

**Ekspertrådet for
Statens pensjonsfond utland**

RAPPORT 2025

Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland

RAPPORT 2025

Oslo, 23. januar 2026

Karen Helene Ulltveit-Moe

Leder

Harald Magnus Andreassen

Magnus Dahlquist

Sekretariat:

Eivind Øy og Yngvar Tveit (sekretariatsledere)

Vibeke Horn Bakken

Randi Næs

Sverre William Skagemo

Runa Urheim

Eero Tölö

Fredrik Willumsen

1 Mandat, oppdrag og sammendrag

Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (SPU) er opprettet for å gi råd og vurderinger til Finansdepartementet om investeringsstrategien for fondet, rammeverket for ansvarlig forvaltning og oppfølgingen av Norges Bank. Rådets oppdrag for 2025 er tredelt:¹

- (i) Vurdere grunnlaget for investeringsstrategien, herunder vektlegging av bred spredning av investeringene og høsting av risikopremier.
- (ii) Vurdere sammensetningen av referanseindeksen for aksjer og obligasjoner i lys av politiske og økonomiske utviklingstrekk internasjonalt.
- (iii) Foreslå et opplegg for systematiske gjennomganger av fondets strategiske veivalg.

Denne rapporten følger opp rådets oppdrag for 2025. I tråd med oppdraget er vi i denne rapporten nokså overordnet, men identifiserer noen problemstillinger vi mener bør vurderes nærmere i tiden fremover. I kapittel 2 går vi gjennom grunnlaget for investeringsstrategien, og med det som utgangspunkt ser vi nærmere på sammensetningen av referanseindeksen for aksjer og obligasjoner i lys av sentrale utviklingstrekk de senere årene. Rådet anbefaler følgende:

- Vektlegge fondets finansielle mål og rolle både i og utenfor Norge.
- Håndtere geopolitisk risiko med fortsatt bred geografisk diversifisering, men med styrket beredskap.
- Vurdere regelmessig økt diversifisering på tvers av aktivaklasser i lys av endrete internasjonale kapitalmarkeder.
- Gjennomgå prosessen for markedsgodkjenning.
- Gjennomgå markedssammensetningen i referanseindeksen for aksjer i lys av utviklingen i verdensøkonomien.
- Overvåkning av konsentrasjon på sektornivå bør prioriteres.
- Gjennomføre en helhetlig revisjon av obligasjonsindeksen, inkludert segmenter, vektning og durasjon, og vurdere om statsfinansiell risiko bør ligge i obligasjonsindeksen eller i den aktive forvaltningen.

I kapittel 3 foreslår vi et opplegg for systematiske gjennomganger av fondets strategiske veivalg. Vi er av den oppfatning at flere av de problemstillingene vi identifiserer i kapittel 2 bør inngå i disse systematiske gjennomgangene. Ettersom regjeringen har satt ned et eget utvalg som skal vurdere fondets etiske rammeverk og relevante deler av rammene for den ansvarlige forvaltningen, går vi i liten grad inn på disse områdene i denne rapporten.

¹ Mandat og oppdrag er tilgjengelig på Finansdepartementets nettside: [mandat-eksperttrad-2025.pdf](#)

2 Investeringsstrategien

2.1 Grunnlaget for investeringsstrategien

Bakgrunn

Dagens investeringsstrategi er utviklet over tid basert på fondets formål og særtrekk, faglige vurderinger med utgangspunkt i finanst teori og -empiri, og praktiske erfaringer fra forvaltningen.

Formål og mål

Formålet for fondet er at sparingen skal støtte opp under finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter og ivareta langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter slik at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode. Formålet er beskrevet i lov om Statens pensjonsfond.

Loven slår fast at målet med investeringene skal være å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig.

Statens netto petroleumsinntekter tilføres fondet, mens uttakene bestemmes av handlingsregelen for budsjettpolitikken. Gjennom handlingsregelen knyttes uttakene til den forventede realavkastningen av fondet, som er anslått til 3 pst. Ved at bare realavkastningen skal brukes over tid, får fondet en lang investeringshorisont. Samtidig legger handlingsregelen stor vekt på at uttakene skal bidra til å jevne ut svingninger i økonomien, noe som betyr at det i perioder vil være behov for større uttak enn 3 pst. fra fondet, mens det i normalår derfor bør brukes mindre enn 3 pst.

Av lov om Statens pensjonsfond følger det videre at fondet kun skal investeres utenfor Norge og i utenlandsk valuta. Dette kravet bidrar til å skjerme den norske økonomien fra høye og svingende petroleumsinntekter. Det legger til rette for forutsigbarhet i markedet for norske kroner og hindrer at sparingen i fondet i seg selv blir en kilde til ustabilitet i norsk økonomi.

Overordnede prinsipper

Gjennom lov om Statens pensjonsfond har Stortinget gitt Finansdepartementet ansvaret for å forvalte fondet. Viktige veivalg og endringer i investeringsstrategien forankres likevel alltid i Stortinget før de gjennomføres. Bred forståelse av, og aksept for, fondets avkastnings- og risikoegenskaper hos de folkevalgte er avgjørende for å kunne holde fast ved strategien også i perioder med uro i finansmarkedene og sikrer en investeringsstrategi med et langsiktig perspektiv.

Departementet har, med støtte i Stortinget, gjort flere viktige prinsipielle valg som har betydning for investeringsstrategien:

- **Fondet skal være en finansiell investor**, og investeringene skal ikke inngå som et politisk virkemiddel i utenrikspolitikken, klimapolitikken eller på andre områder. Slike formål tilgodeses som del av Stortingets samlede prioriteringer i de ordinære budsjettbehandlingene, der overføringer fra fondet i dag bidrar til å finansiere mer

enn en fjerdedel av budsjettets samlede utgifter. Fondets finansielle målsetting er avgjørende for finansieringen av den norske velferdsstaten.

- **Den operative forvaltningen skal skje på armlengdes avstand fra departementet.** Det gjøres derfor klart i mandatet at Norges Bank skal foreta investeringsbeslutninger og utøve eierrettigheter uavhengig av departementet.
- **Ansvarlig forvaltning skal være en integrert del av forvaltningen** og støtte opp under fondets finansielle målsetting.
- **Fondet skal ikke være investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer.** Dette hensynet har blitt ivaretatt gjennom retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet².
- **Det skal være stor grad av åpenhet i forvaltningen.** Det er viktig at de folkevalgte og befolkningen har tillit til rammeverket for investeringene og måten fondet forvaltes på. Åpenhet innenfor rammene av en forsvarlig forvaltning er en forutsetning for slik tillit.

Investeringspremisser

Finansdepartementet har lagt vekt på at investeringsstrategien for fondet skal være faglig forankret og tilpasset fondets særtrekk. Fondets størrelse, lange investeringshorisont og lave likviditetsbehov kan gi fortrinn og gjøre det mulig å oppnå meravkastning. Fondets størrelse kan blant annet gi stordriftsfordeler og muligheter til å forhandle frem gunstige avtaler med forvaltere, men kan også være en ulempe ved at markeder blir for små eller strategier ikke er tilstrekkelig skalerbare.

Andre særtrekk, som at fondet er statlig med sterk demokratisk forankring, kan gjøre fondet mindre egnet til å bære enkelte typer risiko, slik som omdømmerisiko.

Finansdepartementet har med utgangspunkt i vurderinger av fondets særtrekk og forståelsen av finanst teori og -empiri uttrykt noen overordnede investeringspremisser for strategien:

- **Investeringene bør være spredt bredt.** Ved å spre investeringene bredt på tvers av geografiske områder, bransjer og selskaper, gjøres porteføljen mindre sårbar for utviklingen i enkelt selskaper og -markeder, og styrker evnen til å stå imot strukturelle endringer og sjokk. En diversifisert portefølje gir et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko. Begrensninger på fondets investeringsmuligheter vil kunne gi høyere risiko, uten en tilsvarende økning i forventet avkastning.
- **Fondet bør høste risikopremier** for å oppnå en tilfredsstillende forventet avkastning over tid. Dette betyr at fondet bør være eksponert mot markedsrisiko

² Beslutninger om observasjon og utelukke er stilt i bero i påvente av utvalget som skal vurdere det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland: [Utvalg skal vurdere det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland - regjeringen.no](https://www.regjeringen.no/no/tema/utvalg-til-statens-pensjonsfond-utland/utvalg-skal-vurdere-det-etiske-rammeverket-for-statens-pensjonsfond-utland-id2547471)

eller annen systematisk risiko som kjennetegnes av brede bevegelser i markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og/eller renter.

- **Det bør være begrenset innslag av aktiv forvaltning** fordi det gjennomgående er høy konkurranse i finansmarkedene.
- **Forvaltningen skal være kostnadseffektiv.**

Faktisk investeringsstrategi

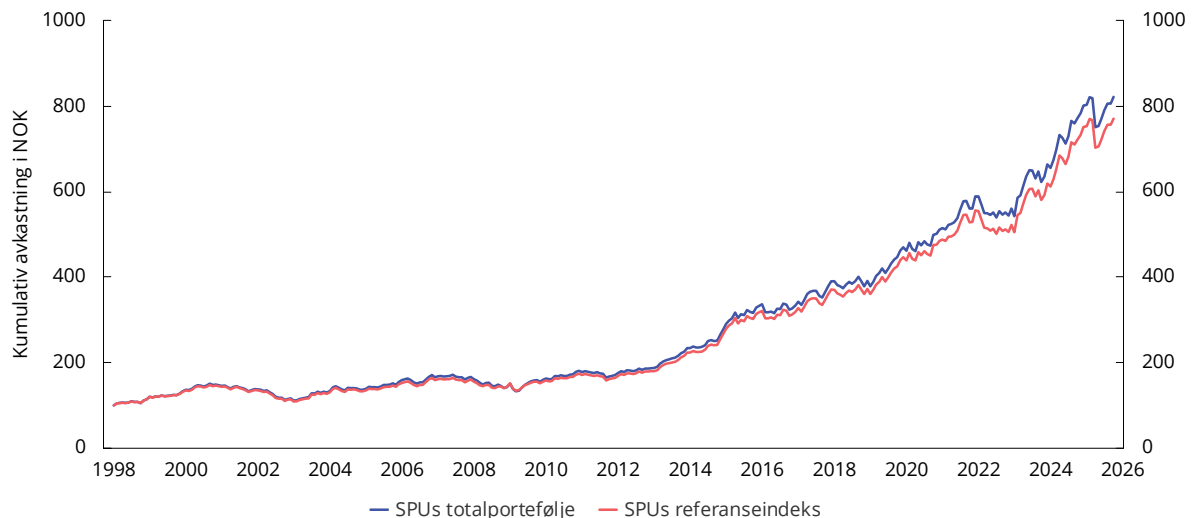
Investeringsstrategien for fondet er reflektert i en referanseindeks som Finansdepartementet har fastsatt for forvaltningen. Norges Bank kan investere utenfor referanseindeksen såfremt aktivaene er omfattet av fondets investeringsunivers slik det er angitt i forvaltningsmandatet til Norges Bank.³ Det er også fastsatt rammer for risiko, krav til ansvarlig forvaltning og andre bestemmelser i forvaltningsmandatet.

Sammensetningen av referanseindeksen utgjør den viktigste beslutningen i investeringsstrategien. Denne gir uttrykk for eiers investeringspreferanser og risikotoleranse. Referanseindeksen består av globale markedsindekser for aksjer og obligasjoner, med strategiske andeler på henholdsvis 70 og 30 pst. Regler om rebalansering sikrer at aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen ikke vil avvike mye fra den strategiske aksjeandelen Finansdepartementet har valgt.

Risikorammene i forvaltningsmandatet er begrenset og innebærer at fondet forvaltes indekxnært. Det betyr at avkastning og risiko i hovedsak bestemmes av de investeringsstrategiske valgene som tas av Finansdepartementet. Figur 2.1 illustrerer at både den langsiktige avkastningen og variasjonene i fondsverdien i all hovedsak følger av sammensetningen av referanseindeksen.⁴

³ Investeringsuniverset er definert i § 2-1 i investeringsmandatet og inkluderer i utgangspunktet alle aksjer notert på regulerte og anerkjente markedsplasser, omsettelige gjeldsinstrumenter, fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi. § 2-1 (2) spesifiserer at banken *ikke* kan plassere investeringsporteføljen i verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt av selskaper som er utelukket etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse og enkelte andre unntak.

⁴ Døskeland og Wattø Sjuve (2025) finner at mer enn 99.5 pst. av variasjonen i avkastningen til fondet kan forklares av referanseindeksen.



Figur 2.1 Kumulativ avkastning i NOK for porteføljen sammenlignet med referanseindeksen. 31.12.1997–30.9.2025. Indeks, 31.12.1997 = 100

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

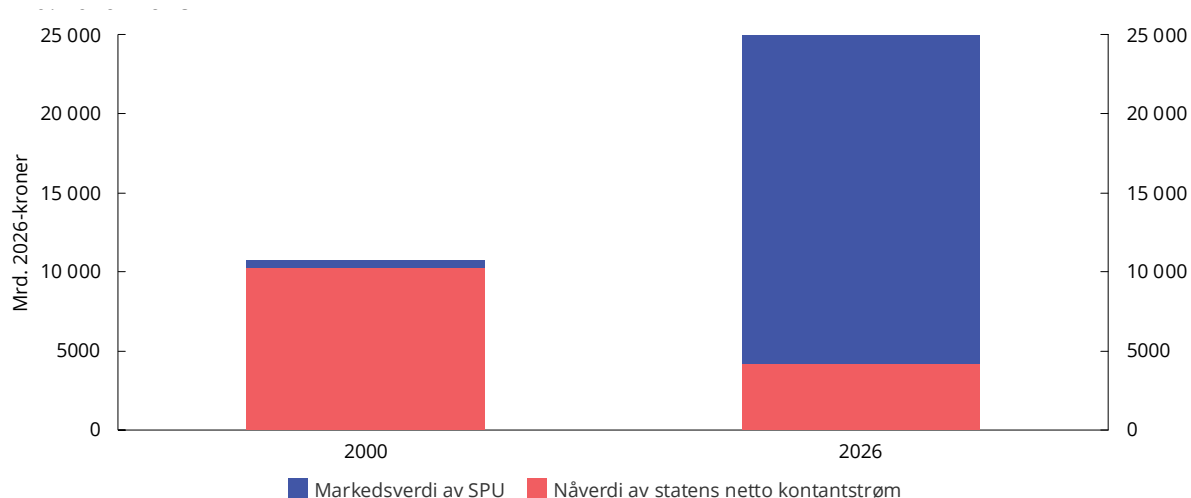
Utviklingstrekk

Rådet ønsker å løfte frem et sett av utviklingstrekk som er av relevans for prinsippene for forvaltningen og premissene for investeringsstrategien.

