

Finansdepartementet
postmottak@fin.dep.no

Deres ref:
19/5300

Vår ref:
24/00052-2

Dato:
14.06.2024

Vedrørende uttak fra Statens pensjonsfond Norge

Vi viser til Folketrygdfondets brev av 13. desember 2019 hvor vi gir råd om endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) for å løse problemstillinger knyttet til aksjeporteføljens størrelse på Oslo Børs.

I Meld. St. 22 (2023-2024) *Statens pensjonsfond 2024* varslet regjeringen at en regel om årlige uttak fra SPN kan løse eierandelsutfordringen. Det legges opp til at en slik regel innføres fra og med statsbudsjettet for 2025. I brev av 23. april 2024 etterspør Finansdepartementet vurderinger og anslag fra Folketrygdfondet knyttet til årlige uttak fra Statens pensjonsfond Norge (SPN).

Departementet legger opp til at uttaksregelen bør fastsettes som en enkel, mekanisk regel der en fast prosentandel av kapitalen til SPN årlig overføres til statsbudsjettet. Uttaksregelen er ment å løse utfordringen med høye eierandeler på Oslo Børs. Uttakene bør være tilstrekkelig store til at eierandelsutfordringen håndteres, men heller ikke større. Departementet legger videre opp til at uttaksprosenten ikke skal overstige forventet realavkastning av SPN. Finansdepartementet har bedt Folketrygdfondet om

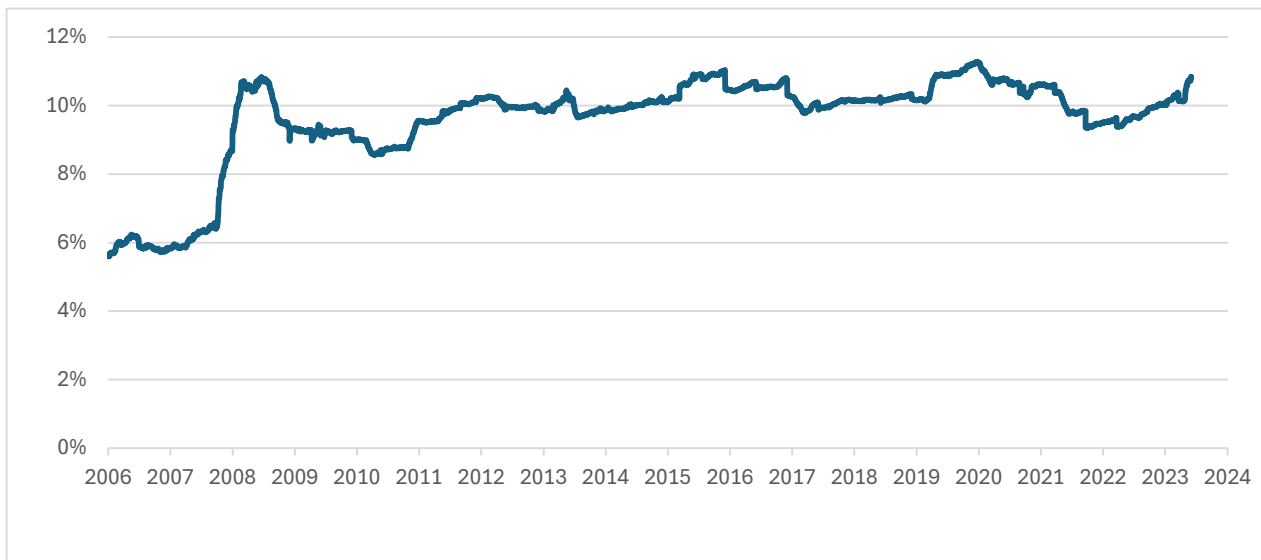
- en oppdatert vurdering av hvilken uttaksprosent som vil være tilstrekkelig for å håndtere eierandelsutfordringen
- anslag på utviklingen i eierandelene gitt den anslåtte uttaksprosenten
- anslag på forventet, langsiktig realavkastning av SPN

I vårt brev av 13. desember 2019 vurderte vi ulike tiltak for å løse utfordringen med høye eierandeler i forhold til bestemmelsen i SPNs mandat om maksimalt 15 prosent eierandel i enkeltelskaper på Oslo Børs. Vi anbefalte å øke nordenandelen, slik at andelen norske aksjer i aksjereferanseindeksen ble redusert fra dagens 85 prosent til en andel på 62-75 prosent. Det

tilsvarende en eierandel for SPN i intervallet 7,5-9,0 prosent.¹ I argumentasjonen for intervallet la vi i 2019 vekt på et nivå som balanserer hensynet til tilstrekkelig størrelse i Norge mot ønsket om tilstrekkelig evne til å drive aktiv forvaltning. Når vi senere i brevet henviser til eierandelen på Oslo Børs referer vi til SPNs eierandel av aksjeindeksen OSEBX.

I 2019 var SPNs eierandel på 10,3 prosent. I tiden etter 2019 har eierandelen på det høyeste vært 11,3 prosent (desember 2020). Blant annet som følge av to tilbakevektninger med salg av aksjer, nådde eierandelen sitt laveste punkt på 9,3 prosent i september 2022. Ved utgangen av mai 2024 var eierandelen 10,8 prosent (figur 1).

