

Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref
25/3586-

Dato
6. juni 2025

Gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Finansdepartementet gjennomgår regelmessig Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland (fondet). I tråd med etablert praksis legger departementet opp til at en ny gjennomgang skal legges frem i den årlige stortingsmeldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond våren 2026. I den forbindelse ber departementet om at Norges Bank bidrar med analyser og vurderinger.

1. Risiko og utnyttelse av rammer

Rammen for forventet relativ volatilitet er sentral for å styre nivået på markedsrisiko i forvaltningen av SPU. Rammen ble sist justert i 2016 da den ble økt fra 1 prosentenhet til 1,25 prosentenheter, og er siden holdt uendret, jf. forrige gjennomgang omtalt i Meld. St. 9 (2021–2022). Det er delegert til Norges Bank å bestemme utnyttelsen av rammen.

Departementet ber Norges Bank:

- redegjøre for risikoen som er tatt i den aktive forvaltningen av SPU, herunder prinsipper for og vurderinger av utviklingen i utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, samt utviklingen i annen risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av dette risikomålet inkludert ekstremavviksrisiko, jf. mandatet § 2-5 første ledd. Redegjørelsen skal synliggjøre forhold som er relevante for utnyttelsen av risikorammene, herunder endringer i henholdsvis investeringsporteføljen og markedssituasjonen,
- belyse hvordan fondets relative resultater vil kunne utvikle seg ved store markedsbevegelser, og

- vurdere om størrelsen på dagens ramme for avvik er tilpasset Norges Banks forvaltning og forvaltningsstrategier.

2. Resultater

Fondets strategiske referanseindeks består av 70 pst. av referanseindeksen for aksjer og 30 pst. av referanseindeksen for obligasjoner. Fondet har ingen strategisk vekt i henholdsvis unotert eiendom eller unotert infrastruktur for fornybar energi, men Norges Bank kan investere i slike eiendeler som del av den aktive forvaltningen.

For å finansiere slike investeringer selger banken et utvalg aksjer og/eller obligasjoner fra fondets referanseindeks. Banken konstruerer så interne referanseindekser for aksje- og obligasjonsforvaltningen uten disse aksjene og obligasjonene. Fondet forvaltes i stor grad indeksnært. Endringer i referanseindeksene gjenspeiles derfor i fondets faktiske investeringer. Avkastningen til henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen vil derfor til en viss grad påvirkes av hvilke aksjer og obligasjoner banken velger å selge for å finansiere investeringer i eiendom og unotert infrastruktur.

Departementet ber Norges Bank legge frem:

- analyser og vurderinger av oppnådde resultater i forvaltningen av SPU for perioden siden 1998, og for ulike delperioder for:
 - investeringsporteføljen samlet
 - aksje- og obligasjonsporteføljene separat. Måling av differanseavkastning for aksje- og obligasjonsporteføljene skal, som et minimum, gjøres mot referanseindeksene fastsatt av departementet. Differanseavkastningen som skyldes finansieringen av eiendom og infrastruktur for fornybar energi skal fremkomme særskilt, og
- oppdaterte analyser av verdiskapingen ved aktiv forvaltning, der brutto meravkastning er justert for relevante kostnads- og inntektskomponenter.

3. Norges Banks investeringsstrategier

Departementet viser til at Norges Bank historisk har benyttet tre hovedstrategier i forvaltningen av SPU: allokering, verdipapirseleksjon og markedseksponering.

Departementet ber Norges Bank:

- legge frem vurderinger av oppnådde resultater, herunder bidrag til differanseavkastningen, utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet, forventet ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader for:
 - bankens hovedstrategier innen aksje- og obligasjonsforvaltningen
 - investeringsstrategier innen aksje- og obligasjonsforvaltningen under hovedstrategiene som vektlegges i utnyttelsen av enkeltrammer,

- gjøre grundig rede for resultatene brutt ned på de ulike strategiene,
- gjøre grundig rede for sammensetningen av eventuelle interne referanseindekser som strategienes avkastning måles mot,
- gjøre rede for hvordan bankens ulike investeringsstrategier utnytter fondets særtrekk eller forvalters opparbeide fortrinn, hvordan de utfyller og påvirker hverandre, og om det er eventuelle synergier mellom dem, samt hvilke evalueringshorisonter som legges til grunn for disse strategiene,
- beskrive organiseringen av og beslutningsprosessene for bankens ulike investeringsstrategier, herunder allokeringsposisjoner, sektorposisjoner og verdipapirseleksjon.

4. Eiendomsforvaltningen

Det er åpnet for at Norges Bank kan investere fondet i unotert eiendom som en del av den aktive forvaltningen. Slike investeringer finansieres ved å selge aksjer og/eller obligasjoner fra fondets referanseindeks. Banken har som en del av eiendomsforvaltningen valgt å investere i noterte eiendomsaksjer i et større omfang enn det som følger av referanseindeksen for aksjer. Også slike investeringer finansieres ved å selge aksjer og obligasjoner.

Metoden for verdsettelse av unotert eiendom medfører at avkastningen er forskjøvet og glattet over tid sammenlignet med avkastningen av aksjer og obligasjoner. Det innebærer at verdisvingninger beregnet fra månedlige eller kvartalsvise avkastningstall vil kunne undervurdere den faktiske, langsiktige risikoen. Departementet ber banken søke å korrigere for dette i analysene under.

Banken oppgir i gjeldende strategiplan at den investerer i eiendom for å oppnå bedre diversifisering. Samtidig er det overordnede målet for forvaltningen av SPU å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.

Departementet ber Norges Bank evaluere strategien for og innretningen av eiendomsforvaltningen, herunder:

- analysere og vurdere oppnådde resultater i eiendomsforvaltningen samlet og for unoterte og noterte eiendomsinvesteringer separat, mot relevante mål,
- sammenligne risikoen i fondets eiendomsinvesteringer samlet, og for unotert og notert eiendom hver for seg, med bankens valgte finansiering,
- analysere hvordan eiendomsinvesteringene samlet og noterte og unoterte eiendomsinvesteringer hver for seg, samt finansieringen av slike investeringer, har påvirket fondets samlede avkastning og risiko, og

- gjøre rede for hvordan eiendomsforvaltningen og den tilhørende finansieringen bidrar til å øke fondets forventede avkastning.

Norges Bank investerer i både notert og unotert eiendom under en samlet strategi. De noterte og unoterte eiendomsporteføljene har ulik sammensetning og verdsettes på ulike måter, noe som kan bidra til store avvik i resultatene mellom den noterte og unoterte eiendomsporteføljen.

Departementet ber Norges Bank:

- gi en utfyllende redegjørelse for hvorfor det oppstår store forskjeller i avkastningen av den noterte og unoterte eiendomsporteføljen, og
- analysere og vurdere hvordan disse forskjellene historisk har utviklet seg i fondets eiendomsportefølje, og drøfte hvordan forskjellene forventes å utvikle seg over tid.

5. Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi

Mandatet fra departementet åpner for at Norges Bank kan investere inntil to prosent av fondet i unotert infrastruktur for fornybar energi som del av den aktive forvaltningen.

Departementet ber Norges Bank:

- gjøre rede for bankens strategi for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi og
- analysere og vurdere oppnådde resultater.

6. Finansiering av eiendom og unotert infrastruktur

Referanseindeksen for SPU består av noterte aksjer og obligasjoner. Når Norges Bank investerer i eiendom eller unotert infrastruktur finansieres disse investeringene med et utvalg aksjer og/eller obligasjoner fra referanseindeksen. Avkastningen av investeringene måles også mot denne finansieringen.

Departementet ber Norges Bank:

- redegjøre for hvordan finansieringen fastsettes for eiendom (henholdsvis unotert, notert og eiendomsfond) og unotert infrastruktur for fornybar energi (henholdsvis direkteinvesteringer og indirekte investeringer gjennom fondskonstruksjoner), herunder valg av aksjeandel,
- gi en vurdering av om måten banken har valgt å finansiere eiendom og infrastruktur på er hensiktsmessig og

- redegjøre for i hvilken grad og hvor ofte finansieringen av investeringene nevnt over revurderes og eventuelt justeres.

Finansdepartementet ber om at Norges Bank oversender analyser og vurderinger senest 3. november 2025.

Med hilsen

Espen Erlandsen (e.f.)
ekspedisjonssjef

Finn Eyvind Grøndal Olsen
fagdirektør

Dokumentet er elektronisk signert og har derfor ikke håndskrevne signaturer