Fra petroleumsreserver og energiprisrisiko til finansformue og fondsavhengighet

Fondet reflekterer en omplassering av formue under havbunnen til finansformue i utlandet og at fondsverdien trolig er langt større enn nåverdien av gjenværende petroleumsreserver, se figur 2.2.

Omplasseringen av en stor del av petroleumsforekomstene til en globalt diversifisert finansportefølje innebærer at risikoen i statens samlede formue i dag er mer spredt enn da fondet ble etablert. Samtidig har fondskonstruksjonen og den kraftige veksten i formuen medført at statens inntekter fra formuen har blitt langt mer eksponert for svingninger i de globale finansmarkedene enn tidligere. Det generelle skiftet innen pensjonsordninger fra ytelsesbaserte til innskuddsbaserte ordninger har videre ført til at norske husholdninger nå har en atskillig større del av sin pensjonssparing i innskuddsbaserte ordninger med et innslag av aksjeinvesteringer. Selv om den samlede verdien av denne pensjonssparingen er liten sammenliknet med verdien av fondet, bidrar dette til å øke eksponering av norsk økonomi mot utviklingen i de globale aksjemarkedene.



Figur 2.2 Estimert nåverdi av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og verdien av fondet på ulike tidspunkter. Mrd. 2026-kroner

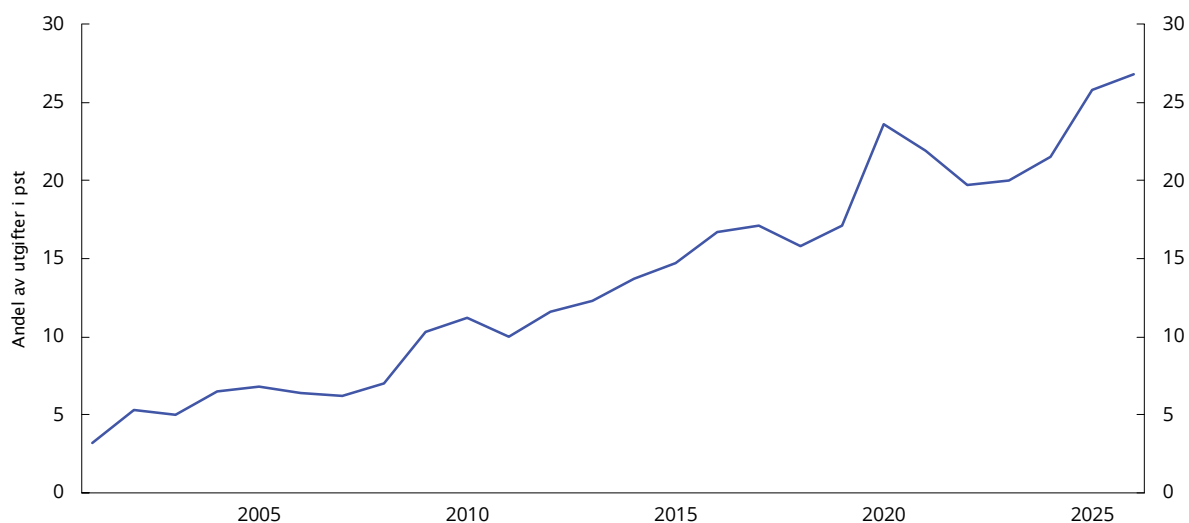
¹ Faste priser beregnes med utgangspunkt i amerikansk KPI, og analysen anvender en realdiskonteringsrente på 3 prosent for statens netto kontantstrøm.

Kilde: Finansdepartementet.

Fondet har vokst betydelig og utgjør 4,8 ganger størrelsen på fastlandsøkonomien.⁵ Overføringer fra fondet finansierer mer enn hver fjerde krone på statsbudsjettet, se figur 2.3. Fondets verdi varierer langt mer enn statens øvrige inntekter. Det betyr at hoveddelen av usikkerheten i statsbudsjettets inntekter fremover vil knytte seg til utviklingen i fondets verdi, se figur 2.4.⁶

⁵ Konjunkturtendensene, Statistisk sentralbyrå, desember 2025.

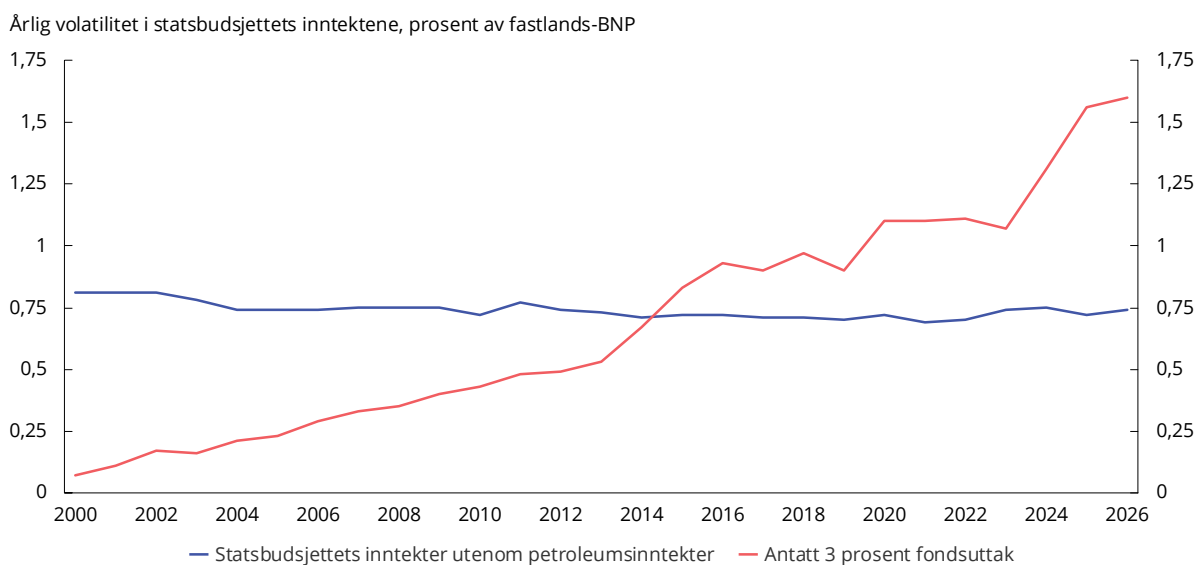
⁶ Figuren illustrerer kortsiktig usikkerhet i inntektskildene, mens en grundigere analyse er nødvendig for å ta hensyn til forskjellene mellom inntektskildene (inkludert samvariasjon med utgifter), tidsperspektivet og hvordan budsjettpolitikken håndterer disse forholdene i praksis.



Figur 2.3 Bruken av fondsmidler som andel av utgiftene i statsbudsjettet.¹ 2001–2026. Prosent

¹ Utgifter utenom petroleumsvirksomhet.

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 2.4 Usikkerhet i statsbudsjettets inntekter utenom petroleumsinntekter¹ og med antatt 3 prosent fondsuttak². 2000–2026. Årlig volatilitet, prosent av fastlands-BNP

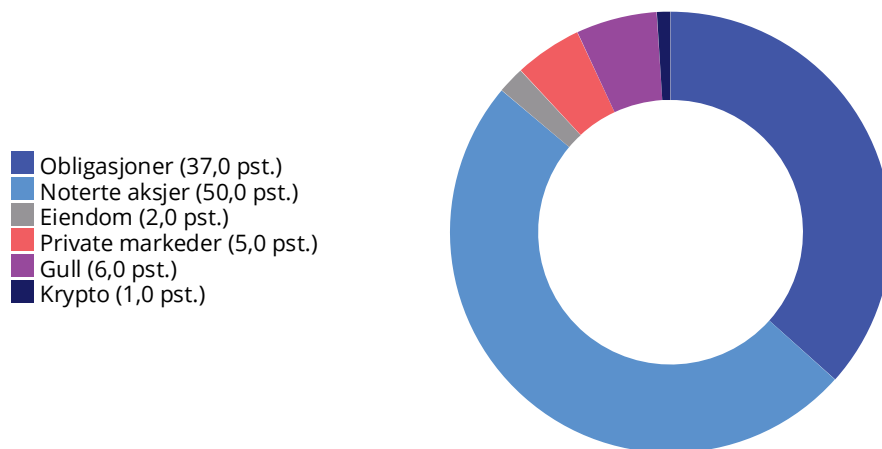
¹ Estimater bygger på statsbudsjettets inntekter eksklusive petroleumsinntekter for det aktuelle året, samt volatiliteten i fastlands-BNP målt i faste priser i perioden 1970–2024, anslått til 2,0 pst.

² Estimater er basert på fondsverdien ved inngangen til året, et antatt uttak på 3 pst., og en historisk årlig volatilitet i fondets realavkastning på 11,6 pst. i perioden 2005–2025. Kilder: Finansdepartementet og SSB.

Fondets aktivasammensetning skiller seg i økende grad fra andre fond

Et utgangspunkt for å vurdere aktivasammensetningen til fondet, vil være å sammenligne med en portefølje som gjenspeiler den gjennomsnittlige investoren i det globale kapitalmarkedet. Alternativt kan det ses hen til en gruppe med sammenlignbare fond.

Investeringsbanken Goldman Sachs har nylig søkt å tallfeste utviklingen i sammensetningen av det tilgjengelige globale kapitalmarkedet.⁷ Figur 2.5 viser anslagene på aktivasammensetningen høsten 2025. Noterte aksjer og obligasjoner er de to klart dominerende aktivaklassene, med andeler på henholdsvis 50 og 37 pst. Aktivaklassen private markeder, som her omfatter aktive eierfond⁸ og investeringer i unotert gjeld, infrastruktur og naturressurser, anslås å ha en andel på 5 pst. Det er imidlertid krevende å måle den nøyaktige andelen til unoterte aktiva, og anslag varierer over tid og i ulike studier. Sammenlignet med andre studier som er gjort, kan anslaget til Goldman Sachs synes lavt. Doeswijk m.fl. (2025) anslår at private markeder utgjorde 7,8 pst. av det totale tilgjengelige kapitalmarkedet ved utgangen av 2024.⁹



Figur 2.5 Sammensetningen av det globale tilgjengelige kapitalmarkedet i 2025.¹ Prosent

¹ Obligasjoner inkluderer stats- og selskapsobligasjoner. Eiendom dekker noterte og unoterte investeringer. Private markeder omfatter aktive eierfond samt unoterte investeringer i gjeld, infrastruktur og naturressurser. Gull ekskluderer smykkeproduksjon, og krypto består av en indeks som kombinerer de ti største kryptovalutaene.

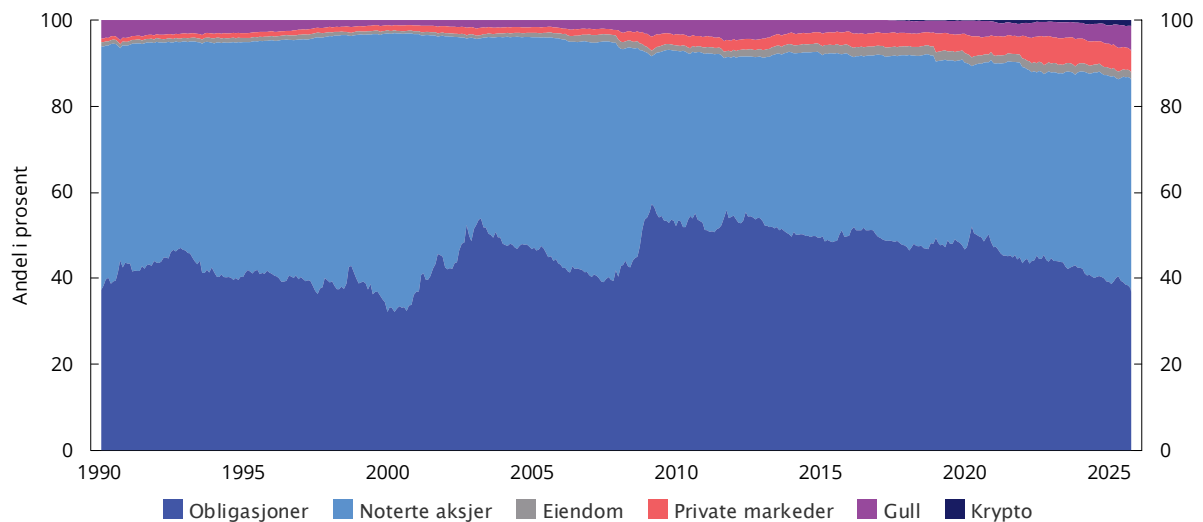
Kilde: Goldman Sachs Research Global Strategy Paper no. 74 (15.10.2025).

⁷ Beregningene er basert på globale indekser for noterte aksjer og obligasjoner, Preqin data for unoterte markeder, World Gold Council for investerbart gull og en indeks som kombinerer de ti største kryptovalutaene, se Appendix 1 i [Goldman Sachs Research Global Strategy Paper no. 74](#) (15.10.2025). Preqin definerer privat kapital som summen av investert kapital og forpliktet (ikke ennå investert) kapital.

⁸ Aktive eierfond er en vanlig norsk betegnelse på *private equity* (PE).

⁹ Se Doeswijk, R., Lam, T., and Swinkels, L., 2014, "The Global Multi-Asset Market Portfolio, 1959–2012", *Financial Analysts Journal* 70(2), pp. 26–41 og Doeswijk, R., Lam, T., and Swinkels, L., 2025, "Data update: The Global Multi-Asset Market Portfolio, 1959–2012". Erasmus University Rotterdam (EUR). Dataset. <https://doi.org/10.25397/eur.9371741>

Goldman Sachs peker på tre sentrale trender i sammensetningen av de globale kapitalmarkedene de siste 35 årene: Siden finanskrisen har andelen noterte aksjer økt betydelig relativt til obligasjonsandelen, men er likevel fortsatt lavere enn under toppnivåene på 1990-tallet, se figur 2.6. USAs andel av markedet har blitt dominerende både i aksje- og obligasjonsmarkedet. Aktivaklassen private markeder har vokst relativt til noterte aksjer og obligasjoner.