Figur 1 SPNs andel av kapitalisert verdi av OSEBX (tall oppdatert per 31.05.2024)



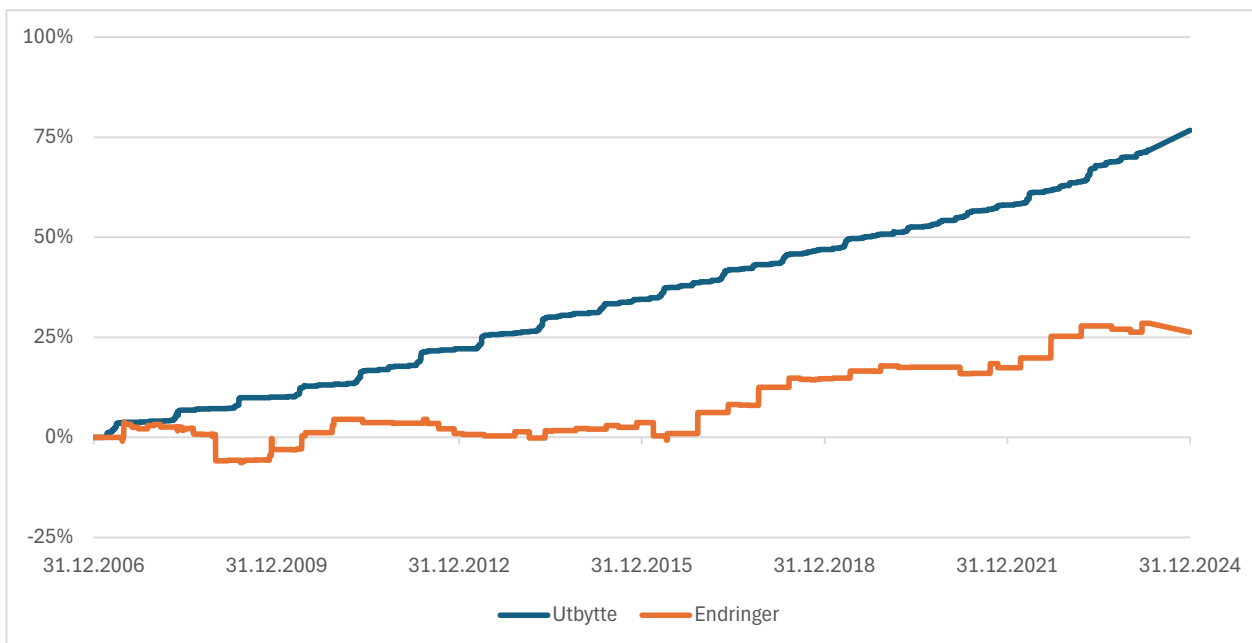
Oppgangen i SPNs eierandel under finanskrisen høsten 2008 og tidlig vinter 2009 følger av en betydelig tilbakevektning av aksjeandelen i SPN. Det har i perioden etter februar 2009 blitt gjennomført syv tilbakevektninger med salg av aksjer og to tilbakevektninger med kjøp av aksjer. Isolert sett ville disse tilbakevektningene ha redusert SPNs eierandel til et nivå lavere enn det var før finanskrisen. Det er to hovedårsaker til at SPNs eierandel har holdt seg høy også i perioden etter aksjefallet i 2008-2009: netto kapitalendring i aksjeindeksen OSEBX og SPNs meravkastning.

Netto kapitalendring består av utbytte som utbetales av selskapene og verdien av indeksendringer. Verdien av utbyttekontantstrømmene har over tid vært langt høyere enn verdien av indeksendringer (figur 2). Indeksregelverket innebærer halvårlige revideringer av indeksgrunnlaget. I tillegg skjer det umiddelbare endringer når selskaper går ut av indeksen som følge av oppkjøp eller når selskaper strykes fra notering på Oslo Børs. Indeksen justeres også

¹ Eierandel målt som SPNs norske aksjer som andel av kapitalisert verdi av aksjeindeksen OSEBX.

fortløpende for fortrinnsrettede emisjoner. Ofte vil netto verdiendring i indeksen ved de halvårlige endringene være positiv. Dette er en følge av rettede emisjoner i eksisterende indeksselskaper, at fri flyt for indeksselskapene øker, eller at det kommer inn nye selskaper med høyere verdi enn de selskapene som går ut av indeksen. I noen tilfeller har effekten av de halvårlige indeksendringene vært negative.

Figur 2 Netto kapitalendring i aksjeindeksen OSEBX 2007 – 2024 (oppdatert per 31.05.2024 og estimert for resten av 2024)



Utbytter SPN mottar reinvesteres løpende i aksjeporteføljen. Når utbytter i indeksen har vært høyere enn verdiendringen som følge av endringer i indeksen, har dette isolert sett økt SPNs eierandel fra 5,8 prosent ved starten av 2008² til 9,4 prosent ved utgangen av mai 2024.

I perioden fra 2007 til 30. mars 2024 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning for SPN på 7,4 prosent etter kostnader. Det er 0,9 prosentpoeng per år bedre enn referanseindeksen. Uten denne meravkastningen ville eierandelen i dag vært om lag 1,4 prosentpoeng lavere.

