

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 26. januar 2012
Deres ref.:
Vår ref.:

Statens pensjonsfond utland – regler for rebalansering av referanseindeksen

Norges Bank gir i dette brevet råd om utforming av reglene for rebalansering av referanseindeksen. Brevet tar utgangspunkt i vurderingene vi gjorde i vårt brev om utvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (SPU) 6. juli 2010.

Endringene vi foreslår, søker å støtte målet om å oppnå det beste bytteforholdet mellom risiko og avkastning for fondet. Vi anbefaler at reglene for rebalansering bør være offentlige og utformes på en måte som gjør gjennomføringen enkel, forutsigbar og etterprøvbar. Vi foreslår videre at fondet rebalanseres rundt den strategiske aksjedelen og ikke rundt faste geografiske regionvekter som i dag. Dagens mer detaljerte bestemmelser om delvis rebalansering ved tilflyt av nye midler til fondet foreslås avvirket.

Faste vekter i fondets aktivaallokering

Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av SPU fastsatt faste geografiske vekter for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer på regionnivå. Ulik verdiutvikling mellom aktivaklassene fører til at vektene i fondets referanseindeks vil avvike fra de strategiske vektene. Rebalansering av referanseindeksen bringer vektene tilbake til de strategiske, og er en viktig investeringsbeslutning.

Det er vesentlig å skille mellom å opprettholde faste aktivaklasseandeler og å holde et stabilt risikonivå. En investeringsstrategi som rebalanserer andelen aksjer tilbake til de faste vektene etter et fall i aksjekursene, øker samtidig den absolutte risikoen i porteføljen fordi markedsusikkerheten da vanligvis er høyere. Rebalansering av referanseindeksen sikrer at de faktiske vektene holdes noenlunde fast over tid, og strategien er vellykket dersom regelen bidrar til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko.

Utgangspunktet for dagens faste strategiske vekter kan derfor ikke være at risikostrukturen mellom de brede aktivaklassene antas å være stabil over tid. Norges Banks enhet for

kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management (NBIM), har i et eget notat¹² diskutert hvordan risikopremier varierer over tid, og i et annet³ hvilke følger det bør ha for en investor som skiller seg fra gjennomsnittsinvestoren. I et tredje notat⁴ gjennomgår NBIM litteratur som gir et visst grunnlag for å anta at markedsprisene inneholder informasjon om fremtidig avkastning.

Ulike investorer vil ha ulik mulighet til å utnytte såkalte tidsvarierende risikopremier. Fondets særtrekk gir en mulighet til å kunne gjennomføre en investeringsstrategi som kjøper en aktivaklasse når det prises inn høyere usikkerhet. Departementet skriver i Meld. St. 15 (2010-2011) at en mer motsyklisk strategi kan være en måte å utnytte fondets fortrinn på. Norges Bank deler departementets vurderinger.

I et eget notat⁵ har NBIM sett på data tilbake til 1970. Hovedkonklusjonen er at rebalanseringsstrategier har gitt et vesentlig bedre forhold mellom avkastning og risiko enn en strategi som har latt aktivaallokeringen utvikle seg med markedsutviklingen.

Norges Bank mener at en systematisk tilbakeføring av aktivaklassene til faste vektorer, såkalt rebalansering, er en investeringsstrategi for fondet over tid som bør videreføres.

En offentlig rebalanseringsregel

En rebalanseringsregel bør være del av Finansdepartementets offentlige mandat for Norges Banks forvaltning av SPU. En regel som klarlegger når og hvordan rebalansering som hovedregel skal gjennomføres, vil sikre at strategien er robust, forutsigbar og etterprøvbar.

Dagens bestemmelser er ikke offentlige og inneholder ikke regler for når full rebalansering skal gjennomføres; bare hvor stort avviket skal være før banken sender et råd til departementet om hva som bør gjøres. Nye bestemmelser bør sikre at rebalansering er regelstyrt, og gjennomføres som en ordinær del av strategien uten å kreve særskilt beslutning. Regelen vil bare fravikes når departementet fatter en beslutning om dette.