Figur 2.6. Utvikling i sammensetningen av det globale tilgjengelige kapitalmarkedet. 1.1.1990-1.10.2025. Prosent

¹ Obligasjoner inkluderer stats- og selskapsobligasjoner. Eiendom dekker noterte og unoterte investeringer. Private markeder omfatter aktive eierfond samt unoterte investeringer i gjeld, infrastruktur og naturressurser. Gull ekskluderer smykkeproduksjon, og krypto består av en indeks som kombinerer de ti største kryptovalutaene.

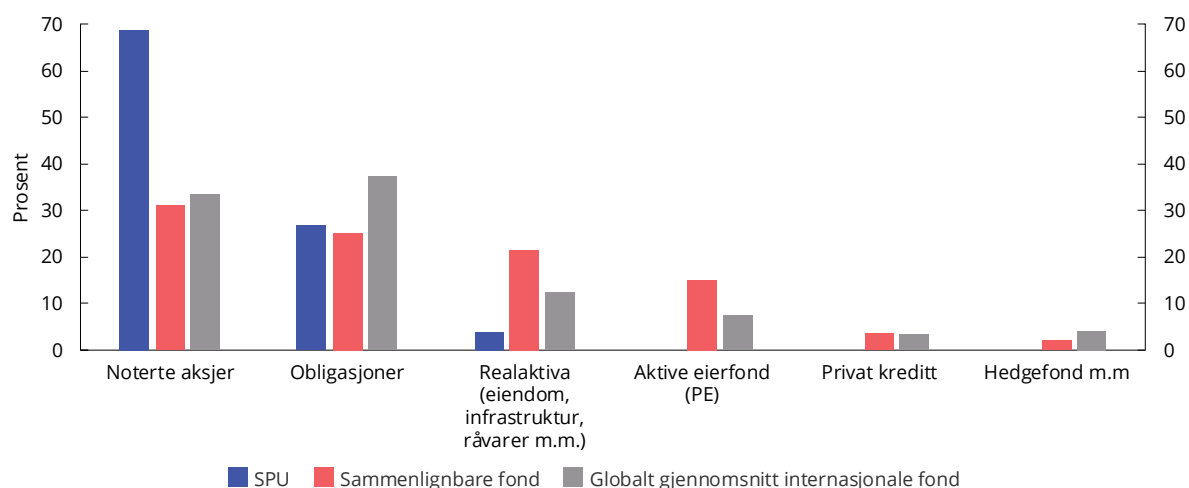
Kilde: Goldman Sachs Research Global Strategy Paper no. 74 (15.10.2025).

CEM Benchmarking Inc. utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet en årlig rapport som sammenligner fondet med andre fond internasjonalt.¹⁰ Datagrunnlaget er basert på egenrapportering fra alle fondene som kjøper denne sammenligningstjenesten.¹¹ Fondene i undersøkelsen har ulike formål, forpliktelser og forventninger til langsiktig avkastning, risikovillighet og rammer for aktiv forvaltning. Slike forskjeller påvirker sammensetningen og avkastningen av investeringene. For fondet er det definert en sammenligningsgruppe bestående av de ti største fondene i datamaterialet.¹² Figur 2.7 viser fondets aktivasammensetning sammenlignet med de internasjonale fondene i CEM databasen for 2023.

¹⁰ Se [Rapport frå CEM Benchmarking om SPU i 2023 - regjeringen.no](https://www.regjeringen.no)

¹¹ Arbeidet med innsamling av data medfører at rapportene foreligger med et betydelig tidsetterslep.

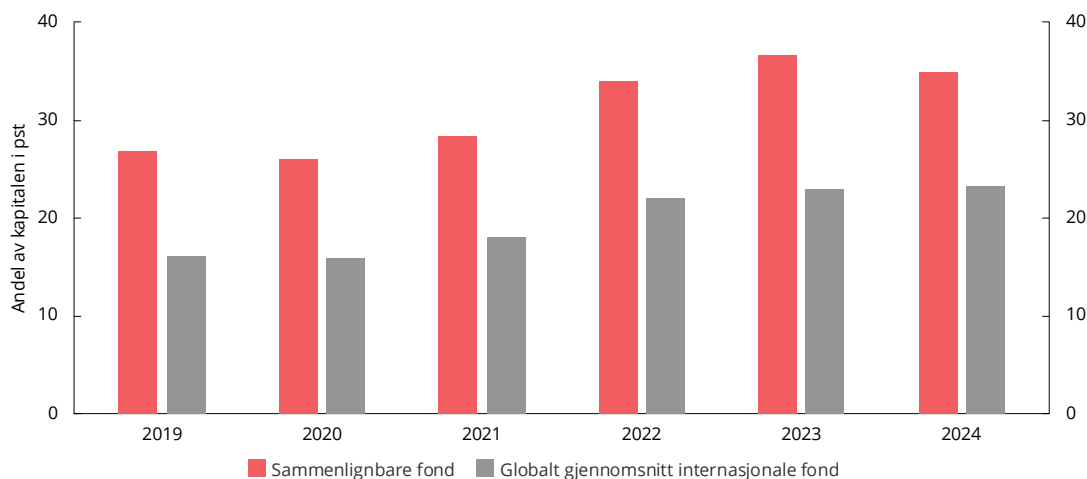
¹² Sammenligningsgruppen består av fire amerikanske fond, tre kanadiske fond, to europeiske fond og ett asiatisk fond. Identiteten til fondene er ikke offentlig tilgjengelig og heller ikke kriterier som CEM har brukt for å sette sammen gruppen utover fondenes størrelse.



Figur 2.7 Aktivasammensetning for 2023 for fondet, en gruppe bestående av de ti fondene som anses som mest sammenlignbare med fondet og et gjennomsnitt for alle fondene som inngår i CEM databasen.¹ Prosent

¹ Andelene er basert på innrapporterte tall fra de ulike fondene og det kan variere om de er beregnet som et gjennomsnitt over året eller er oppgitt som andeler ved årsslutt. Kilde: CEM Benchmarking Inc.

Fondet skiller seg fra både den gjennomsnittlige investoren i det globale kapitalmarkedet og fondene i CEM-databasen ved å ha en høy andel noterte aksjer og en lav andel unoterte investeringer. Figur 2.8 viser at fondene i CEM-databasen har økt andelene investert i unoterte aktiva over tid.¹³ I 2023 var gjennomsnittlige andeler for gruppen som helhet og fondets sammenligningsgruppe henholdsvis om lag 23 pst. og 37 pst.



Figur 2.8 Gjennomsnittlig andel av kapitalen investert i unoterte aktiva for hele gruppen av fond i CEM-databasen og en sammenligningsgruppe definert for SPU. 2019-2024. Prosent

Kilde: CEM Benchmarking Inc.

¹³ I gruppen unoterte investeringer inngår aktive eierfond, eiendom, infrastruktur og private kredittinvesteringer.

Finansdepartementets forvaltningsmandat til Norges Bank åpner i dag kun opp for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Ingen av disse aktivaklassene inngår i fondets referanseindeks, men mandatet åpner for at Norges Bank innenfor rammen av den aktive forvaltningen kan investere inntil 7 prosent av porteføljen i unotert eiendom og inntil 2 prosent av porteføljen i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Da det først ble åpnet for investeringer i unotert eiendom i 2010 ble det fastsatt en strategisk andel i referanseindeksen, og avkastningen ble målt mot en indeks av unotert eiendom (IPD-indeksen).¹⁴ Etter råd fra Norges Bank og en ekspertgruppe ble eiendom tatt ut av referanseindeksen i 2015.¹⁵

Dagens regulering av aktivaklasser i fondet bygger på prinsipper fra rammeverket kjent som *Total Portfolio Approach* (TPA). Dette rammeverket evaluerer den totale porteføljen ut fra brede risikofaktorer fremfor å se på hver aktivaklasse separat. Ett sentralt element er tydelig rollefordeling: Kapitaleier fastsetter referanseporteføljen og risikogrensene, mens forvalter skal skape meravkastning innenfor disse rammene. Flere store statlige investeringsfond benytter denne type tilnærming. Nye investeringer vurderes ut fra marginal effekt på porteføljens totale risiko, avkastning og likviditet. Ang, Brandt og Denison (2014) omtaler dette rammeverket i sin evaluering av fondets aktive forvaltning.¹⁶ Rammeverket for fondet skiller seg fra TPA blant annet ved at unoterte investeringer rammes inn av relativ volatilitet («tracking error»). Et TPA-rammeverk innebærer at markedsrisikoen (eller lignende mål på risiko) til totalporteføljen inkludert unoterte aktiva skal være lik som for referanseindeksen, og at annen type risiko styres gjennom særskilte rammer.

Geopolitiske spenninger og politisk uro

Globaliseringen av verdensøkonomien har siden tusenårsskiftet bidratt til betydelig velstandsvekst og reduksjon i fattigdom. Globaliseringen har blitt drevet frem av geopolitiske skift, teknologisk utvikling, fallende handelsbarrierer og økonomisk integrasjon. Det økonomiske tyngdepunktet er gradvis flyttet over mot fremvoksende markeder, noe som påvirker den globale maktbalansen og skaper nye investeringsmuligheter – og risikoer.

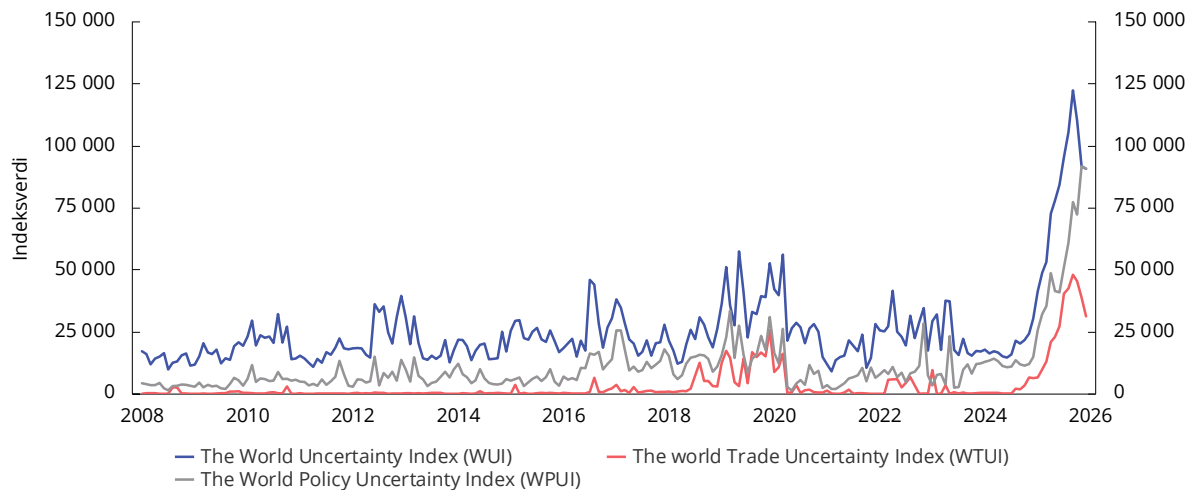
Utviklingen i retning av mer integrerte markeder og stabilitet har de siste årene – og i økende grad – blitt utfordret av geopolitiske spenninger og gir opphav til betydelig

¹⁴ Se St.meld. nr. 16 (2007–2008) og Meld. St. 10 (2009–2010)

¹⁵ Både Norges Bank og ekspertgruppen begrunnet sine råd med at en referanseindeks sammensatt av kun noterte aksjer og obligasjoner var bedre egnet som avkastningsmål enn IPD-indeksen, se Meld. St. 23 (2015–2016)

¹⁶ https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/2014/angbrandtdenison_2014.pdf

usikkerhet om verdensøkonomien, se figur 2.9. Fremveksten av nye stormakter har ført til rivalisering om innflytelse – politisk, økonomisk og militært. I økonomiske relasjoner er nasjonal sikkerhet og beredskap igjen i ferd med å bli et fremtredende hensyn. Det er sannsynlig at en mer makt- og alliansebasert verdensorden, med tettere økonomiske relasjoner mellom likesinnede land og mer begrenset samhandel med andre, vil gi mindre effektiv bruk av ressurser globalt og lavere vekst i verdensøkonomien.



Figur 2.9. Utvikling i usikkerhetsindekser for verdensøkonomien (WUI), verdenshandelen (WTUI) og global politikk (WPU).¹ 1.1.2008–31.12.2025. Indeksverdi

¹Risikoindeksene er utviklet av forskere ved IMF og Stanford University, se <https://worlduncertaintyindex.com/>. Indeksene er basert på Economist Intelligence Unit (EIU) sine kvartalsrapporter for 143 land. Indeksverdiene er beregnet som antall ganger varianter av ordet usikkerhet nevnes i landrapportene, normalisert med totalt antall ord i rapportene og multiplisert med 1000. Høyere verdier indikerer økt global usikkerhet, ofte utløst av hendelser som handelskonflikter, krig, pandemier og politisk uro. Kilde: Economist Intelligence Unit. Data er også tilgjengelig på <https://worlduncertaintyindex.com/>.

