



Finansdepartementet

# **Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland**

## **Rapport 2025**

Karen Helene Ulltveit-Moe, Harald Magnus Andreassen og Magnus Dahlquist

Oslo, 26.januar 2026

# Fondet må rustes for en mer urolig verden

- Fondet ble etablert på ryggen av en globaliseringsbølge
  - friere handel, mer integrerte kapitalmarkeder og en regelbasert verdensorden
- Verden av i dag – på vei i revers
- Nye tider med geopolitisk usikkerhet gir nye utfordringer for fondet
- Samtidig: velferdsstaten vår mer avhengig av fondet enn noen sinne
  - Fondet i dag = 4,8 ganger størrelsen på årlig verdiskaping på fastlandet
  - Fondet finansierer mer enn hver fjerde krone på statsbudsjettet
  - Usikkerheten i statsbudsjettets inntekter de neste tiårene knytter seg i det vesentlig til fondets verdi

# Ekspertrådets oppdrag i 2025

- Vurdere grunnlaget for investeringsstrategien
- Vurdere sammensetningen av referanseindeksen for aksjer og obligasjoner
- Foreslå et opplegg for systematiske gjennomganger av fondets strategiske veivalg.
- Vår tilnærming:
  - Skisserer noen sentrale utviklingstrekk
  - Identifiserer noen overordnede problemstillinger
    - følges opp nærmere av departementet
    - inngå de systematiske gjennomgangene
  - Foreslår ett opplegg for de systematiske gjennomgangene

## Mandat

Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland er opprettet for å gi råd og vurderinger til departementet om investeringsstrategien for fondet, rammeverket for ansvarlig forvaltning og oppfølgingen av Norges Bank. Ekspertrådet vil årlig få et oppdrag og skal som hovedregel levere en kortfattet rapport til Finansdepartementet og arrangere et åpent seminar der vurderingene legges frem.

## Rådets oppdrag i 2025

- Foreslå et opplegg for systematiske gjennomganger av viktige veivalg som er foretatt i forvaltningen av fondet, herunder vurdere både hvor ofte det er hensiktsmessig å vurdere vesentlige endringer i strategien og hvordan de kan evalueres i ettertid.
- Vurdere grunnlaget for investeringsstrategien, herunder vektleggingen av bred spredning av investeringene for å redusere risiko og høsting av risikopremier. Rådet bes i sitt første oppdrag også vurdere sammensetningen av referanseindeksen blant annet i lys av politiske og økonomiske utviklingstrekk internasjonalt.
- Ekspertrådet skal få en rolle knyttet til gjennomgangen av Norges Banks aktive forvaltning av SPU, som er planlagt gjennomført i 2025 og lagt frem i neste års fondsmelding.

Rapporten skal leveres til departementet innen utgangen av 2025.

# Grunnlaget for investeringsstrategien



# Fondets finansielle mål bør vektlegges

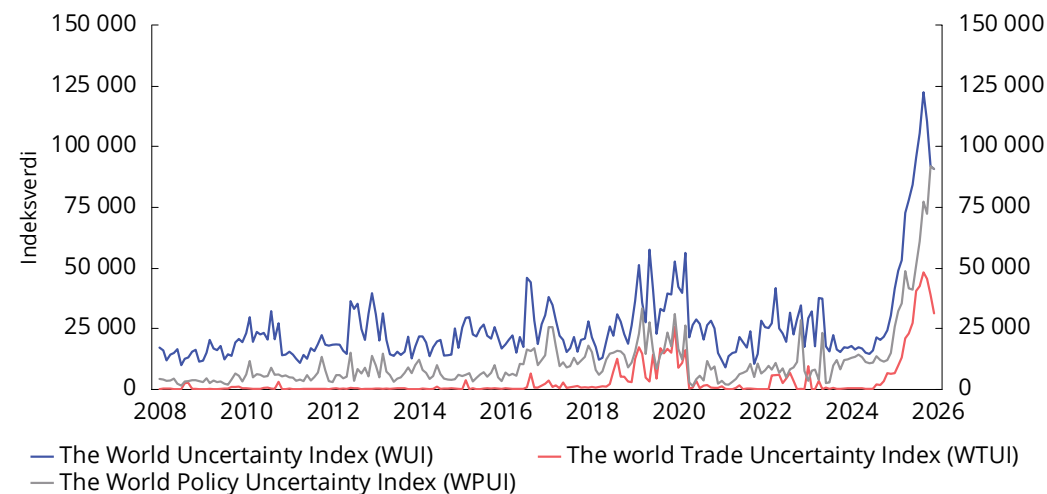
- Fondets størrelse og aktivitet har gjort det mer synlig
- Debatter om fondet handler ofte om den ansvarlige forvaltningen snarere enn fondets primære mål
  - tross vår økte avhengighet av fondet
- Uklarhet om fondets rolle kan øke den politiske risikoen for fondets investeringer
- Fondets finansielle formål må tillegges vekt og oppmerksomhet for å sikre at
  - fondet kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode
  - fondet trygges internasjonalt i møte med en mer urolig verden



