kroner



Kilde: NBIM Diskusjonsnotat 4/2016.

Beregningene er basert på det opprinnelige rammeverket fra Diskusjonsnotat 4/2016. Banen for realisert fondsverdi er beregnet med utgangspunkt i dette rammeverket og avviker derfor noe fra utviklingen i faktisk fondsverdi. Antagelser for de ulike beregningene (alt annet like): (i) uendret USDNOK: fondsverdi dersom kursen på USDNOK hadde vært uendret siden slutten av februar 2020, (ii) L-formet utvikling i aksjemarkedet: fondsverdi dersom aksjemarkedet hadde vært uendret siden slutten av mars 2020, og (iii) ingen endring i uttak: fondsverdi dersom uttaket fra fondet hadde vært uendret fra modellens bane.