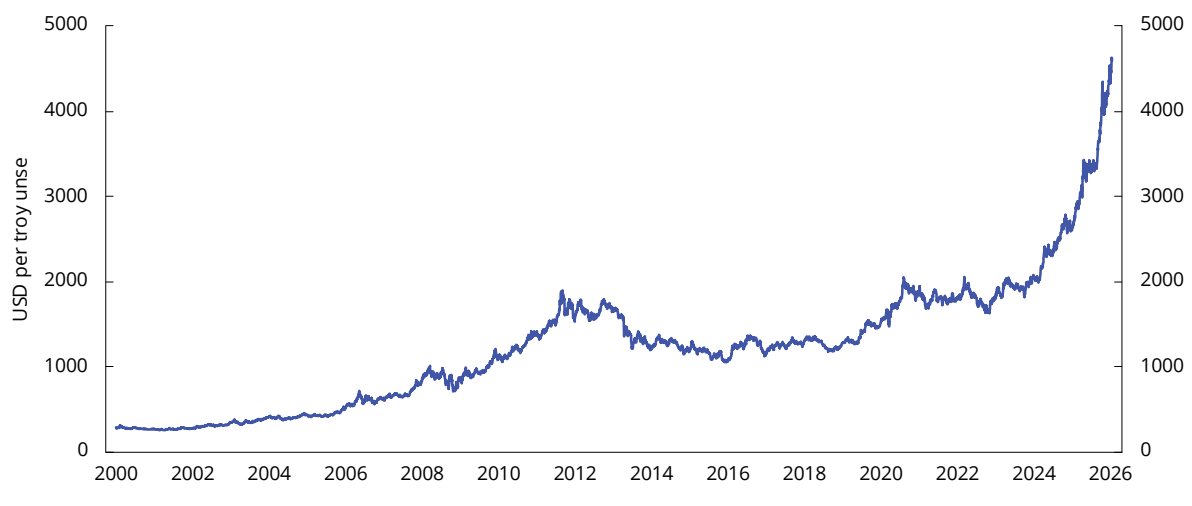
De siste årene har vi sett at virkemidler som toll, finansielle sanksjoner, og import- og eksportkontroll brukes for å nå geopolitiske mål. Dette omtales ofte som geoøkonomiske virkemidler og bidrar til økt usikkerhet om rammevilkårene for internasjonale økonomiske relasjoner, handel og investeringer – og kan få konsekvenser for fondets investeringer.

En rekke vestlige land innførte sanksjoner mot russiske myndigheter, selskaper og enkelte borgere etter at Russlands gikk til fullskala krig mot Ukraina i 2022. Russiske sentralbankmidler i Europa er frosset. Russiske myndigheter har svart ved å iverksette omfattende motsanksjoner. Fondet treffes både av sanksjonene og motsanksjonene på en måte som innebærer at mulighetene for salg av russiske verdipapirer er svært begrenset.

Russlands krig mot Ukraina er folkerettsstridig, og sanksjonene er en reaksjon på dette. I en mer fragmentert og ikke-regelbasert verdensorden, vil likevel tiltakene mot russiske midler kunne øke risikoen for at statlige valutareserver og investeringsfond får en svakere beskyttelse i land som ikke har samme syn på Russlands krigføring som norske myndigheter. Enkelte fremvoksende økonomier har uttrykt bekymring at deres investeringer i andre land kan bli utsatt for sanksjoner som følge av nye geopolitiske konflikter. Dette er blitt trukket frem som en forklaring på økt etterspørsel etter alternative investeringer, blant annet gull, som i mindre grad vil påvirkes av sanksjonsregimer, se figur 2.10.

Virkemidlene har også blitt koblet sammen på nye måter. Et eksempel er hvordan amerikanske tollsatser på importerte varer knyttes til andre lands beskatning av amerikanske teknologiselskaper eller nå også deres holdning til USAs ønske om å annektere Grønland.

Vi må påregne at nye geopolitiske spenninger og konflikter vil oppstå, og at det kan føre til nye sanksjoner, restriksjoner eller andre tiltak som kan påføre fondet tap. Denne utviklingen øker risikoen for en fragmentert global økonomi, der selskaper og investorer må navigere i et landskap med større regulatorisk usikkerhet og høyere transaksjonskostnader.



Figur 2.10. Utviklingen i gullprisen. London Bullion Market. 31.12.1999–16.1.2026. USD per troy unse

Kilde: Refinitiv.

Økt oppmerksomhet i resten av verden

Fondet har vokst raskt og er nå verdens største statlige investeringsfond. Fondet eier omtrent 1½ pst. av verdens børsnoterte aksjemarked og er blant de største investorene i mange selskaper. I tillegg foretas det investeringer i fast eiendom og infrastrukturanlegg, hvor fondets eierandeler er langt høyere enn i det noterte markedet.

Fondets betydelige størrelse blir normalt trukket frem som et særtrekk ved fondet med positive konsekvenser, for eksempel når det gjelder kostnadseffektiv forvaltning. Fondets

størrelse har imidlertid også ført til økt oppmerksomhet om fondet og hvordan det forvaltes.

Fondets etiske utelukkelse har også bidratt til oppmerksomhet. I Norge er det gjerne selskaper som for eksempel sivilsamfunnet mener bør utelukkes, som skaper engasjement og debatt. I utlandet er det derimot selskaper som faktisk blir utelukket som vekker reaksjoner – og ofte i selskapenes hjemland. Eksempler på dette er utelukkelsene av de amerikanske selskapene Walmart (2005) og Caterpillar (2025). Begge utelukkelsene vakte betydelige negative reaksjoner hos amerikanske myndigheter.

De etiske retningslinjene og den ansvarlige forvaltningen bygger på internasjonale konvensjoner og standarder fra OECD og FN. Verdigrunnlaget som disse er basert på, blir i økende grad utfordret. Dette kan få betydning for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning.

Det understrekes hyppig både av Finansdepartementet og Norges Bank at fondet utelukkende er en finansiell investor, men reaksjonene etter enkelte utelukkelse tyder likevel på at det kan være vanskelig å nå frem med dette budskapet, slik også Sverdrup-utvalget pekte på (NOU 2022:12). Ute i verden oppfattes det ikke alltid å være et skille mellom forvaltningen av fondet og den norske stat. Med økt synlighet følger også økt politisk risiko.

Rådets vurderinger

Med utgangspunkt i utviklingstrekkene skissert over identifiserer vi i det følgende noen overordnede problemstillinger som vi mener bør inngå de kommende systematiske gjennomgangene av fondets strategiske veivalg, se nærmere omtale i kapittel 3 nedenfor.

Vektlegge fondets finansielle mål

Det er bred enighet om at fondets investeringer ikke skal være et politisk virkemiddel, og at politiske formål skal tilgodeses gjennom de ordinære budsjettbehandlingene. Til tross for fondets overordnede finansielle formål og den økte avhengigheten av fondet for å finansiere statens utgifter, har oppmerksomheten om fondet i samfunnsdebatten i økende grad blitt rettet mot den ansvarlige forvaltningen snarere enn mot de finansielle resultatene. Samtidig fremmes det stadig forslag i den offentlige debatten, som handler om å gi fondet flere formål eller utvane dagens mandat.

Den økte oppmerksomheten om den ansvarlige forvaltningen snarere enn fondets finansielle formål speiler gjerne de gode finansielle resultatene fondet har oppnådd over de siste årene, og en forventning om at dette vil fortsette – til tross for at både Finansdepartementet og Norges Bank har søkt å understreke at dette ikke kan tas for gitt.

Oppmerksomheten kan imidlertid også speile fondets betydelige og synlige aktivitet i den ansvarlige forvaltningen. Norges Banks omfattende årlige rapportering om denne virksomheten kan i seg selv ha bidratt til økt fokus på den ansvarlige forvaltningen og potensialet for hva den kan utrette. Rådet mener det er viktig at fondets finansielle formål tillegges tilstrekkelig vekt og oppmerksomhet, og at Norges Bank og Finansdepartementet

bidrar til dette. Tilsvarende bør det legges vekt på å formidle realistiske forventninger om hva som kan oppnås gjennom den ansvarlige forvaltningen.

Økte geopolitiske spenninger og den økte oppmerksomheten om fondet, taler for at det er viktig med fokus på fondets rolle som finansiell investor også utad. Det er sannsynlig at uklarhet om fondets rolle kan gi økt politisk risiko for fondets investeringer. Ved behandlingen av stortingsmeldingen om Statens pensjonsfond våren 2025, understreket finanskomiteens flertall at «... synlighet internasjonalt innebærer en risiko for at fondet kan bli oppfattet som et uttrykk for norsk utenrikspolitikk. F l e r t a l l e t mener derfor at åpenhet og tydelig formidling av hva fondet er – og ikke er – fortsatt vil være viktig for å ivareta både fondets finansielle formål og dets legitimitet.» Rådet deler dette synet og mener at vektlegging og tydelig formidling av fondets formål også av denne grunn blir stadig viktigere.

Håndtere geopolitisk risiko med fortsatt bred geografisk diversifisering, men med styrket beredskap

Økte geopolitiske spenninger og usikkerhet innebærer at den politiske risikoen fondets investeringer er eksponert for i utlandet, øker. Samtidig har fondets størrelse og aktivitet bidratt til å gjøre det mer synlig, noe som forsterker den politiske risikoen ytterligere. Fondet kan i ytterste konsekvens komme til å bli gjenstand for skjerpet beskatning, regulatoriske inngrep og til og med konfiskering.

Men det er samtidig ingen enkel måte å håndtere denne risikoen på. Et alternativ er et mer begrenset investeringsunivers basert på en «friendshoring» tankegang. Dette kan imidlertid ha en betydelig negativ effekt på både risikospredning og avkastning. Samtidig er det en strategi som krever at det er klart hvem som er, og enda viktigere, kommer til å forbli ens venner.¹⁷ Med økt geopolitisk usikkerhet er det i seg selv usikkert.

Vårt utgangspunkt er at dagens geopolitiske spenninger er betydelige, men neppe fundamentalt forskjellige fra den geopolitisk uro vi har observert de siste 100 – 150 årene, muligens med unntak av de siste 35 årene. Ut fra finansteori er det derfor grunn til å tro at risiko for vedvarende negative effekter på realøkonomien og finansmarkedene som følge av geopolitiske spenninger og materialisering av alvorlige geopolitiske hendelser, er reflektert i markedenes risikopremier og dermed blir kompensert for. Ved de verst tenkelige utfallene, med aggressiv økonomisk krigføring eller væpnede konflikter mellom store land, vil de økonomiske og markedsmessige konsekvensene heller ikke være avgrenset til de involverte landene, men hele verdensøkonomien og finansmarkedene i de fleste land vil trolig bli rammet.

Dette taler for at geopolitisk uro ikke i seg selv er et argument for å begrense antall, og hvilke, land fondet er investert i. Begrensninger av fondets univers kan tvert imot gjøre fondet mer sårbart for slik risiko. Samtidig må fondets investeringsstrategi være i overensstemmelse med norsk utenrikspolitikk. Land som er omfattet av brede

¹⁷ På slutten av 2025 var 77.5% av fondets referanseindeks investert i NATO-land, og denne andelen øker til 88% dersom en tar med [NATOs Global Partners](#). Landene utenfor NATO og NATOs Global Partners med størst vekt i referanseindeksen er Kina, Sveits, Taiwan og India.

internasjonale sanksjoner som Norge har sluttet seg til, må tas ut av fondets referanseindeks og investeringsunivers, slik det ble gjort etter Russlands fullskala invasjon i Ukraina.

Men vi trenger samtidig økt kunnskap og forståelse av konsekvensene av økt geopolitisk usikkerhet for å kunne vurdere hvilke implikasjoner dette bør ha for styringen av fondet, risikohåndtering og diversifiseringsstrategier. Økt geopolitisk uro har gjort oss mer bevisst på politisk risiko. Finansielle risikoer diskuteres ofte i form av selskaps- eller aktivaspesifikke risikoer og markedsrisikoer. De førstnevnte kan diversifiseres og regnes derfor som ikke-systematiske, mens markedsrisikoene er systematiske og kan ikke diversifiseres bort. Politiske risikoer, derimot, er uadskillelig knyttet til regjeringer og land, og har derfor en tendens til å påvirke et stort sett med aktiva eller selskaper systematisk.

Politiske risikoer har klare kjennetegn. Politiske endringer kan være brå og svært uforutsigbare, og påvirke alle aktiva i et marked. En enkelt regjerings politikk kan også skape spillover effekter i andre markeder; for eksempel når andre regjeringer velger å iverksette den samme politikken eller gjennomfører gjengjeldelsesaksjoner. Mens finansielle risikoer ofte kan håndteres gjennom relativ rimelig rebalansering av porteføljen, kan tilpasning til politiske risikoer være vanskelig, eller til og med umulig.

Ekspertrådet mener at bruk av scenario-analyser vil være nyttig i dette arbeidet med å øke forståelse av geopolitisk risiko, og viser til at dette også ble foreslått av Sverdrup-utvalget. De skisserte problemstillingene bør videre inkluderes i den systematiske gjennomgangen av investeringsstrategien som omtales i kapittel 3.

Vurdere bredere diversifisering på tvers av aktivaklasser

Fondets investeringer skiller seg fra andre fond med en mindre del i unoterte aktiva, slik som aktive eierfond (private equity), infrastruktur og eiendom. De unoterte markedene har over tid blitt større og utgjør en betydelig del av investeringene til andre store pensjonsfond og statlige investeringsfond. Dette taler isolert sett for at Norges Bank også bør ha mulighet til å kunne investere i disse markedene. Finansdepartementets forvaltningsmandat til Norges Bank åpner i dag opp for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur for fornybar energi både gjennom direkteinvesteringer og investeringer i fonds- og selskapsstrukturer – men begrenset til inntil 7 prosent av porteføljen i unotert eiendom og inntil 2 prosent av porteføljen i unotert infrastruktur for fornybar energi. Forvaltningsmandatet åpner kun opp for en liten del av infrastrukturmarkedet og ikke for at Norges Bank kan investere generelt i infrastruktur.

Samtidig er avkastningen på investeringer i fornybar energi til en viss grad avhengig av offentlige støtteordninger og andre offentlige rammebetingelser slik at den politiske risikoen her kan være større enn for mange andre investeringer.

Det begrensede rommet for investeringer i unoterte aktiva medfører at Norges Bank får færre muligheter til å skape meravkastning. Investeringer i unoterte aktiva ble senest vurdert i 2024. I lys av utviklingen i sammensetningen av de globale kapitalmarkedene, mener vi at dette er et område departementet bør følge nøye med på og ikke vente for lenge med å gjennomgå på nytt.

Finansdepartementet bør også vurdere om reguleringen av unoterte aktiva er hensiktsmessig. De to siste eksterne gjennomgangene av Norges Banks aktive forvaltning fra Bauer et al. (2022)¹⁸ og Døskeland og Wattø Sjuve (2025)¹⁹ har begge pekt på svakheter ved dagens regulering av unoterte investeringer. Dette gjelder om allokeringsbeslutningen til eiendom bør være en del av Norges Banks aktive forvaltning og om risikoen ved slike investeringer bør være en del av rammen for relativ volatilitet.