Innføring av årlige uttak reiser også en rekke praktiske spørsmål som må håndteres. Dette er forhold som ikke er dekket i dette brevet.

² Vi bruker her 2008 som oppstart fordi det da ble innført regler om tilbakevektning i SPNs mandat.

1. Vurdering av tilstrekkelig uttaksprosent for håndtering av eierandelsutfordringen

Utbytte fra OSEBX har i perioden 2008-2024 vært om lag 4,2 prosent i snitt per år.³ Effekten av andre endringer i indeksen har vært på omtrent 1,4 prosent. Det innebærer at indeksen i gjennomsnitt har hatt en netto kapitalendring på om lag 2,9 prosent i året. Kapitalen til en passiv investor som reinvesterer utbytte vil dermed utvikle seg i takt med indeksen med et årlig uttak på 2,9 prosent.⁴ Dette forutsetter at investoren ikke har kostnader som tærer på kapitalen, et tilbakevektingsregime eller opplever differanseavkastning. Legger vi til grunn samme kostnader som Folketrygdfondet i dag belaster forvaltningen av SPN, reduseres dette uttaket til 2,8 prosent.

Historiske utbytter og andre endringer for indeksen er ikke nødvendigvis representative for fremtiden. Det er derfor betydelig usikkerhet knyttet til et slikt punkttestimat på 2,8 prosent. Vi har likevel lagt til grunn dette nivået som estimat på framtidige kontantstrømmer.

Tre andre forhold påvirker også hvor stort et årlig uttak bør være:

- tilbakevekting av aksjeandelen
- uttak for å bringe eierandelen ned fra dagens nivå for å løse eierandelsutfordringen
- meravkastning

Tilbakevekting av aksjeandelen

For å estimere effekten av tilbakevektinger legger vi til grunn enkelte forutsetninger for realavkastning for både aksjer og obligasjoner, standardavvik for begge aktivaklassene, korrelasjon mellom aksjer og obligasjoner, samt inflasjon.

Vi legger til grunn de samme forutsetningene for renteavkastning, aksjeavkastning og inflasjon som i besvarelsen av delspørsmål 3 (under) knyttet til anslag for realavkastning. Det vil si en nominell avkastning for obligasjoner på 3,5 prosent og en nominell aksjeavkastning på 6,7 prosent.⁵ Svingningene i avkastningen for SPNs referanseindeks for perioden 2007-2023 gir et standardavvik på 17,2 prosent for aksjer og 3,1 prosent for obligasjoner. For de siste 10 år var standardavviket for SPNs referanseindeks 12,3 prosent for aksjer og 3,2 prosent for obligasjoner.

Som anslag på fremtidig standardavvik for aksjer og obligasjoner har vi tatt utgangspunkt i Meld. St. 26 (2016-2017). Her legger Finansdepartementet til grunn et standardavvik for aksjer på 16 prosent og 6 prosent for obligasjoner for SPU. SPN investerer i et regionalt marked som ikke har like høy grad av diversifisering som SPUs globale marked. Vi har derfor valgt å benytte et litt høyere anslag for standardavvik for aksjer for SPNs referanseindeks (17 prosent). For obligasjoner har vi valgt å benytte et litt lavere anslag (5 prosent). Det er to fremtredende forskjeller mellom renteindeksene for SPN og SPU som vi har hensyntatt. Den gjennomsnittlige løpetiden for SPNs obligasjonsindeks er lavere enn for SPUs obligasjonsindeks, noe som isolert sett trekker i retning av et lavere standardavvik. En lavere andel statsobligasjoner trekker i motsatt retning, men denne effekten anser vi som mindre.

Som anslag for korrelasjon benytter vi den samme forutsetningen som i Meld. St. 26 (2016-2017), med en korrelasjon på 0,1 mellom avkastningen til aktivaklassene.

³ Utbytte er estimert for gjenværende periode av 2024.

⁴ I brev 13. desember 2019 anslo vi også dette tallet til 2,9 prosent.

⁵ Vi forutsetter en fremtidig inflasjon lik 2 prosent.