Norges Bank foreslår at det fastsettes en offentlig tilgjengelig regel for rebalansering i mandatet for fondet.

Valg av rebalanseringsregime

Det er vanlig å skille mellom to typer rebalanseringsregimer; kalenderstyrt og betinget rebalansering. I et kalenderstyrt regime er tidspunktet for rebalansering gitt. I et eget notat

¹ Notater om investeringsstrategi publiseres av NBIM som "Discussion notes" på www.nbim.no.

² On Risk Premium Variation (NBIM Discussion Note 1-2011, 18. mars 2011).

³ Time Varying Expected Return, Investor Heterogeneity, and Rebalancing.

⁴ Return Predictability and Implications for Rebalancing.

⁵ Empirical Analysis of Rebalancing Strategies.

gjennomgår NBIM fondets egen erfaring med rebalansering⁶. Fra 1998 og frem til slutten av 2001 ble fondet rebalansert tilbake til regionvektene ved utgangen av hvert kvartal, og var dermed kalenderstyrt. Bestemmelsene for rebalansering har siden desember 2001 bestått av to elementer; delvis og full rebalansering. Delvis rebalansering har fulgt de månedlige tilførsene ved at referanseindeksen hver måned justeres i retning regionvektene i et omfang tilsvarende beløpet som overføres til fondet. Den fulle rebalanseringen har derimot vært en beslutning betinget av gitte avvik mellom den faktiske og strategiske vekten.

I en betinget regel vil rebalansering først gjennomføres hvis avvikene fra de strategiske vektene er av et visst omfang. Antallet rebalanseringer vil da bli færre og transaksjonskostnadene lavere enn i en kalenderstyrt regel.

Norges Bank foreslår en regel om rebalansering som er betinget av en aktivaklasses nivå på avvik fra strategiske vekter.

Dagens regelverk for rebalansering er utformet med sikte på å opprettholde fondets geografiske aksje- og obligasjonsinvesteringer på regionnivå. Norges Bank skrev i brev av 6. juli 2010 at grunnlaget for dagens faste regionvekter er svakt og at det bør vurderes om det er hensiktsmessig å videreføre dagens struktur. Banken mener det er begrenset potensial for å utnytte variasjoner i regionale risikopremier gjennom rebalansering av regionale andeler.

Rebalanseringen bør gjennomføres på aktivaklassenivå. Valget av aksjeandel er den viktigste strategiske beslutningen for fondet, og aksjeandelen dominerer fondets absolutte risiko. En rebalanseringsstrategi som tar sikte på å opprettholde en fast aksjeandel, vil søke å utnytte variasjoner i aksjemarkedets risikopremie.

Norges Bank foreslår en regel om rebalansering av fondets aksjeandel.

Gitt at rebalansering gjennomføres med utgangspunkt i aksjeandelen, er neste spørsmål hvor mye aksjeandelen i referanseindeksen skal tillates å avvike fra den strategiske vekten før rebalansering gjennomføres. NBIM har i eget notat⁷ vist at det å rebalansere porteføljen har vært viktig. Betingelsen for når rebalanseringen skal gjennomføres, har hatt mindre betydning for porteføljens samlede risiko- og avkastningsprofil. Et riktig nivå for avvik fra faste vekter før rebalansering gjennomføres, kan ikke med sikkerhet fastlegges fra historiske data.

Norges Bank foreslår etter en samlet vurdering at departementet fastsetter et bånd på tre prosentpoeng rundt den strategiske vekten aksjer har i referanseindeksen.

Ved å velge dette alternativet viser analysen i et eget NBIM-notat⁶ at transaksjonskostnadene ville ha vært lavere, og aksjeandelen tettere på den strategiske vekten, enn hva tilfellet er med dagens regler. Siden nåværende bestemmelser ble innført i 2001, har det kun vært

⁶ The History of Rebalancing of the Fund.

