



Finansdepartement  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Deres ref. 16/3602-1

Oslo, 2. januar 2017

### **Høring – NOU 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland**

Norske Finansanalytikers Forening (NFF) viser til brev fra Finansdepartementet 25. oktober 2016 om NOU-rapport 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland.

Flertallet i NOU-rapportens utvalg (Mork-utvalget) foreslår å øke aksjeandelen fra 60 % til 70 %. Dette begrunnes med at en høyere andel øker forventet avkastning og bidraget til statsbudsjettet. Det følger med høyere risiko på kort og lang sikt, men flertallet forutsetter at det er politisk vilje og evne til å tilpasse den økonomiske politikken til variasjonen i fondsverdien. Dette underbygges av at evnen til å holde fast ved den valgte investeringsstrategien har vært god så langt. Videre pekes det på som et argument at petroleumsformuen er blitt bedre diversifisert enn tidligere ved at petroleumsressurser er omplassert til finansformue i utlandet.

Mindretallet i utvalget tilrår derimot at aksjeandelen reduseres fra 60 % til 50 % og begrunner dette med at finanspolitikken har behov for tilstrekkelig trygg tilgang til en jevn og forutsigbar strøm av overføringer fra fondet, og at finanspolitikken må tilpasses en lav forventet avkastning som reflekterer den strategiske aksjeandelen.

I brev til Finansdepartementet den 1. desember foreslår Norges Bank at aksjeandelen settes til 75 % som svar på departementets brev av 12. februar 2016, om vurdering av dette. NFF har for sitt høringssvar forholdt seg til Mork-utvalgets rapport, selv om Norges Banks tilråding gir interessante tilleggsmomenter.

NFF vil først understreke viktigheten av at fondets investeringsstrategi er solid forankret hos besluttede myndigheter og politiske organer, og at disse er innforstått med effektene av variasjon i faktisk avkastning av fondet, og betydningen aksjeandelen har for dette. Viktigheten av forankring øker både med fondets størrelse og med høyere aksjeandel.

NFF mener at et lavt rentenivå for obligasjonsbeholdningen i seg selv ikke bør medføre høyere aksjeandel. En høyere aksjeandel forutsetter at den økonomiske politikken hensyntar den økte risikoen som en høyere aksjeandel medfører på kort og lang sikt. Utvalget legger til grunn en lavere realavkastning for obligasjoner fremover enn hva som er historiske faktiske avkastningstall. På side 80 i NOU-rapporten redegjør utvalget kort om at det for nær-risikofrie renter benytter betingede anslag, mens det for aksjeindekser baserer seg på ubetingede anslag. NFF mener det er viktig at departementet tar stilling til om den foreslåtte aksjeandelen er en betinget eller ubetinget antagelse om rentenivå. Det vil si om det legges til

grunn at den nye aksjeandelen vil måtte revurderes igjen i fremtid som en direkte følge av et eventuelt skift opp i rentenivå.

Selv om fondet ikke har eksplisitte forpliktelser mener NFF at både behovet for stabile årlige uttak og stabilitet i finanspolitikken er vesentlige rammebetingelser for fondets investeringsstrategi.

NFF er enig i at omplassering av petroleumsressurser til finansiell formue gir forbedret diversifisering, men vil påpeke at valget av aksjeandel blir desto mer viktig for nasjonalformuen jo større fondet blir.

Den økte porteføljerisikoen som en høyere aksjeandel medfører, kunne alternativt vært oppnådd i andre aktivaklasser, for eksempel unoterte aksjer. Fondets lange tidshorisont kan isolert sett tilsi at fondet bør utnytte likviditetspremier i større grad. NFF tar ikke stilling til dette, men oppfordrer Finansdepartementet til å vurdere avveiningen mellom likvide og ikke-likvide aktivaklasser.

Også andelen mellom aktive versus passive investeringsstrategier bør tas med i vurderingen av aksjeandel. Denne avveiningen antas å ville bli viktigere om referanseindeksen får en mer konsentrert risikoeksponering som følge av at aksjerisikoen blir mer dominerende. Aktiv forvaltning vil i en slik situasjon kunne bidra til en mer optimal porteføljesammensetning, tilpasset en langsiktig investor.

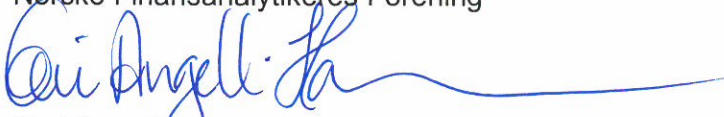
Det er i mediedekningen etter fremleggelsen av rapporten, fremkommet synspunkter omkring sammensetningen av obligasjonsindeksene for fondet. Over tid har obligasjonsindeksene fått et gradvis noe større innslag av kredittrisiko. Kredittrisiko har elementer av aksjerisiko i seg, og NFF mener at dette kan ha betydning for valget av aksjeandel.

Heller ikke valg av den regionale sammensetningen av referanseindeksen for aksjeporteføljen kan være uavhengig av valg av den overordnede aksjeandelen. Også fondets størrelse er et relevant moment i valg av regionale vekter.

NFF mener at fondets rebalanseringsstrategi og implementering av denne har vært god i fondets levetid.

Avslutningsvis vil NFF fremheve viktigheten av at fondets totale investeringsstrategi må være kjennetegnet av robusthet og forutsigbarhet.

Vennlig hilsen  
Norske Finansanalytikers Forening



Guri Angell-Hansen  
Adm. direktør