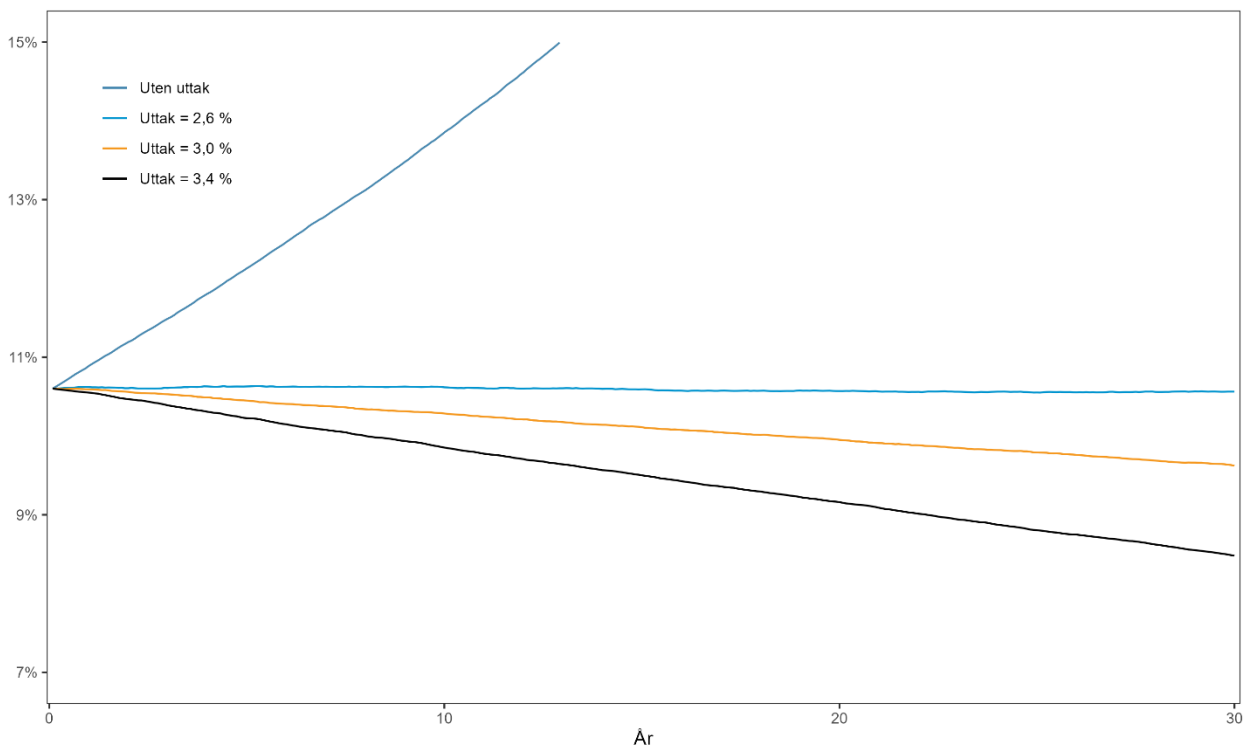
Hensyntatt forutsetningene om avkastning, standardavvik, korrelasjon og SPNs tilbakevektingsregime reduseres behovet for uttak fra 2,8 prosent til 2,6 prosent for å opprettholde en eierandel på 10,6 prosent.⁶

Årlig uttak

I Folketrygdfondets brev 13. desember 2019 pekte vi på andre løsninger for å håndtere eierandelsutfordringen enn årlige uttak. Andre løsninger (for eksempel økt nordenandel) virker raskt, mens et årlig uttak får virkning først over tid. Vi kommenterte dette med at en «årlig uttaksmekanisme bør derfor kombineres med andre tiltak».

Figur 3 viser forventet eierandel over tid med ulike proSENTSATSER for uttak. Et uttak på 2,6 prosent vil stabilisere situasjonen med høye eierandeler, men gir økt sannsynlighet for problemer med eierandelsutfordringen over tid (se figur 5). Vi ser i figur 3 at årlige uttak ikke bringer eierandelene raskt ned så lenge et fast årlig uttak er på nivå med eller lavere enn det anslag for SPNs realavkastning vi senere i brevet kommer frem til.

Figur 3 Forventet eierandel av kapitalisert verdi OSEBX over tid med ulike uttaksproSenter.



⁶ Vi forutsetter en eierandel på 10,6 prosent ved oppstart av en årlig uttaksordning, og en aktivafordeling med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Vi forutsetter videre at Folketrygdfondets kostnader med å forvalte SPN trekkes av kapitalen.

Alternativet med ingen uttak har allerede etter 13 år en forventet eierandel på over 15 prosent, og understreker tydelig problemstillingen med høye eierandeler. Et årlig uttak på 2,6 prosent opprettholder utgangspunktet med en forventet eierandel på 10,6 prosent. Et årlig uttak på 3,0 prosent innebærer at forventet eierandel reduseres til 9,7 prosent etter 30 år. Et uttak på 3,4 prosent medfører at forventet eierandel etter 22 år blir lavere enn 9 prosent.