Vi mener at det bør arbeides videre med å utvikle fondets rammeverk innenfor en «Total Portfolio Approach» (TPA)-modell. En viktig grunn til dette er at det ikke eksisterer gode indekser for unoterte investeringer som kan inngå i referanseindeksen. Indekser for unoterte investeringer, slik som eiendom, representerer i mange markeder bare en mindre andel av det totale markedet. Videre er de basert på selvrapporterte takstverdier, og ikke på priser som kan observeres i et marked. Sammensetningen og beregningsgrunnlaget er kun kjent for indeksleverandøren og det er ikke mulig å investere i alle eiendommene som inngår i indeksen for å gjenskape avkastningen av indeksen.. Dette skiller slike indekser fra de bredt sammensatte indeksene for noterte aksjer og obligasjoner, som investorer i utgangspunktet kan følge tett, og til lave kostnader. Fordi indekser for unoterte investeringer ikke er investerbare, må denne forvaltningen være aktiv, i den forstand at investoren selv må ta egne, aktive beslutninger om hvilke eiendommer man skal investere i.

Forventet avkastning og risiko vil derfor avhenge av hvilke fortrinn og ulemper Norges Bank har i de ulike markedene og av hvordan banken velger å gjennomføre investeringene. Dette taler i utgangspunktet for en Total Portfolio Approach hvor Norges Bank har muligheten til å gjøre unoterte investeringer dersom banken forventer at de gir meravkastning sammenlignet med investeringer i referanseindeksen med tilsvarende markedsrisiko. Selv om et slikt rammeverk i utgangspunktet er enkelt, er det mer krevende å operasjonalisere enn rammeverket som brukes for noterte aksjer og obligasjoner. Vi mener at departementet bør arbeide videre med å tilpasse dette rammeverket til fondet og at departementet spesielt bør vurdere bruken av relativ volatilitet som risikoramme for de unoterte investeringene.

I vurderingen av rammeverket for unoterte investeringer bør det også tas høyde for økt geopolitisk uro, skiftende rammebetingelser og regulatorisk risiko. Unoterte investeringer kan være mer utsatt fordi de kjennetegnes av høyere eierandeler, lavere likviditet og høyere transaksjonskostnader enn noterte investeringer.

2.2 Aksjeindeksen

Bakgrunn

Fondets referanseindeks for aksjer er basert på den globale aksjeindeksen FTSE Global All Cap og inkluderer land som indeksleverandøren klassifiserer som utviklede markeder,

¹⁸ Bauer, Christiansen og Døskeland, 2022, [A Review of the Active Management of Norway's Government Pension Fund Global](#).

¹⁹ Døskeland og Wattø Sjuve, 2025, [Evaluating the Performance of Active Management in Norway's Sovereign Wealth Fund \(GPFG\)](#).

avanserte fremvoksende markeder eller sekundære fremvoksende markeder. En markedsvektet indeks gir en bred representasjon av de økonomiske verdiene til selskapene og fanger opp utviklingstrekk i økonomiens virkemåte og markedene.

Selv om FTSE Global All Cap indeksen tar utgangspunkt i selskapenes markedsverdier, gjør indeksleverandøren flere tilpasninger. En viktig tilpasning er at selskapenes markedsverdi i indeksen kun inkluderer den andelen av markedskapitaliseringen som antas å være løpende omsettelig, såkalt fri flyt justering.²⁰ Formålet med justeringene som foretas er at investorer skal kunne følge indeksen tett og til lave kostnader. Ved utformingen av fondets referanseindeks for aksjer har Finansdepartementet i tillegg gjort flere tilpasninger relativt til den underliggende FTSE indeksen:²¹

- *Regionale justeringsfaktorer:* Justeringsfaktorene gjør at fondets referanseindeks har en høyere andel utviklede markeder i Europa, og en lavere andel utviklede markeder i Nord-Amerika (USA og Canada) enn det som følger av den fri flytjusterte FTSE indeksen. Historisk ble valutarisiko tillagt stor vekt i vurderingen av regionsammensetningen, noe som innebar at Europa utgjorde 50 pst. av referanseindeksen.²² Etter innføringen av justeringsfaktorene i 2012 ble Europa-andelen redusert i retning av de globale markedsvektene for Europa (justert for fri flyt).²³ Justeringsfaktorene bygger på en antagelse om at geografiske regioner er relevant for styring av risikoen i indeksen og ble sist vurdert i Fondsmeldingen 2020.²⁴ Europa-andelen ble da ytterligere nedjustert, mens andelen investert i utviklede markeder i Nord Amerika ble økt, men den er fortsatt om lag 10 pst lavere enn det som ville følge av fri-flyt justerte markedsvekter.²⁵
- *Energiaksjer:* Finansdepartementet besluttet i 2019 å ta oljeselskaper hvor olje- og gassproduksjon er en vesentlig del av aktiviteten (oppstrømsselskaper) ut av

²⁰ Friflytjustert markedsverdi beregnes som den totale markedskapitaliseringen av et notert selskap, fratrullet verdien av aksjer som kontrolleres av strategiske eiere. Friflytjustert markedsverdi representerer således den andelen av aksjene i det aktuelle selskapet som er tilgjengelig for kjøp og salg i markedet.

²¹ Kapittel 2 i Meld. St. 22 (2024–2025) for en nærmere beskrivelse av sammensetningen av referanseindeksen for aksjer.

²² Frem til 2012 hadde referanseindeksen en fast geografisk fordeling basert på sammensetningen av norsk import.

²³ Se Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011.

²⁴ Meld. St. 32 (2019–2020) Statens pensjonsfond 2020.

²⁵ Indeksleverandørens fri-flytjustering innebærer at konsentrasjonen i utviklede markeder i Nord Amerika er vesentlig høyere enn det som følger av selskapenes fulle markedsvekter, som er det teoretisk foretrukne prinsippet for sammensetning av en global aksjeindeks.

referanseindeksen og investeringsuniverset, for slik å redusere samlet oljeprisrisiko i statens formue, og med det i norsk økonomi.²⁶

- *Landsammensetningen:* I Fondsmeldingen 2021²⁷ la Finansdepartementet opp til at nye markeder ikke lenger løpende skal inkluderes i referanseindeksen, og pekte på at inkludering av nye markeder bør vurderes i forbindelse med fremtidige, brede gjennomganger av rammene for og sammensetningen av referanseindeksen. Som følge av dette inngår Saudi-Arabia, Romania og Island²⁸ i dag i den underliggende FTSE Global All Cap indeksen, men ikke i fondets referanseindeks.
- *Antall små selskaper:* Finansdepartementet besluttet i 2021 å gå fra en markedsdekning i FTSE indeksen på 98 pst. til en mer skreddersydd indeks med 96 pst. markedsdekning.²⁹ I 2025 ble det i tillegg besluttet å ta ut alle små selskaper fra delindeksen for fremvoksende markeder.³⁰ Bakgrunnen for beslutningene var ønsket om å redusere kompleksiteten i forvaltningen samt analyser som indikerte at effekten på forventet avkastning og risiko av reduksjonen i antallet selskaper som ble foreslåttville være liten, idet de minste selskapene utgjorde en svært liten del av den samlede markedsverdien.
- *Etiske utelukkelse:* Ved utgangen av første halvår 2025 var 180 selskaper tilsvarende i underkant av 3 pst. av verdien av referanseindeksen for aksjer (med 96 pst dekning av den underliggende FTSE indeksen) utelukket som følge av beslutninger basert på retningslinjene for observasjon og utelukkelse.

Utviklingstrekk

Globaliseringen av verdensøkonomien har hatt store positive konsekvenser for selskapenes muligheter for internasjonalisering av verdikjeder og markedsadgang, investorenes tilgang til ulike kapitalmarkeder, og sammensetningen av det internasjonale aksjemarkedet.

²⁶ Meld. St. 20 (2018–2019) Statens pensjonsfond 2019 og Meld. St. 14 (2018–2019) Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland.

²⁷ Meld. St. 24 (2020–2021)

²⁸ Disse markedene er av indeksleverandøren klassifisert som sekundære fremvoksende markeder og inngår i FTSE Global All Cap.

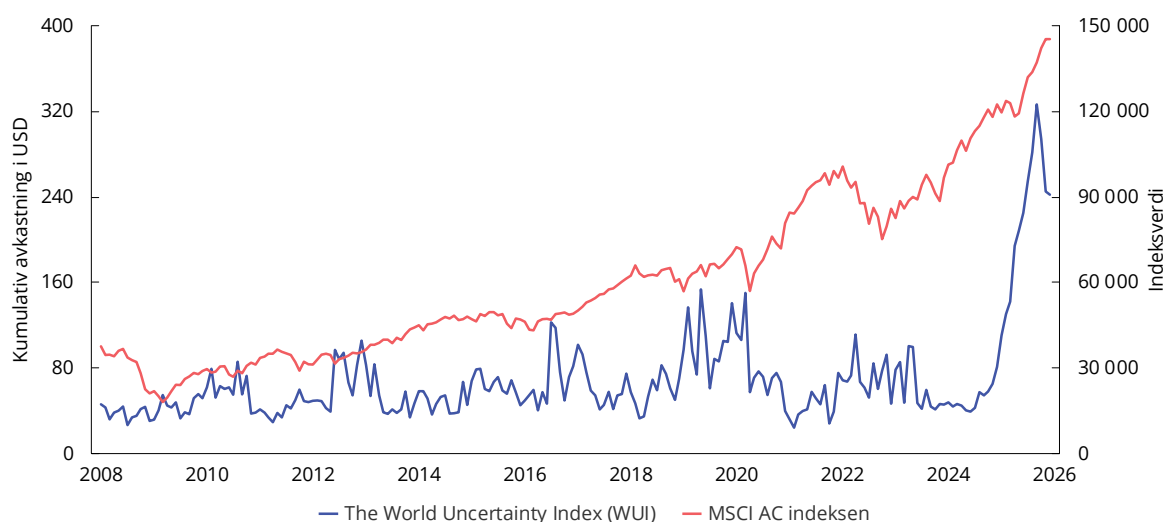
²⁹ Meld. St. 24 (2020–2021)

³⁰ Meld. St. 22 (2024–2025)

Geopolitiske spenninger og politisk uro kan være i ferd med å bremse denne utviklingen. For vestlige selskapers omsetningstall har vi så langt ikke sett tegn til at globaliseringen har bremsset opp. Økt bruk av virkemidler som toll, finansielle sanksjoner og eksportkontroller eller andre direkte inngrep mot bedriftene for å oppnå geopolitiske eller økonomiske målsettinger kan imidlertid ramme aksjemarkedene gjennom forstyrrelser i verdikjeder, kostnadsstrukturer og inntjening.³¹ Effektene av slike tiltak er ofte asymmetriske, hvor enkelte sektorer og regioner rammes hardere enn andre, noe som kan utløse reallokering av kapital og økt markedsvolatilitet. Resultatet kan bli et mer komplekst og uforutsigbart landskap både for investorer og selskaper.

Til tross for økende geopolitiske spenninger og politisk uro har aksjemarkedet steget markant de siste årene, se figur 2.11. Dette illustrerer at geopolitikk kun er en av mange faktorer investorer er eksponert mot i de globale finansmarkedene og at det er vanskelig å isolere effekter av endringer i geopolitisk risiko fra effektene av andre endringer.

Gjennom det siste århundret ville en global aksjeportefølje lik fondets med bred geografisk diversifisering bidratt til en årlig langsiktig realavkastning på over 5 prosent, til tross for materialisering av stor landspesifikk- og geopolitisk risiko.³²



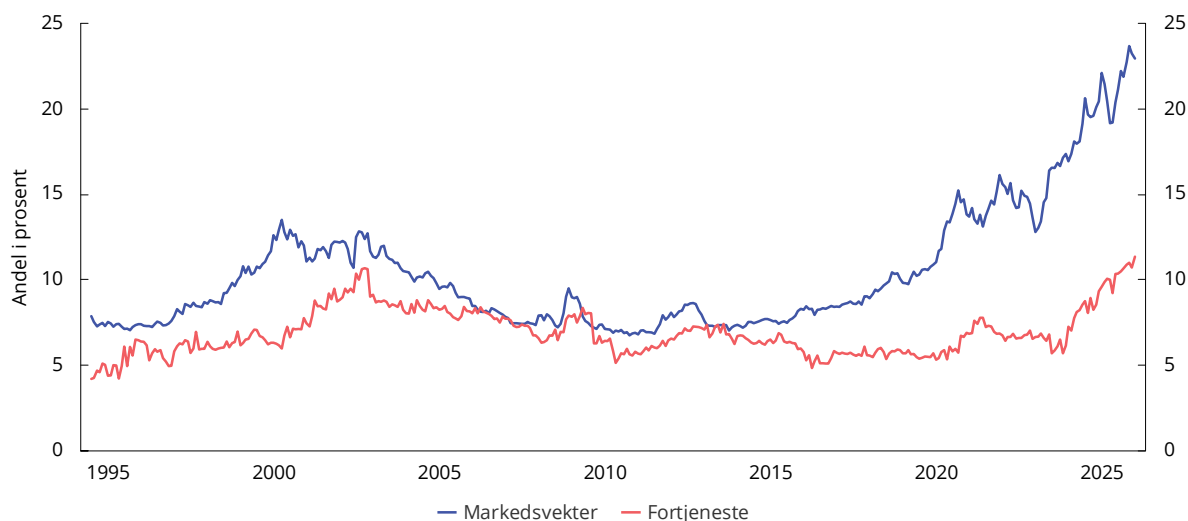
Figur 2.11 Det globale aksjemarkedet (venstre akse) og geopolitiske spenninger (høyre akse).¹ 1.1.2008–31.12.2025. Indeks for kumulativ avkastning i USD, 31.12.2007 = 100 og indeksverdi

¹ Figuren viser utviklingen i totalavkastningen til den globale verdensindeksen MSCI AC og risikoindeksen WUI (jf. notene i figur 2.9).

Kilder: Economist Intelligence Unit og MSCI.

³¹ Christopher Clayton, Antonio Coppola, Matteo Maggiori, and Jesse Schreger, "Goeconomic Pressure," NBER Working Paper 34020 (2025), <https://doi.org/10.3386/w34020>.