⁷ Se fotnote 5.

gjennomført to fulle rebalanseringer – i 2003 og i 2009. Vårt forslag vil gi noe hyppigere rebalanseringer enn dagens bestemmelser. Et smalere bånd vil også påvirke størrelsen på hver rebalansering, og innebære at et større antall rebalanseringer gjennomføres i normale markeder. Dette vil redusere markedspåvirkningen, og derved transaksjonskostnadene. Rebalansering vil i større grad enn i dag bli en del av den ordinære forvaltningen av fondet, og ikke en hendelse som inntreffer sjelden med store konsekvenser for fondets risiko og avkastning. Vi kan oppsummere vårt forslag om en konkret rebalanseringsregel som følger:

Norges Bank foreslår en regel der aksjeandelen i referanseindeksen rebalanseres til den strategiske vekten på 60 prosent ved første kvartalsslutt dersom andelen i løpet av kvartalet én dag ved markedsslutt har vært under 57 eller over 63 prosent. Banken skal informere departementet umiddelbart dersom betingelsen er oppfylt.

Avvikling av reglene for delvis rebalansering gjennom tilførsel

Det nåværende mandatet inneholder også regler om delvis rebalansering. Disse reglene endrer referanseindeksen hver gang fondet tilføres midler. Vi foreslo i brev av 11. april 2011 endringer i regelverket for hvordan tilførsler av midler til fondet skal gjenspeiles i referanseindeksen.

Delvis rebalansering skal bidra til å bringe vektene i referanseindeksen i retning de strategiske vektene og redusere transaksjonskostnadene som kreves for å opprettholde en fast aktivaklasseandel over tid. Det er usikkert hvilken effekt delvis rebalansering har på fondets samlede avkastning over tid. Grunnen til dette er at perioder med høy eller lav avkastning i aksjemarkedet har en tendens til å vedvare, og det kan være lønnsomt å vente noen tid før rebalansering settes i verk.

Reglene for rebalansering kan utformes med sikte på å oppnå et best mulig forhold mellom risiko og avkastning, eller med sikte på å minimere handelskostnadene. NBIMs analyse av aktivaklassenes avkastning tilbake til 1970⁸ viser at en strategi der ny tilførsel månedlig har brakt porteføljevektene i retning de strategiske vektene har oppnådd et dårligere forhold mellom avkastning og risiko enn en strategi uten delvis rebalansering.

Analysen av fondets egen historie⁹ viser at delvis rebalansering har hatt negativ effekt på forholdet mellom avkastning og risiko til tross for at den har redusert handelsbehovet i fondet.

En faktisk referanseindeks med månedlig endring ved hver tilførsel er kompleks og i liten grad etterprøvbart. En forenkling av beregningen av referanseindeksene vil gi økt åpenhet om forvaltningen av fondet. Norges Bank vil i gjennomføringen av den faktiske rebalanseringen

⁸ Se fotnote 5.

⁹ Se fotnote 6.

ta vare på hensyn til handelskostnader, uten at tilførselen bygges inn i referanseindeksen. Vi viser til forslag i brev av 11. april 2011 for en nærmere omtale.

Norges Banks mener at dagens regelverk for delvis rebalansering gjennom månedlig endring i faktisk referanseindeks bør avvikles.

Oppsummering

Norges Banks råd er at reglene for rebalansering justeres med sikte på å etablere en enkel, forutsigelig og etterprøvbar regel for endring i referanseindeksen. Vårt råd kan oppsummeres som følger:

- Reglene for rebalansering skal forsøke å oppnå et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko, og sørge for at den strategiske allokeringen opprettholdes over tid.
- Reglene for rebalansering av referanseindeksen bør være offentlige og en del av det ordinære mandatet for forvaltningen av SPU.
- Rebalansering skal gjennomføres ved førstkommende kvartalsslutt dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen i løpet av kvartalet én dag ved dagsslutt avviker mer enn 3 prosentpoeng fra den strategiske vekten.
- Reglene for delvis rebalansering, som knytter månedlige tilførsler inn i fondet til endringer i referanseindeksen, avvikles.

Vårt råd om rebalansering må sees i sammenheng med rådene i vårt brev 11. april 2011 og kan operativt settes i verk fra 1. juli 2012.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad