

Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref
21/1486 - 3

Dato
15.06.2021

Gjennomgang av Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland

I fondsmeldingen våren 2010, jf. Meld. St. 10 (2009-2010), varslet Finansdepartementet at det skal gjennomføres regelmessige gjennomganger av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland (SPU) i begynnelsen av hver stortingsperiode. En slik gjennomgang vil legges frem i fondsmeldingen våren 2022, jf. omtale i Meld. St. 24 (2020-2021). I den forbindelse ber departementet om at Norges Bank bidrar med analyser og vurderinger av gjennomføringen av forvaltningen av SPU.

Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av SPU § 1-3 stilt krav om at det skal være størst mulig grad av åpenhet innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Mandatet stiller også krav til at rapporteringen skal gi rettvise og utfyllende informasjon om bankens valg og prioriteringer, resultatene som oppnås og utnyttelsen av rammene som følger av mandatet. Åpenhet om og bred forankring av hovedlinjene i investeringsstrategien bidrar til forståelse av risikoen som tas i forvaltningen. Departementet har merket seg at Norges Bank de siste årene har økt rapporteringen om fondet betydelig, og ser dette som et positivt bidrag til åpenheten om forvaltningen av fondet.

1. Risiko og utnyttelse av rammer

Rammen for forventet relativ volatilitet er sentral for å styre nivået på markedsrisiko i forvaltningen. Rammen er justert i flere omganger, senest i 2016 da den ble økt fra 1 prosentenhet til 1,25 prosentenheter. Rammen ble holdt uendret på 1,25 prosentenheter etter forrige evaluering, som ble lagt frem i fondsmeldingen våren 2018¹. Det er Norges Bank som bestemmer hvor mye av rammen som skal utnyttes. Historisk har banken utnyttet en mindre andel av rammen.

Departementet ber Norges Bank gjøre rede for:

¹ Meld. St. 13 (2017-2018), Statens pensjonsfond 2018.

- prinsipper for og vurderinger av utviklingen i bankens utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet, samt utviklingen i øvrig risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av dette risikomålet, herunder ekstremavvikrisiko, jf. mandatet § 2-5 første ledd. Redegjørelsen bør synliggjøre forhold som er relevant for utnyttelsen av risikorammene, herunder endringer i investeringsporteføljen og endringer i markedssituasjonen.
- hvordan risiko knyttet til eksponering mot systematiske risikofaktorer styres i forvaltningen, jf. mandatet § 2-4 syvende ledd. Med systematiske risikofaktorer menes avkastningsmønstre som er egnet til å forklare utviklingen i relativ avkastning mellom verdipapirer.

2. Resultater av fondet samlet og av aksje- obligasjonsporteføljene

Forvaltningsmandatet definerer at fondets investeringsportefølje består av fire ulike delporteføljer: en aksjeportefølje, en obligasjonsportefølje, en unotert eiendomsportefølje og en unotert infrastrukturportefølje for fornybar energi. Fondets strategiske referanseindeks for investeringsporteføljen består av 70 pst. av referanseindeksen for aksjeporteføljen og 30 pst. av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen. Fondet har ingen strategisk vekt i unotert eiendom eller unotert infrastruktur for fornybar energi, men Norges Bank kan investere i slike eiendeler som del av den aktive forvaltningen. Reguleringen av unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi innebærer at differanseavkastningen i henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen påvirkes av valgt finansieringsform for investeringer i eiendom og infrastruktur.