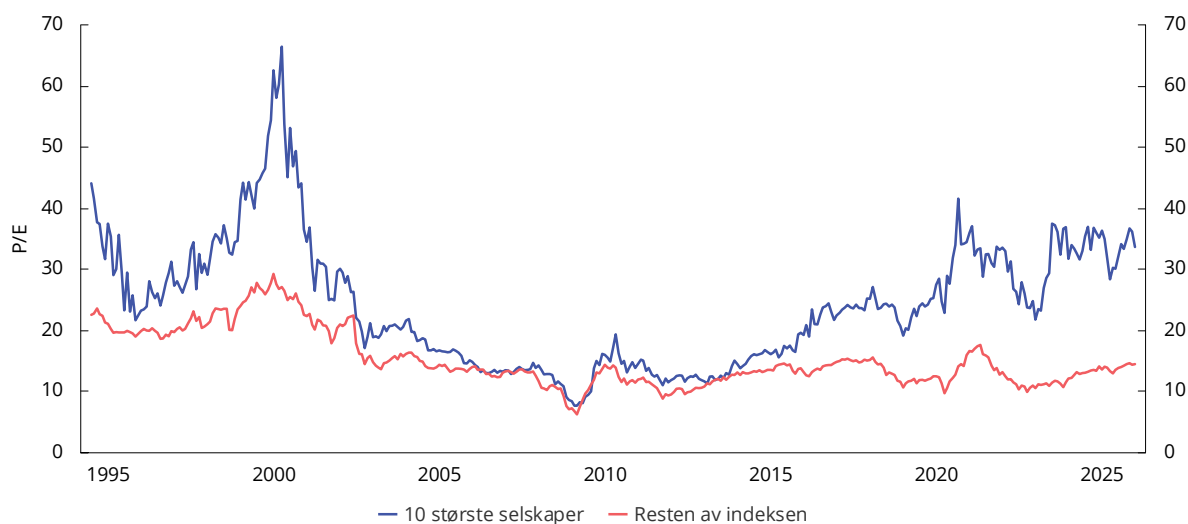
³² Se vedlegg 5 i NOU 2022:12 *Fondet i en brytningstid*.



Figur 2.12 Konsentrasjon i markedsvekter og fortjeneste.¹ 30.6.1994–31.12.2025. Prosent

¹ Figuren viser de 10 største selskaperes andel av markedsvekter og fortjeneste for MSCIs ACWI IMI-indeks. Fortjeneste er rullende siste tolv måneders fortjeneste etter at selskaper med negativ fortjeneste er tatt ut.

Kilder: NBIM og MSCI.



Figur 2.13 Verdsettelsen av de ti største selskapene i MSCI ACWI IMI indeksen sammenlignet med verdsettelsen av de resterende selskapene i indeksen.¹ 30.6.1994–31.12.2025. P/E

¹ Verdsettelse er målt ved forholdstallet mellom pris og fortjeneste (P/E). Fortjeneste er målt ved rullende siste tolv måneders fortjeneste etter at selskaper med negativ fortjeneste er tatt ut.

Kilder: NBIM og MSCI.

Et annet utviklingstrekk er større konsentrasjon i referanseindeksen, spesielt knyttet til store amerikanske teknologiselskaper. Selskapene har i flere år hatt en sterk vekst i overskuddene og høy lønnsomhet, se figur 2.12. I tillegg har forventninger om fortsatt rask inntektsvekst bidratt til at verdsettelsen av de store selskapene, målt ved f.eks.

aksjekursene i forhold til den faktiske inntjeningen i selskapene, har blitt høy, se figur 2.13. Endringer i markedsstruktur og teknologisk innovasjon – særlig innen digitale plattformer og kunstig intelligens (KI) – har bidratt til denne utviklingen.

Effekten for realøkonomien og dermed for avkastningen av fondets investeringer vil på lang sikt avhenge av hvor mye KI kan løfte den samlede produktivitsveksten over tid, og dette igjen avhenger om selskapene får avkastning på sine investeringer. At de store selskapene får avkastning for investeringene de nå gjør fordrer at disse omsettes til inntektsgenerende applikasjoner og lønnsomme forretningsmodeller. Dette skaper risiko for feilallokering og tap i enkeltelskaper, samtidig som potensialet for store gevinster for de selskapene som lykkes er betydelig. Økende konkurranse kan samtidig presse marginene. Regulatoriske inngrep mot markedsrett, herunder økt skattlegging og politisk press kan også svekke selskapenes lønnsomhet. I tillegg har KI en strategisk dimensjon – teknologisk kapasitet er tett knyttet til militær slagkraft, noe som gjør at stormaktrivalisering allerede påvirker utviklingen og kan komme til å gjøre dette i økende grad i tiden fremover, med både positive og negative konsekvenser for selskapene og deres investeringer.

Rådets vurderinger

Gjennomgå prosessen for markedsgodkjenning

Som pekt på under vurderingene i avsnitt 2.1, mener vi at geopolitisk uro ikke i seg selv er et argument for å begrense hvilke land fondet er investert i, og at begrensninger av fondets univers tvert imot kan gjøre fondet mer sårbart. At geopolitisk risiko prises av markedene, vil imidlertid ikke si at slik risiko ikke må hensyntas i forvaltningen.

Fra et investorperspektiv skjer tilpasningen til geopolitisk risiko på flere nivåer. Internasjonale selskaper vurderer løpende geopolitisk risiko for sin virksomhet. Selskapene har en rekke virkemidler for å håndtere denne risikoen, herunder tilpasning av verdikjeder, valg av leverandører og markeder, samt at de kan benytte det finansielle systemet til å omfordele slik risiko. Tiltakene til selskapene utgjør derfor det naturlige og mest effektive «førstelinjeforsvaret» for fondet i håndteringen av risiko tilknyttet den geopolitiske utviklingen.

Når det gjelder risiko knyttet til markedsplassene som sådan, gjennomfører indeksleverandøren for fondet, FTSE Russell, årlige vurderinger av land og har fastsatt en rekke kriterier som land må oppfylle for å kvalifisere til inkludering i ulike indekser, se boks 2.1. Indeksleverandørens sammensetning av de underliggende indeksene for fondets referanseindeks utgjør fondets «andrelinjeforsvar».

I styringsmodellen er det etablert en egen prosess der Norges Banks hovedstyre må godkjenne alle markeder som fondsmidlene investeres i. Denne godkjenningen komplementerer indeksleverandørens vurderinger og klassifiseringer. For et stort statlig eiet fond kan for eksempel risikoen for at enkelte markeder ikke blir investerbare som følge av sanksjoner, skattlegging, ekspropriasjon eller andre regulatoriske inngrep, være annerledes enn for andre investorer.

Dersom Norges Banks hovedstyre ikke godkjenner et marked som inngår i referanseindeksen, vil dette trekke på rammen for relativ volatilitet. Dagens regulering innebærer derfor at det vil være utfordrende for banken ikke å godkjenne større markeder som inngår i indeksen. I et tenkt tilfelle der Norges Bank vurderer at et større marked i aksjeindeksen ikke bør godkjennes, vil banken måtte gi råd til departementet om å ta dette markedet ut av referanseindeksen. En slik prosess vil kunne være tidkrevende, i tillegg til at det kan være politisk følsomt. Dersom Finansdepartementet aktivt velger å ta et marked ut av referanseindeksen, vil dette i andre land kunne oppfattes som en del av norsk utenrikspolitikk.

Dagens ordning har således noen utfordringer. At beslutninger om å ikke godkjenne et marked kan være følsomt, kommer man ikke unna, uavhengig av hvem som fatter beslutningen; samtidig er det viktig med en klar ansvarsdeling. Rådet anbefaler at man tydeliggjør ansvarsdelingen mellom finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre knyttet til markedsgodkjenning, herunder hvilke valg som er delegert til indeksleverandøren.

Med økte geopolitiske spenninger ser vi tegn til at indeksleverandørene kan bli gjenstand for politisk press i utformingen av indeksene. Dette kan svekke fondets «andrelinjeforsvar». Dette er også et forhold som bør adresseres i en gjennomgang av prosessen for markedsgodkjennelse.

Vurdere markedssammensetningen i referanseindeksen

Som vi allerede har understreket i avsnitt 2.1 mener rådet at i møte med økte geopolitiske spenninger blir det om noe enda viktigere med en geografisk diversifisert portefølje, og at det derfor blir enda viktigere å sikre at fondets referanseindeks legger opp til tilstrekkelig diversifisering. Rådet mener derfor at departementet bør foreta en bredere gjennomgang av markedssammensetningen i referanseindeksen.

Indeksen er i dag frosset slik at nye markeder ikke vil bli inkludert selv om de skulle komme inn i den underliggende indeksen FTSE Global All Cap, som referanseindeksen er basert på. Dersom en venter for lenge med slike gjennomganger, kan en risikere at referanseindeksen for aksjer ikke fanger opp viktige utviklingstrekk i verdensøkonomien.

Overvåkning av konsentrasjonsrisiko på sektornivå bør prioriteres

I de senere årene har verdsettelsen av teknologiselskapene i USA økt betydelig, se figur 2.12. Dette har utløst en debatt om prisingen av disse selskapene faktisk speiler de underliggende verdiene. Flere har trukket paralleller til den såkalte IT-boblen ved årtusenskiftet.

Få og store selskaper i indeksen betyr ikke nødvendigvis at indeksen gir mindre diversifikasjon. Mange av de ledende teknologiselskapene har brede plattformer som dekker ulike teknologier og markeder, både produktmessig og geografisk, noe som gir diversifiserte inntektskilder. Teknologisk innovasjon og de tilknyttede store investeringene kan gi betydelig vekst, men innebærer også stor risiko. Historien viser at

det har vært flere episoder med store opp- og nedturer i aksjeverdiene knyttet til store teknologiske nyvinninger.

Aksjeforvaltningen i fondet er indekxnær og Norges Bank har en begrenset risikoramme. Større endringer i fondets investeringer vil derfor kun være mulig dersom Finansdepartementet endrer sammensetningen av referanseindeksen. Slike endringer vil normalt bare gjøres etter grundige faglige vurderinger av langsiktig avkastning og risiko og etter at beslutningen er forankret i Stortinget. Dette betyr at dagens forvaltningsmodell gir lite rom for at det tas overordnede investeringsbeslutninger, for eksempel på sektornivå, om større avvik fra indeksvektene i en standard referanseindeks basert på vurderinger av avkastning og risiko på mellomlang sikt. Dette kan føre til at konsentrasjonsrisiko på sektornivå blir gjenstand for mindre oppmerksomhet i forvaltningen av fondet enn i andre fond som har større innslag av taktisk aktivaallokering. Rådet mener at risiko knyttet til høy konsentrasjon og verdsettelse i det amerikanske aksjemarkedet er eksempler på forhold som bør prioriteres i risikomålingen og -styringen, og at det bør vurderes om dagens modell er godt nok egnet til å håndtere slik risiko.

Boks 2.1 Indeksleverandørers kriterier for klassifisering av markeder

Leverandøren av fondets referanseindeks for aksjer, FTSE Russell, har etablert prosesser for utvelgelse og godkjenning av land, og klassifisering av disse som utviklede, avanserte fremvoksende, sekundære fremvoksende og front- (minst utviklede) markeder, se figur 2.14. Frontmarkeder inngår ikke i underliggende indeksprodukt (FTSE Global All Cap) og derfor heller ikke i fondets referanseindeks. Klassifiseringen i de ulike kategoriene utgjør universet for FTSE Russells globale aksjeindekser.

FTSE Russell gjennomfører årlige vurderinger av land og har fastsatt en rekke kriterier som land må oppfylle for å kunne kvalifiseres som utviklet, fremvoksende eller frontmarked. Kriteriene er utarbeidet i samråd med institusjonelle investorer og lokale myndigheter. For eksempel stilles det krav om at det enkelte lands aksjemarked må være av en viss størrelse, herunder et minstekrav til investerbar markeds kapitalisering og antall noterte selskaper, for å sikre tilstrekkelig grad av omsettelighet i indeksene. Videre omfatter kriteriene enkelte makroøkonomiske størrelser, som brutto nasjonalinntekt per innbygger og statens kredittverdighet. Øvrige kriterier gjelder markeds plassen og dens virkemåte, herunder valutamarkedet, regulatoriske krav, oppgjørssystemer og depottjenester. For at FTSE Russell skal kunne klassifisere et land som et utviklet marked, stilles strenge krav til oppfyllelse av kriteriene. For fremvoksende markeder (avanserte og sekundære) og frontmarkeder er kravene mindre strenge.

For å inngå i FTSE Russells landindekser må selskapene være notert på en godkjent børs og tilfredsstille indeksleverandørens kriterier for markedsverdi, fri-flyt og likviditet. FTSE Russell gjennomfører halvårlige revisjoner for å sikre at selskapene fortsatt oppfyller disse kriteriene. Ved børsnoteringer (IPO-er) eller vesentlige selskapsendringer (f.eks. fusjoner og store kapitalforhøyelser) som overskrider terskler for verdi og likviditet, kan selskapet bli tatt med i indeksen mellom de vanlige revisjonene.

Land kan bli reklassifisert. En normal prosess for dette vil innebære at FTSE Russell først setter landet på en overvåkingsliste. Denne publiseres to ganger per år. Det samme gjelder for land som ennå ikke er klassifisert, men som vurderes for klassifisering. Uklassifiserte land inngår ikke i indeksuniverset for FTSE Russells globale aksjeindekser.



Figur 2.14. Landklassifisering i FTSE Global All Cap. FTSE planlegger å oppgradere Hellas til utviklet marked og Vietnam til fremvoksende marked

Kilde: FTSE.

2.3 Obligasjonsindeksen

Bakgrunn

Obligasjonsdelen av referanseindeksen har i dagens mandat til Norges Bank tre definerte roller: (i) dempe risikoen i totalporteføljen, (ii) bidra med likviditet til blant annet rebalanseringer av aksjeandelen og (iii) øke forventet avkastning gjennom eksponering mot sentrale risikopremier i obligasjonsmarkedet.

Hovedtrekkene ved dagens indeks ble etablert av departementet i 2012, med innføringen av en fast fordeling mellom en statsdel (70 pst.) og en selskapsdel (30 pst.), basert på blant annet råd fra Norges Bank. Mens statsdelen i særlig grad er ment å ivareta behovet for likviditet og demping av fondets samlede risiko, skal selskapsdelen bidra til å øke forventet avkastning.