Meravkastning

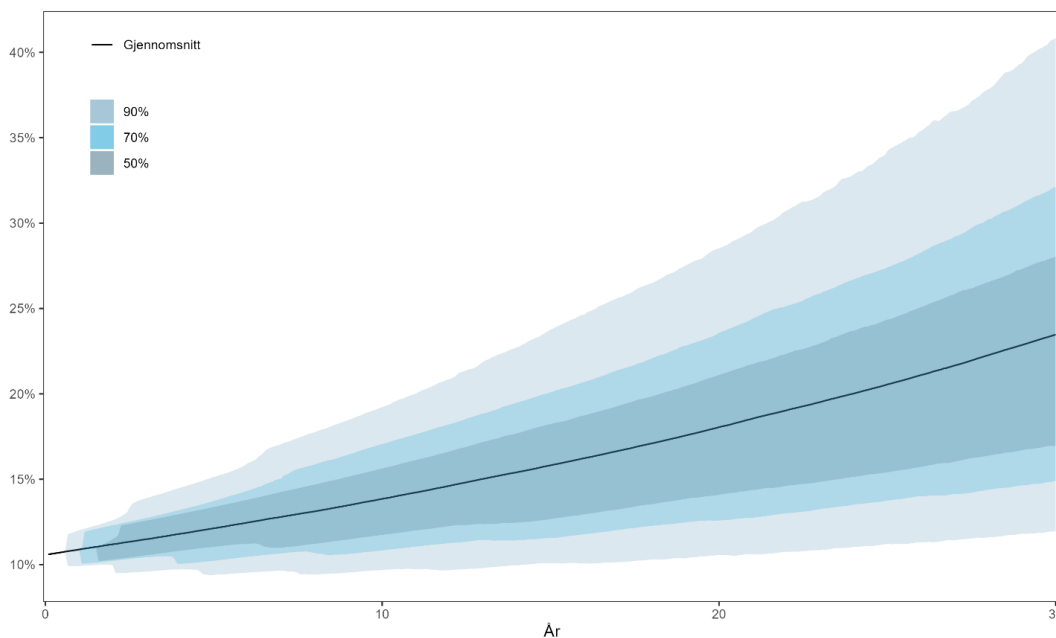
Folketrygdfondets styre har målsetting om en årlig meravkastning på 0,4 prosentenheter før fradrag for kostnader. I perioden fra 2007 til 30. mars 2024 har meravkastningen før fratrukk for forvaltningskostnader vært 1,0 prosent. Fremtidig meravkastning vil øke behovet for uttak. En årlig meravkastning på nivå med styrets målsetting innebærer at et årlig uttak må oppjusteres med 0,4 prosentenheter (0,3 prosentenheter etter fradrag for kostnader). En årlig meravkastning på dette nivået innebærer at et årlig uttak på om lag 3 prosent ($2,6+0,4$) vil opprettholde dagens eierandel på 10,6 prosent (om lag 2,9 prosentenheter etter fradrag for kostnader).

2. Anslag på utviklingen i eierandelene

For å illustrere fremtidig utvikling av eierandelen bruker vi simuleringer. Vi antar at avkastningen til aksje- og renteporteføljene følger en stokastisk prosess. Vi bruker estimater fra del 1 som parametre. Parametrene ligger fast i hele perioden.

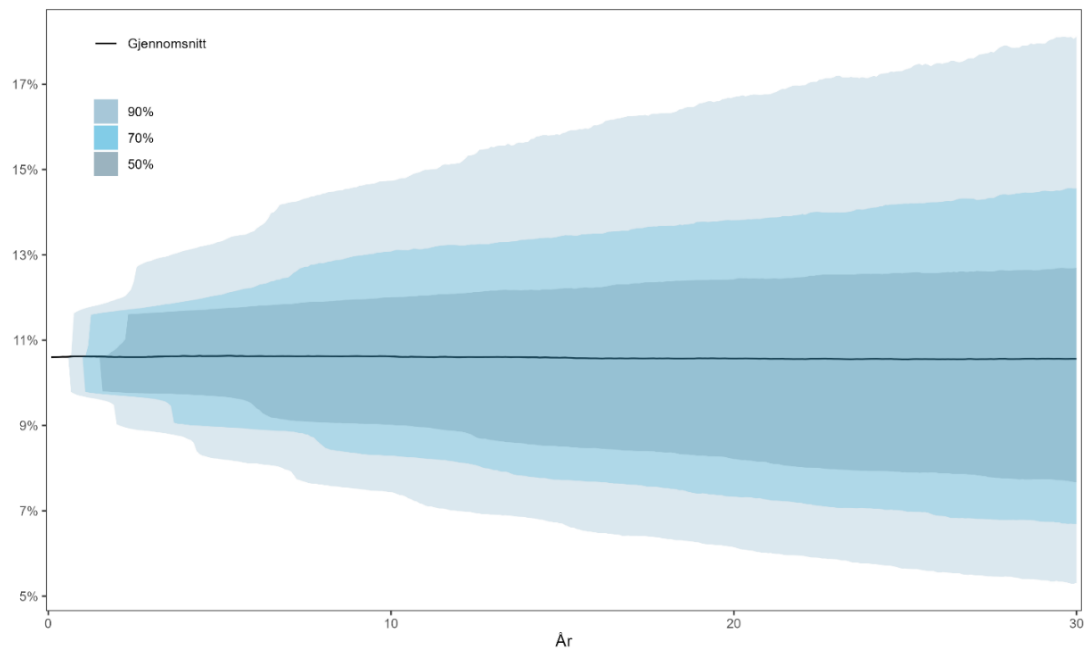
Figur 4 viser gjennomsnittet av de simulerte eierandelene med usikkerhetsvifter over en periode på 30 år uten uttak fra SPN. Etter 10 år er forventet eierandel rundt 14 prosent, og rundt 18 prosent etter 20 år.

Figur 4 Utvikling eierandel med usikkerhetsvifte, ingen uttak.