Departementet ber Norges Bank legge frem:

- analyser og vurderinger av oppnådde resultater i forvaltningen av SPU for hele 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.
- oppdaterte analysene av verdiskapingen ved aktiv forvaltning der brutto meravkastning er justert for relevante kostnads- og inntektskomponenter

3. Norges Banks investeringsstrategier

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

Departementet ber Norges Bank:

- legge frem vurderinger av oppnådde resultater, deriblant bidrag til differanseavkastningen, utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet, forventet ekstremavvikrisiko og forvaltningskostnader for:
 - bankens hovedstrategier innen aksje- og obligasjonsforvaltningen

- investeringsstrategier innen aksje- og obligasjonsforvaltningen som vektlegges i utnyttelsen av enkeltrammer, deriblant rammen for forventet relativ volatilitet, ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader
- gi utfyllende forklaringer av hvordan resultatene brytes ned på de ulike strategiene
- gi utfyllende forklaringer på sammensetningen av eventuelle interne avkastningsmål som strategiernes differanseavkastning beregnes mot
- særskilt skille ut bidraget fra ekstern forvaltning

Eiendomsforvaltningen

Departementet viser til at fondet tidligere hadde en strategisk andel i unotert eiendom, men at dette ble endret fra og med 2017. Norges Bank kan fortsatt investere fondet i unotert eiendom, men nå som en del av den aktive forvaltningen. Slike investeringer finansieres ved å selge aksjer og/eller obligasjoner. Departementet viser videre til at banken som en del av eiendomsforvaltningen har valgt å investere i noterte eiendomsaksjer i et større omfang enn det som følger av referanseindeksen for aksjer. Banken finansierer også de noterte eiendomsinvesteringene ved å selge aksjer og obligasjoner. I gjeldende strategiplan er det oppgitt at banken investerer i eiendom for å oppnå bedre diversifisering.

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

- analysere og vurdere oppnådde resultater i eiendomsforvaltningen samlet og for unoterte og noterte eiendomsinvesteringer separat, mot relevante avkastningsmål
- gi en utfyllende beskrivelse av hvordan interne avkastningsmål er definert, dersom slike benyttes
- analysere hvordan eiendomsinvesteringene samlet og noterte og unoterte eiendomsinvesteringer hver for seg, samt finansieringen av slike investeringer, påvirker fondets samlede avkastning og risiko

Miljømandater og justeringer for statsfinansiell styrke

I forvaltningsmandatet § 2-4 åttende ledd er det fastsatt at Norges Bank skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene. Videre er det i § 4-4 fastsatt at banken skal etablere mandater for miljørelaterte investeringer. Disse bestemmelsene innebærer at banken må avvike fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Departementet ber Norges Bank om å gjøre rede for:

- erfaringene med, deriblant bidrag til differanseavkastning og forvaltningskostnader, utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet og forventet ekstremavviksrisiko for:
 - de miljørelaterte investeringsmandatene
 - justeringene i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene for å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land

4. Investeringsstrategien fremover

Departementet viser til at banken har oppdatert strategiplanen for Norges Bank Investment Management for perioden 2021-2022.

Departementet ber banken gjøre rede for:

- innretningen av de valgte hovedstrategiene fremover
- forventede bidrag til fondets avkastning og risiko fra investeringsstrategier som vektlegges i utnyttelsen av relative risikorammer
- formålet med de ulike investeringsstrategiene, herunder om strategiene ventes å bidra til fondets avkastning, sikter mot å redusere kostnader eller mot å spre risiko
- hvordan investeringsstrategiene bygger på fondets særtrekk eller forvalters opparbeidede fortrinn
- hva som er hensiktsmessig evalueringshorisont for de ulike investeringsstrategiene
- eventuelle synergier mellom de ulike investeringsstrategiene

Videre ber departementet Norges Bank om å vurdere:

- om den betydelig økte fondskapitalen over tid påvirker mulighetene for verdiskaping i den aktive forvaltningen
- om størrelsen på rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet, er tilpasset forvaltningsoppdraget

Finansdepartementet ber om at Norges Bank oversender sine planer, analyser og vurderinger senest 1. desember 2021.

Med hilsen

Espen Erlandsen e.f.
ekspedisjonssjef

Finn Eyvind Grøndal Olsen
fagdirektør

Dokumentet er elektronisk godkjent og har derfor ikke håndskrevne signaturer