Sammensetningen av obligasjonsindeksen gjenspeiler en avveining mellom flere hensyn. I tillegg til tydeliggjøringen av obligasjonsinvesteringenes roller i totalporteføljen, er det blant annet lagt vekt på forenkling av indeksen hva angår inkluderte segmenter og vektingsprinsipper, rimelig gjenspeiling av investeringsmulighetene i obligasjonsmarkedet samt investerbarhet og muligheten til at indeksen skal kunne følges tett og til lave kostnader.

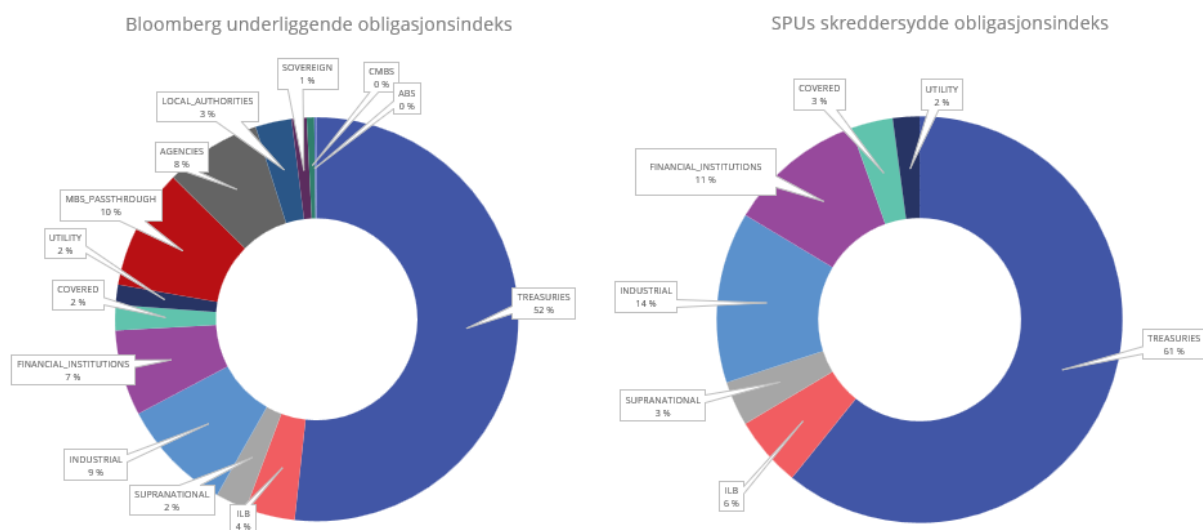
Obligasjoner i selskapsdelen vektes ut fra markedskapitaliseringen av utestående gjeld (markedsvekter). Landsammensetningen i statsdelen tar derimot utgangspunkt i den relative størrelsen på landenes økonomier målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP). Fordelingen på obligasjonslånene innenfor hvert land i statsdelen følger markedskapitaliseringen. Det medfører at obligasjonsindeksens løpetidsprofil og durasjon bestemmes av markedsutviklingen i det enkelte land slik dette er representert i det underliggende indeksproduktet. For å øke investerbarheten og å unngå særlige høye eierandeler i land med høyt brutto nasjonalprodukt og et lite statsobligasjonsmarked benyttes justerte BNP-vekter for statsdelen av indeksen.³³

Intensjonen med BNP-vekter er å bidra til bredere spredning av risiko på tvers av ulike statsobligasjonsmarkeder sammenlignet med rene markedsvekter ved at eksponeringen mot stater med relativt høy og økende gjeld målt som andel av BNP begrenses. Høy og økende gjeldsgrad vurderes å kunne øke risikoen tilknyttet den enkelte stats gjeldsbetjeningsevne. Departementet har imidlertid understreket at størrelsen på et lands økonomi naturlig nok ikke er mål på staters gjeldsbetjeningsevne eller -vilje. Samtidig med innføringen av BNP-vekter ble det derfor innført et krav i mandatet om at

³³ Landvektene i statsdelen av obligasjonsindeksen tilbakevektes årlig til oppdaterte tall for bruttonasjonalprodukt. BNP-vektene konverteres til justeringsfaktorer, som tilordnes markedsverdien i indeksen av de respektive lands obligasjonslån ved månedsstart desember hvert år. Justeringsfaktorene er samtidig begrenset til maksimalt to ganger relativ markedsstørrelse. I perioden mellom de årlige tilbakevekingene til oppdaterte BNP-vekter flyter landvektene i statsdelen kun med avkastningen på indeksen.

Norge Bank i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke.³⁴

Fondets obligasjonsindeks er dermed karakterisert av vesentlig skreddersøm sammenlignet med brede, globale standardiserte markedsindekser, både med hensyn til valg av inkluderte undersegmenter, markeder og valutaer samt vektingen av obligasjonslånene som inngår, se figur 2.15. Indeksen består utelukkende av obligasjoner med høy kredittverdighet, såkalt *investment grade*,³⁵ utstedt av stater eller selskaper hjemmehørende i utviklede markeder.³⁶ Selskapsdelen er av historiske vurderinger relatert til blant annet markedsstruktur, ytterligere begrenset til syv godkjente valutaer³⁷ fra utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika. Tilsvarende som for aksjeindeksen fjernes obligasjoner utstedt av selskaper som utelukkes etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse både fra obligasjonsindeksen og investeringsuniverset. Ved utgangen av 3. kvartal 2025 utgjorde etiske utelukkelse om lag 0,8 pst. av markedsverdien av underliggende standardindekser fra Bloomberg.



Figur 2.15: Sammensetningen av standard indeksprodukt og fondets skreddersydde obligasjonsindeks per august 2025. Prosent

Kilder: Bloomberg og Finansdepartementet.

³⁴ Forvaltningsmandatet § 2-4 åttende ledd, jf. omtale i Meld. St. 22 (2023 – 2024) *Statens pensjonsfond 2024*.

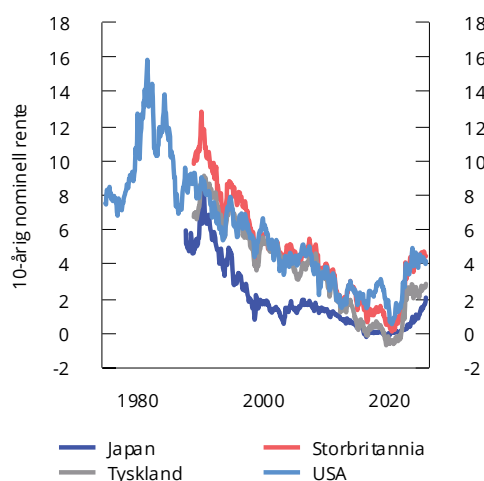
³⁵ Underliggende indeksprodukter, Bloomberg Global Aggregate og Global Inflation Linked, inkluderer kun obligasjoner med høy kredittkvalitet (*investment grade*).

³⁶ Statsdelen har siden 2023 vært stilt i bero mht. inkludering av nye valutaer og/eller land. Hittil har dette medført at greske statsobligasjoner ikke inngår i referanseindeksen for statsobligasjoner.

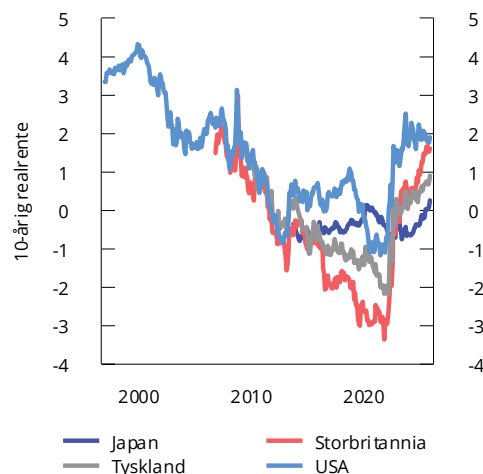
³⁷ Amerikansk dollar (USD), kanadisk dollar (CAD), euro (EUR), britisk pund (GBP), sveitsisk franc (CHF), danske kroner (DKK) og svenske kroner (SEK).

Utviklingstrekk

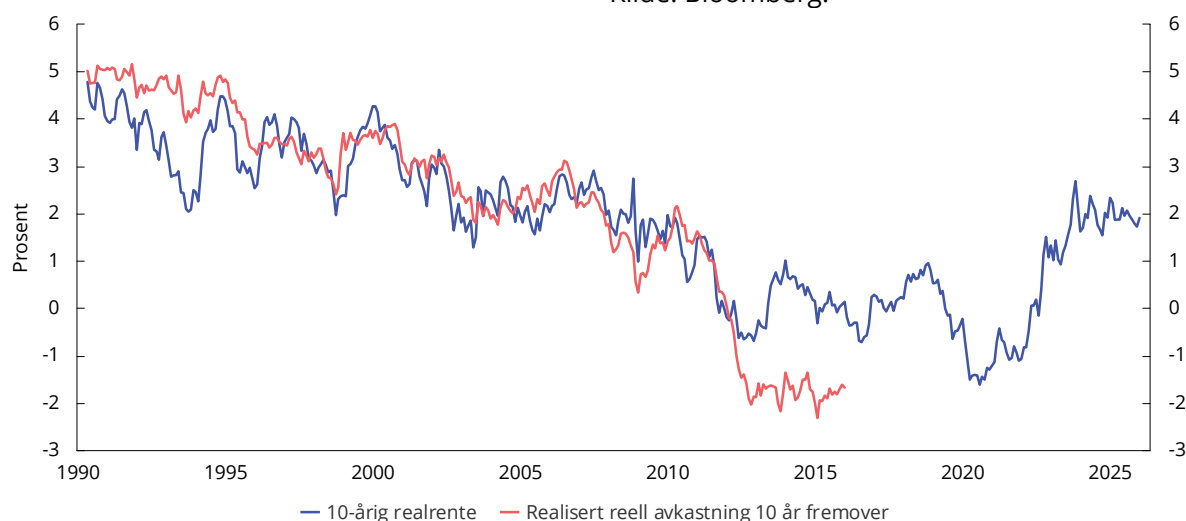
Rentemarkedet har gjennomgått en betydelig reprising over de siste årene, etter en nesten 40 år lang periode med fallende renter. Realrentene, målt ved inflasjonsindekserte statspapirer, har steget markant, fra å være negative i mange markeder til å bli positive. I flere markeder har økningen vært opp mot og til og med mer enn 3 prosentenheter, se figur 2.16 og 2.17. Estimert terminpremie har også økt betydelig. Dette indikerer at forventet avkastning på obligasjoner har steget kraftig over den siste perioden, siden realisert realavkastning på obligasjoner historisk har vært nært knyttet til realrentenivået på investeringstidspunktet, se figur 2.18.



Figur 2.16 Nominelle renter for 10-årige statspapirer i hovedmarkedene. 31.1.1975–31.12.2025. Prosent
Kilde: Bloomberg.



Figur 2.17 Reelle renter for 10-årige inflasjonsindekserte statspapirer i hovedmarkedene. 31.1.1997–31.12.2025. Prosent
Kilde: Bloomberg.

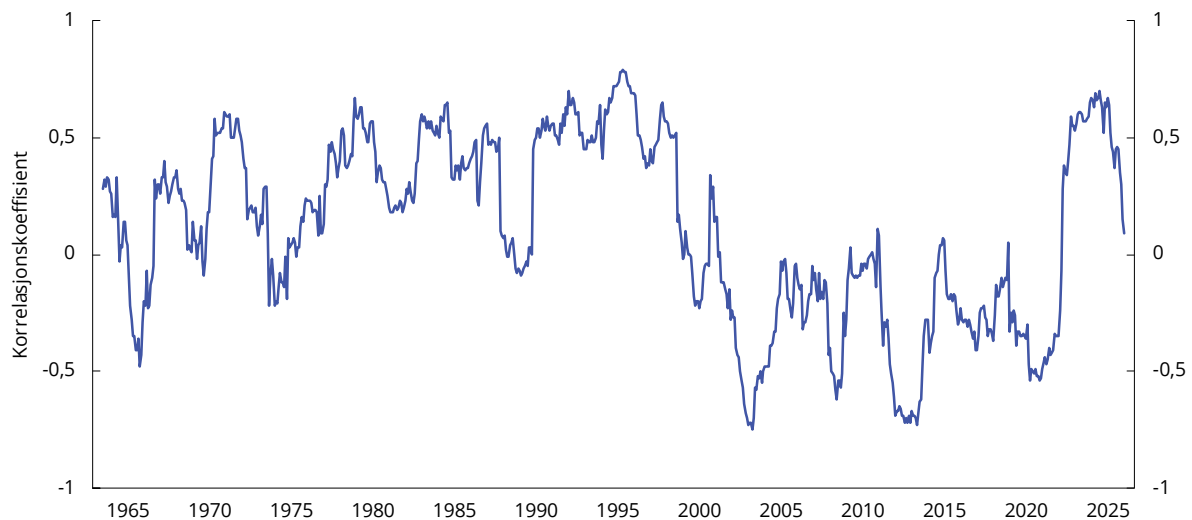


Figur 2.18 Estimert 10-årig realrente for amerikanske statsobligasjoner¹ og realisert realavkastning neste 10 år². 30.4.1990–31.12.2025. Prosent

¹ 10-årig nominell rente fratrasket konsensus inflasjonsforventninger 10 år frem i tid

² Rullerende 10-årig gjennomsnittlig realisert realavkastning av nominelle amerikanske statsobligasjoner som inngår i Bloombergs underliggende indeksprodukt. For å beregne realavkastningen benyttes data for amerikansk KPI fra Federal Reserve Economic Data (FRED). Kilder: Bloomberg, Federal Reserve Bank of St. Louis og NBIM.

I samme periode er korrelasjonen mellom avkastningen på obligasjoner og aksjer endret fra å være negativ til å bli positiv, se figur 2.19. Dersom dette vedvarer, vil diversifiseringsgevinsten fra obligasjoner i fondets portefølje være mindre enn tidligere. Fremtidig korrelasjon er imidlertid usikker og kan variere over tid.