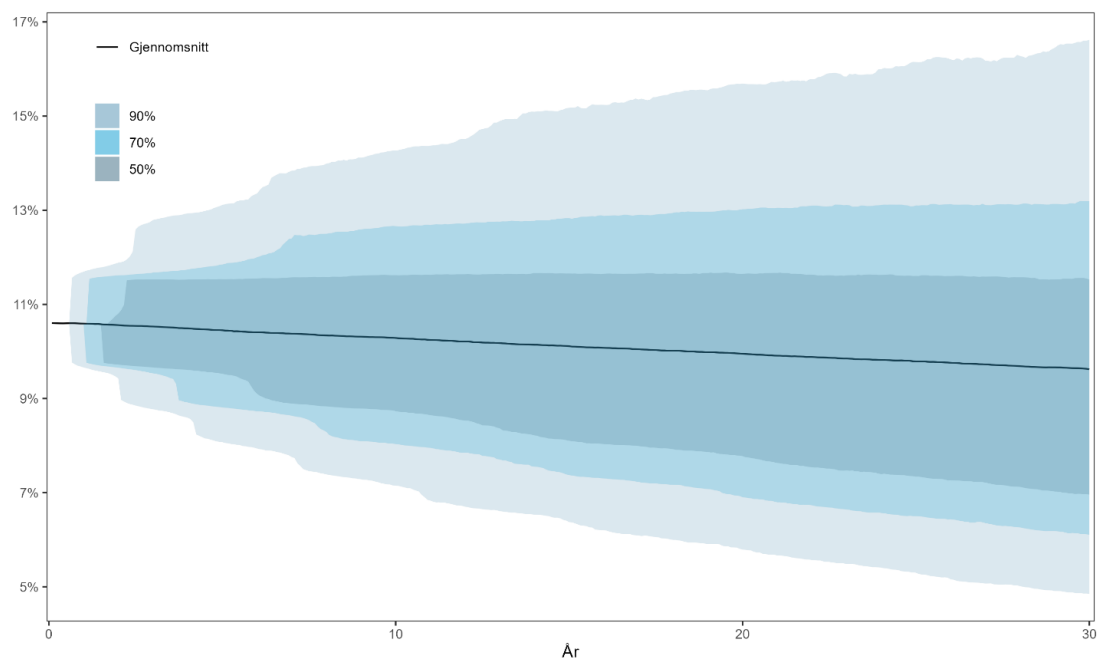


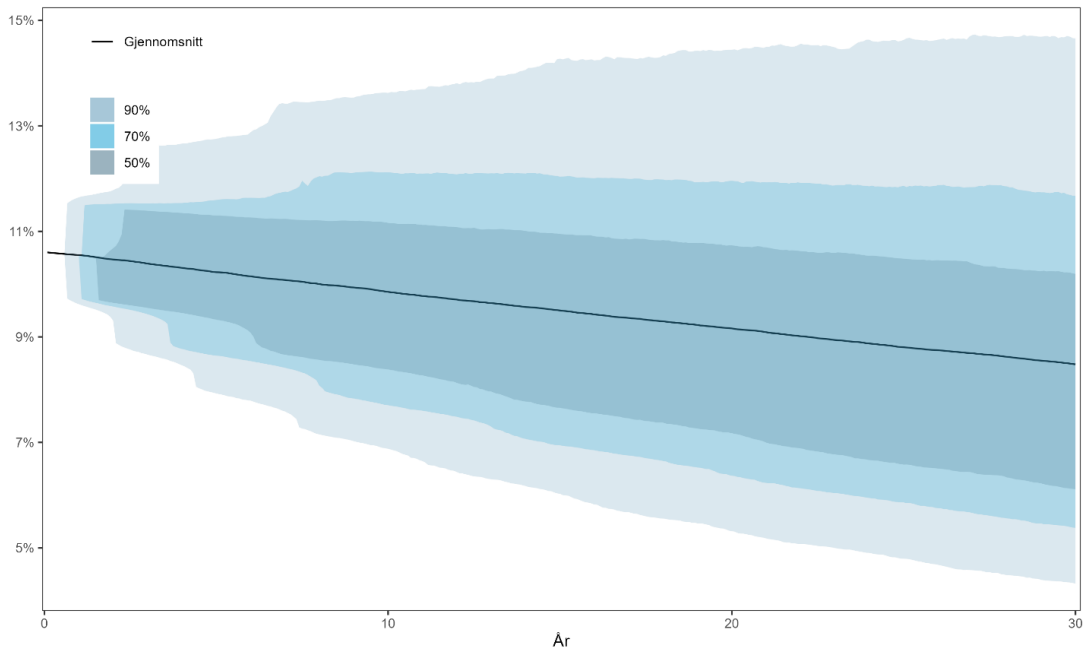
Et årlig uttak begrenser eierandelen. Dersom uttaket er stort nok, vil den forventede eierandelen falle. Figurene 5-7 viser utviklingen over de neste 30 årene med et mekanisk årlig uttak på 2,6 prosent (figur 5) som opprettholder dagens eierandel, et årlig uttak på 3,0 prosent (figur 6) og et årlig uttak på 3,4 prosent (figur 7).

Figur 5 Utvikling i eierandel med usikkerhetsvifte, 2,6 prosent uttak



Figur 6 Utvikling eierandel med usikkerhetsvifte, 3 prosent uttak.



Figur 7 Utvikling i eierandel med usikkerhetsvifte, 3,4 prosent uttak**Anbefaling**

Folketrygdfondet anbefaler et årlig uttak for SPN på 3 prosent. Vi anser et slikt årlig uttak å være tilstrekkelig for å håndtere utfordringene med høye eierandeler på Oslo Børs over tid.

Anbefalingen er basert på beregningstekniske forutsetninger. Dersom utviklingen blir mindre gunstig, for eksempel ved et sterkt fall i aksjemarkedet, må det vurderes å kombinere et årlig uttak med andre tiltak.

3. Anslag på forventet, langsiktig realavkastning av SPN

SPN består av to aktivaklasser; obligasjoner og aksjer. Vi legger frem estimat for forventet realavkastning for disse to aktivaklassene, før vi presenterer forventet realavkastning for SPNs indeks.

To ulike tilnærminger er vanlig for å estimere forventet, langsiktig realavkastning. En tilnærming er å benytte historisk avkastning og fundamentale tall. En annen metode bruker framoverskuende data som kombinerer impliserte forventninger i markedet og data fra prognoser.

Vi analyserer to historiske datasett og lager framoverskuende estimater for forventet, langsiktig realavkastning. Først ser vi på historisk realavkastning for SPNs indeks for perioden 2007-2023

(Meld. St. 22 (2023–2024): Statens pensjonsfond 2024, s. 82). Videre ser vi på historisk realavkastning for de nordiske landene basert på tall fra Dimson, Marsh & Staunton (2024) for perioden 1900-2021. Her veker vi de respektive markedene i henhold til den geografiske fordelingen til SPNs referanseindeks.⁷ Til slutt lager vi framoverskuende estimater basert på metodikk fra NBIM (2022).

En konsekvens av høy historisk avkastning kan være at fremtidig avkastning blir lav. Vi anser derfor estimat fra framoverskuende markedspriser å være bedre enn estimat basert på historiske tall, og benytter oss av disse tallene i våre anslag på forventet, langsiktig realavkastning av SPN. De historiske tallene kan imidlertid være en referanse for å måle gyldigheten av det fremtidige estimatet.

3.1 Obligasjoner

Første kolonne i Tabell 1 viser årlig realavkastning til SPNs obligasjonsindeks. I perioden 2007-2023 har denne vært 0,9 prosent. I samme periode har SPNs obligasjonsportefølje levert 1,8 prosent realavkastning. Halvparten av avkastningen til porteføljen kommer altså fra meravkastningen.

Vi benytter også en lengre tidsperiode med data fra Dimson, Marsh & Staunton (2024), og veker de respektive markedene i henhold til den geografiske fordelingen til SPNs referanseindeks (85 prosent i Norge og 15 prosent i Norden). Datagrunnlaget inneholder kun avkastning for statsobligasjoner. Vi finner at årlig realavkastning (andre kolonne i Tabell 1) har vært 1,8 prosent.

NBIM (2022) estimerer forventet realavkastning for en global portefølje basert på framoverskuende markedspriser. Rammeverket for NBIM (2022) bruker markedsvektede estimater for USA, Japan, Storbritannia og Euroområdet. Tilsvarende markedsdata er ikke tilgjengelig for de nordiske landene. Vi viser estimater for Euroområdet og en global sammensetning. Modellen NBIM benytter er bygd opp med ulike komponenter, blant annet «carry» (utbytte) og vekst. Fordi de nordiske markedene er likere Euroområdet for flere av disse komponentene, anser vi estimatene for Euroområdet som mest representative for SPNs univers.

Ved utgangen av april 2024 gir denne metoden for framoverskuende estimat en forventet årlig realavkastning på statsobligasjoner på om lag 1,0 prosent for Euroområdet. For selskapsobligasjoner er forventet årlig realavkastning 1,7 prosent for Euroområdet. Vektes disse komponentene sammen med vektene til SPNs referanseindeks (30 prosent statsobligasjoner og 70 prosent selskapsobligasjoner), får vi en forventet realavkastning for obligasjonsindeksen til SPN på 1,5 prosent, som vist i tredje kolonne i Tabell 1. Til sammenlikning, dersom vi benytter globale markedsdata fremfor europeiske data, får vi en realavkastning på obligasjonsindeksen på 1,8 prosent (siste kolonne i tabell 1).

⁷ Tallgrunnlag for nordiske land er bearbeidet og sammensatt av Finansdepartementet for dette formålet.

Tabell 1: Forventet realavkastning obligasjoner (%)

	Historisk avkastning		Framoverskuende estimat	
	SPNs indeks 2007-2023	Nordiske indekser 1900-2021	Euroområdet	Global
Forventet årlig realavkastning	0,9	1,8	1,5	1,8

Historiske realavkastningstall og framoverskuende estimat indikerer et vidt spenn mellom 0,9 og 1,8 prosent på forventet realavkastning for obligasjoner. Fremtidige risikofrie renter er trolig noe lavere enn for den lange historiske perioden, men trolig noe høyere enn for den korte historiske perioden. Det framoverskuende estimatet for Euroområdet på 1,5 prosent ligger inne i intervallet, og vi bruker dette i vårt anslag på forventet, langsiktig realavkastning på obligasjoner.

3.2 Aksjer

Første kolonne i tabell 2 viser årlig realavkastning til SPNs aksjeindeks. I perioden 2007-2023 har denne vært 4,5 prosent. I samme periode har SPNs aksjeportefølje levert 5,7 prosent årlig realavkastning. 1,2 prosentpoeng av realavkastningen til porteføljen kommer altså fra meravkastning utover referanseindeks.

Når vi benytter en lengre tidsperiode med data fra Dimson, Marsh & Staunton (2024), finner vi at årlig realavkastning for dette sammensatte aksjemarkedet har vært 5,0 prosent. Dette er vist i andre kolonne i tabell 2.