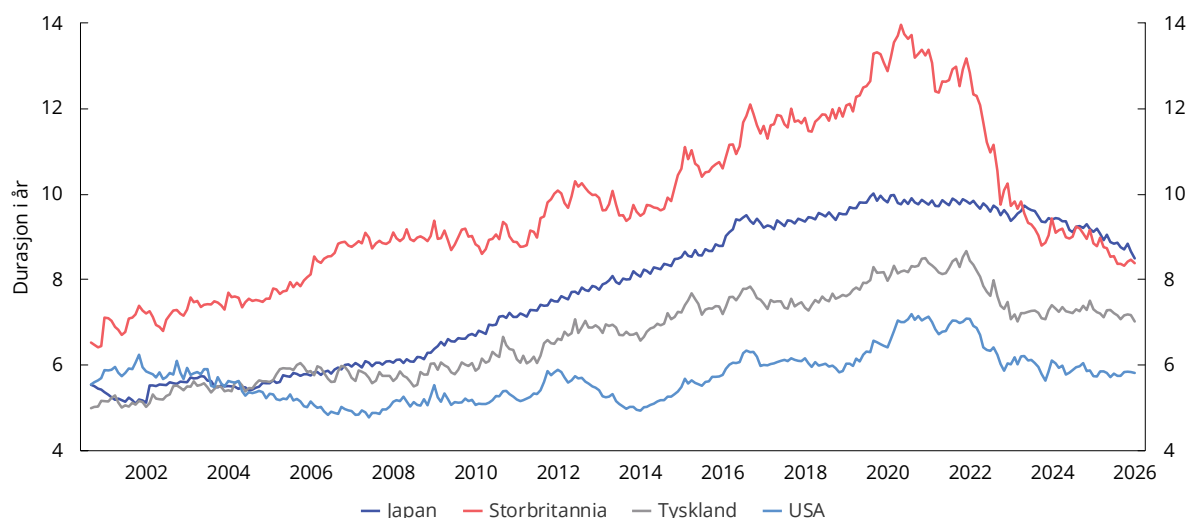
Figur 2.19. Rullende 24-måneders korrelasjon mellom avkastning på aksjer og obligasjoner for USA. 28.6.1963–31.12.2025. Korrelasjonskoeffisient

Kilder: Bloomberg og NBIM.

Gjeldsnivåene på i mange land har også økt de siste årene, bl.a. som følge av støttepakker etter finanskrisen og deretter under pandemien. Fremover vil sannsynligvis både økte forsvarsinvesteringer og den demografiske utviklingen bidra til at budsjettunderskuddene forblir store og gjeldsnivåene vil stige videre i en del land. Høy og økende statsgjeld sammen med økende renter innebærer at gjeldsbetjeningen kan bli en utfordring for flere stater. Det kan øke risikoen for eierne av landenes statsobligasjoner. Gjennom historien har mange stater på ulikt vis misligholdt sine gjeldsforpliktelser.

Videre er durasjonen til hovedsegmenter av statsobligasjonsindeksen endret betydelig over tid, se figur 2.20. Durasjon er et mål på rentefølsomhet, og som figuren viser har denne variert kraftig på tvers av valutaer og over tid. Renterisikoen i obligasjonsindeksen kan således variere betydelig over tid og mellom land. Durasjonen påvirkes både av rentenivået direkte og av hvilken løpetidsprofil utsteder velger.

Flere segmenter som typisk er del av standardiserte indekser, men ikke inkludert i fondets referanseindeks for obligasjoner, har hatt god risikojustert avkastning over perioden. Dette gjelder blant annet amerikanske boliglånsobligasjoner.



Figur 2.20 Durasjon for statsobligasjonsmarkedet i USA, Storbritannia, Tyskland og Japan. 31.1.1999–31.12.2025. År

Kilde: Bloomberg.

Videre ser det ut til at avkastningen på statsobligasjoner utstedt av «usikre» land (vanligvis fremvoksende økonomier), men i «hard valuta» (som amerikanske dollar, britiske pund), har gitt god avkastning i forhold til risiko de siste 200 årene.³⁸

Rådets vurderinger

Det er et betydelig innslag av skreddersøm i obligasjonsindeksen og hovedtrekkene i indeksen har ligget fast siden 2012. I lys av dette mener rådet at det er på tide å vurdere om forutsetningene som ligger til grunn for tilpasningene i indeksen fortsatt er relevante, og om innretningen ivaretar formålet og andre hensyn på en hensiktsmessig måte. Ekspertrådet mener en slik gjennomgang av obligasjonsindeksen bør prioriteres når det legges en plan for systematiske gjennomganger, se kapittel 3.

Gjennomgangen bør være basert på en helhetlig vurdering av referanseindeksens sammensetning, herunder andel aksjer og obligasjoner, og ta utgangspunkt i hvilke roller obligasjonsindeksen bør spille i totalporteføljen. Fordelingen mellom aksjer og obligasjoner ble sist vurdert i 2017 og fondet har siden da mer enn doblet seg i verdi. Gitt disse rollene bør en vurdere hvorvidt inkluderte segmenter og vektingen av disse fortsatt kan sies å være konsistent med dette. Det bør for eksempel vurderes om BNP-vekting fortsatt gir en god spredning av risiko relatert til staters evne og vilje til å betjene gjeld. I gjennomgangen bør det også vurderes om enkelhet i seg selv er et så viktig prinsipp at det bør lede til at store obligasjonsmarkeder med betydelige premier ekskluderes fra indeksen, slik det er i dag for blant annet amerikanske boliglånsobligasjoner.

³⁸ Major, Reinhart og Trebesch: Sovereign Bonds Since Waterloo, World Bank Research Paper 9906 (2022).

Videre er det et spørsmål om det er en hensiktsmessig innretning at Norges Bank i sin aktive forvaltning skal se særlig hen til statsfinansiell styrke, eller om slike hensyn i større grad bør reflekteres i sammensetningen av referanseindeksen. Det er også naturlig å vurdere hvorvidt durasjonen i obligasjonsindeksen mekanisk bør følge av stater og selskapers utstedelsesstrategi for gjeld, eller om denne bør fastsettes på en annen måte, med utgangspunkt i fondets formål og obligasjonsporteføljens rolle i fondet.

3 Systematiske gjennomganger av investeringsstrategien

Bakgrunn

Rådet er bedt om å foreslå et opplegg for systematiske gjennomganger av viktige veivalg i forvaltningen av fondet. Vårt oppdrag følger opp Sverdrup-utvalgets anbefaling om å formalisere prosedyrer for jevnlige gjennomganger av investeringsstrategien, se NOU 2022:12 *Fondet i en brytningstid*. Utvalget foreslo at slike gjennomganger foretas for eksempel hvert fjerde eller femte år og kobles opp mot jevnlige tilbakeskuende evalueringer av investeringsstrategien.

Utviklingstrekk

Finansdepartementet har historisk gjennomgått sentrale deler av strategien med noen års mellomrom, se figur 3.1. For eksempel besluttet departementet å øke aksjeandelen i 1997, 2007, 2016³⁹ og senest i 2017. Videre har blant annet den geografiske sammensetningen vært gjennomgått relativt hyppig; i 1997, 2001, 2002, 2006, 2012, 2019 og i 2020. Disse gjennomgangene har alle medført endringer i strategien. Departementet har imidlertid hatt flere gjennomganger som ikke har medført justeringer i strategien. Et eksempel er vurderinger av unoterte aksjer i 2003, 2011, 2018 og senest i 2024.

I den første tiden for fondet ble det foretatt nokså store endringer i investeringsstrategien. En viktig endring var beslutningen om å inkludere aksjer i referanseindeksen i 1997. I tillegg til at fondet i starten økte eksponeringen mot markedsrisiko for å høste risikopremier, ble investeringene også gradvis spredt bredere både geografisk og i flere aktiva. De siste årene har imidlertid spredningen stoppet opp og noen beslutninger er blitt reversert. Blant annet ble fremvoksende markeder tatt ut av rentereferansen for obligasjoner i 2019, de minste selskapene ble tatt ut av aksjereferansen i 2021 og alle små selskaper i fremvoksende markeder ble tatt ut av indeksen i 2025.

³⁹ Ifm. endret regulering av eiendomsinvesteringene ble aksjeandelen økt fra 60 til 62,5 pst. Ny aksjeandel trådte i kraft 1. januar 2017.



Figur 3.1 Noen viktige stasjoner for utviklingen i rammeverket og investeringsstrategien. 1996–2025.

Rådets vurderinger

Investeringsstrategien som fastsettes av Finansdepartementet er avgjørende for fondets avkastning og risiko. Som vist til ovenfor er strategien blitt utviklet over tid og et resultat av en rekke avveininger og valg.

Strategien må utvikles videre og tilpasses fondets særtrekk og omgivelser. Vi deler Sverdrup-utvalgets syn og mener at regelmessige og systematiske gjennomganger av investeringsstrategien er vesentlig for en dynamisk videreutvikling av fondets investeringsstrategi. Dette er spesielt viktig nå som fondet har blitt så stort og viktig for norsk økonomi og statsfinanser.

Som ledd i å systematisere gjennomgangene, finner vi det nyttig å dele prosessen med å videreutvikle investeringsstrategien for fondet inn i seks steg:

1. Forstå formålet med fondet og hvilke uttak og innskudd som kan forventes i fremtiden.
2. Vurdere eiers risikotoleranse, med særskilt vekt på nedsiderisiko.
3. Uttrykke målene med forvaltningen og klargjøre hvilke begrensinger og rammebetingelser forvaltningen opererer under.
4. Uttrykke investeringsantakelser om hvordan finansmarkedene fungerer og hvilke fortrinn og ulemper fondet har i disse markedene.
5. Identifisere den beste investeringsporteføljen gitt vurderingene i steg 1-4.

6. Operasjonalisere strategien gjennom å utforme et forvaltningsmandat til Norges Bank som ivaretar en hensiktsmessig delegering av oppgaver til banken, og som setter rammer for risiko og andre krav, inkludert krav til ansvarlig forvaltning og rapportering.

Steg 1 til 4 kan sies å utgjøre grunnlaget for investeringsstrategien, mens i steg 5 og 6 uttrykkes de faktiske investeringsstrategiske valgene. Vi foreslår at departementet gjennomgår investeringsstrategien hvert femte år og benytter steg 1 til 6 ovenfor i denne gjennomgangen. I den første gjennomgangen kan departementet velge å dele opp arbeidet ved å først å gjennomføre steg 1 til 4, for å deretter ta steg 5 og 6 året etter. Deretter bør departementet gjennomgå alle stegene samtidig.

Vi mener at departementet bør gjennomgå steg 1 til 4 i 2026. Sist grunnlaget for investeringsstrategien ble gjennomgått grundig, var da aksjeandelen ble vurdert i 2017. Etter dette har fondet vokst markant og blitt enda viktigere for norsk økonomi. I tillegg har betydningen av fremtidige petroleumsinntekter blitt mindre, og eksterne rammebetingelser er vesentlig annerledes.

Når departementet senere gjennomgår steg 5 og 6, vil det være naturlig først å vurdere om den etablerte strategien er i tråd med det beskrevne grunnlaget i steg 1 til 4. Det bør så vurderes om den valgte gjennomføringen av strategien har gitt ønskede resultater, inkludert om den faktiske porteføljen er den beste porteføljen for fondet. Det viktigste målet med gjennomgangen av steg 5 til 6 bør være å identifisere hvilke investeringsstrategiske forbedringer det bør arbeides videre med framover. De valgene som har størst betydning, bør prioriteres.

Basert på dette arbeidet kan det utarbeides en liste som prioriterer videre arbeid. Denne listen kan strekke seg over flere år – gjerne så lenge som fem år – til neste gang departementet skal gjøre en systematisk gjennomgang. Dette vil sørge for kontinuitet og forutsigbarhet, samtidig som det gir rom for å fange opp endringer i rammebetingelser og markedsforhold.

Det bør åpnes for å kunne avvike fra femårsplanen, for eksempel dersom utviklingstrekk i finansmarkedene eller verden tilsier det, eller dersom det skulle skje endringer i fondets rammebetingelser ellers. Samtidig er det viktig å holde fast ved fondets lange investeringshorisont og unngå kortsiktige eller medsykliske endringer i strategien.

Evaluerings av fondets historiske avkastning og risiko bør være sentralt i gjennomgangene. Men rådet vil peke på at det er minst like viktig å evaluere grunnlaget for investeringsstrategien og de strategiske valgene som er tatt, slik det er lagt opp til gjennom stegene 1 til 4.

Det er ikke et mål i seg selv å sammenlikne resultatene med en markedsindeks eller andre fond. Investorer er forskjellige og bør derfor ha ulike investeringsstrategier. Det er derimot viktig å benytte lange historiske tidsserier for både fondet og for finansmarkedene for å kunne få innsikt i hvilke forventninger en bør ha til avkastning og risiko for ulike investeringsstrategier. Disse forventningene er viktige både for sammensetningen av investeringsstrategien, men har også stor betydning for uttak fra

fondet. Handlingsregelen for budsjettpolitikken sier at over tid skal uttaket følge den forventede realavkastningen av fondet.

Vi mener at gjennomgangen av hovedvalgene også bør se på hva som kunne skjedd hvis departementet hadde valgt annerledes – for eksempel fortsatt som før eller fulgt alternative strategier som var aktuelle da beslutningene ble tatt. I denne sammenheng er det naturlig at gjennomgangen også belyser de rådene departementet valgte å ikke følge. Dette kan være råd fra Norges Bank eller forslag fra andre eksterne rådgivere som ikke ble tatt til følge. Gjennomgangen bør beskrive hvordan både de valgene man tok og de man lot være å ta, har påvirket fondets avkastning og risiko.

Gjennomgangen av investeringsstrategien bør samordnes med departementets vurderinger av Norges Banks forvaltning. Aktiv forvaltning har fram til nå blitt gjennomgått hvert fjerde år, og i fondsmeldingen for 2022 ble det lagt opp til regelmessige vurderinger av arbeidet med ansvarlig forvaltning. Både rammene for den aktive forvaltningen og innretningen av den ansvarlige forvaltningen er investeringsstrategiske valg, og gjennomgangene av disse bør derfor gjøres i sammenheng med den bredere gjennomgangen av investeringsstrategien som foreslås her. Dette vil legge til rette for effektiv ressursbruk og en helhetlig vurdering av investeringsstrategien.