Benytter vi europeiske data for å lage et framoverskuende estimat for aksjeavkastningen, finner vi en årlig forventet realavkastning på 4,7 prosent. Til sammenlikning, dersom vi benytter globale markedsdata fremfor europeiske data, får vi en realavkastning for aksjeindeksen på 3,8 prosent.

Tabell 2: Forventet realavkastning aksjer (%)

	Historisk avkastning		Framoverskuende estimat	
	SPNs indeks 2007-2023	Nordiske indekser 1900-2021	Euroområdet	Global
Forventet årlig realavkastning	4,5	5,0	4,7	3,8

Våre estimat på forventet, langsiktig realavkastning for aksjer spenner mellom 3,8 og 5,0 prosent. Vi fester størst lit til det framoverskuende estimatet for Euroområdet på 4,7 prosent på lang sikt. De historiske tallene ser ut å underbygge dette som realistisk.

3.3 Sum SPN

Første kolonne i tabell 3 viser årlig realavkastning til SPNs totalindeks. I perioden 2007-2023 har denne vært 3,7 prosent. I samme periode har SPNs portefølje levert 4,7 prosent realavkastning. 1,0 prosentpoeng av realavkastningen til porteføljen kommer altså fra meravkastning utover referanseindeks.

Den realiserte avkastningen til totalindeksen er høyere enn den vektete summen av aksjer og renter med faste, strategiske vekter (60 prosent aksjer, og 40 prosent obligasjoner). Med faste, strategiske vekter får vi en realavkastning på 3,1 prosent. Den realiserte avkastningen for totalindeksen på 3,7 prosent er høyere, primært fordi den faktiske aksjeandelen trekkes opp i forhold til den strategiske vekten, da aksjer har hatt høyere avkastning enn obligasjoner. Den faktiske aksjeandelen blir derfor høyere enn 60 prosent som gjennomsnitt over tid. En annen årsak til høyere realisert avkastning er gevinster fra SPNs tilbakevektingsregime. Begge disse årsakene er forventet å vedvare, men vi kan ikke legge til grunn en like god meravkastning i årene fremover.

Med årlige tilbakevektinger av aksjeandelen, gir avkastningene for obligasjoner og aksjer for den lengre tidsperioden (1900-2021) en årlig realavkastning på 4,3 prosent.

Metoden hvor vi benytter framoverskuende markedsdata for Euroområdet gir en forventet årlig totalavkastning på 3,4 prosent. Her har vi benyttet faste, strategiske vekter. Til sammenlikning, dersom vi benytter globale markedsdata fremfor europeiske data, får vi en realavkastning for SPNs indeks på 3,0 prosent.

Tabell 3: Forventet realavkastning totalporteføljen (%)

	Historisk avkastning		Framoverskuende estimat	
	SPNs indeks 2007-2023	Nordiske indekser 1900-2021	Euroområdet	Global
Forventet årlig realavkastning	3,7	4,3	3,4	3,0

Historiske avkastninger har vært svært gode, men vi kan ikke legge til grunn at disse vil vedvare. Vi har derfor størst tillitt til det framoverskuende estimatet, som tilsier at forventet årlig realavkastning for SPNs indeks er 3,4 prosent (basert på Euroområdet). Faktisk aksjeandel vil imidlertid over tid være høyere enn de strategiske vektene. Dette forholdet sannsynliggjør at faktisk realavkastning for SPN vil være høyere enn dette estimatet. Vi presiserer at dette er et punkt estimat det er beheftet stor usikkerhet med.

4. Oppsummering

Folketrygdfondet anbefaler et årlig uttak for SPN på 3 prosent. Vi anser et slikt årlig uttak å være tilstrekkelig for å håndtere utfordringene med høye eierandeler på Oslo Børs over tid.

Anbefalingen er basert på beregningstekniske forutsetninger. Dersom utviklingen blir mindre gunstig, for eksempel ved et sterkt fall i aksjemarkedet, må det vurderes å kombinere et årlig uttak med andre tiltak.

Over tid øker sannsynligheten for at eierandelene blir høye. Det tilsier at eierandelsutfordringen selv med et årlig uttak må følges opp fremover avhengig av hvordan utviklingen blir. Dersom eierandelen utvikler seg annerledes enn det som skisseres i dette brevet, vil Folketrygdfondet i tråd med § 1-6 i SPNs mandat gi råd om behov for andre tiltak enn årlige uttak.

Folketrygdfondet anser 3,4 prosent som det beste estimatet på fremtidig realavkastning for SPNs indeks.

Innføring av årlige uttak reiser også en rekke praktiske spørsmål som må håndteres. Dette er forhold som ikke er dekket i dette brevet.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet



Siri Teigum
styreleder



Kjetil Houg
adm. direktør

Referanser

Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2024). *UBS Global Return Yearbook*. UBS.

Finansdepartementet. (2017). *Meld. St. 26 (2016–2017): Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016*. Oslo.

Finansdepartementet. (2024). *Meld. St. 22 (2023–2024): Statens pensjonsfond 2024*. Oslo.

NBIM. (2022). *Expected return on a multi-asset portfolio*. Oslo: Norges Bank Investment Management.