# Geopolitisk risiko bør håndteres med fortsatt bred geografisk diversifisering, og styrket beredskap

- Økte geopolitiske spenninger og usikkerhet betyr økt politiske risiko for fondets investeringer
- Geopolitisk uro er i utgangspunktet ikke noe nytt – sannsynlig at reflektert i markedenes risikopremier
- Begrensninger i investeringsuniverset kan gjøre fondet mer sårbart pga redusert risikospredning
  - En friendshoring-strategi krever at man vet hvem som er – og forblir – ens venner. Med økt geopolitisk usikkerhet er det usikkert.
- Behov for scenarioanalyser av konsekvensene av økt politisk risiko
  - Risiko som ikke er avgrenset til enkeltvis markeder eller sektorer, men som påvirker et stort sett av aktiva og selskaper samtidig.

**Risikoindeks utviklet av forskere ved IMF og Stanford University.  
1.1.2008-31.12.2025**

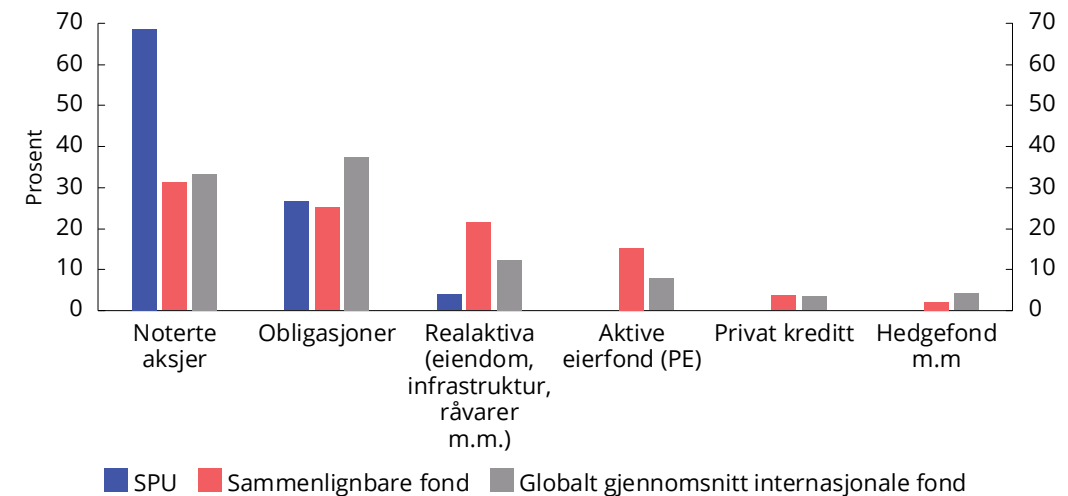


Kilde: [worlduncertaintyindex.com](https://worlduncertaintyindex.com)

# Bredere diversifisering på tvers av aktivaklasser bør vurderes

- Unoterte aktivas andel av det globale kapitalmarkeder har økt over tid
- Fondet har betydelige lavere andel unoterte investeringer enn sammenlignbare fond
- Rammeverket for unoterte investeringer i fondet bør videreutvikles
- Unoterte investeringer investeringer potensielt mer utsatt for skiftende rammebetingelser og regulatorisk risiko
  - høyere eierandeler, lavere likviditet og høyere transaksjonskostnader

**Aktivasammensetning for SPU og sammenlignbare internasjonale fond. 31.12.2023**



Kilde: CEM Benchmarking Inc.

# Referanseindeksen for aksjer



# Proessen for markedsgodkjenning bør gjennomgås

- Norges Banks prosess for markedsgodkjennelse komplementerer indeksleverandørens vurderinger, men
  - Ikke-godkjenning av markeder trekker på rammen for relativ volatilitet
  - Rammene for relativ volatilitet betyr at det i praksis ikke er mulig å unnlate å godkjenne store markeder i indeksen
- Markedsgodkjenning er tidkrevende og politisk følsomt uansett hvem som tar beslutning.
- Risiko for sanksjoner, skattlegging eller ekspropriasjon kan være større for et statlig fond enn for andre investorer
- Indeksleverandørene kan bli gjenstand for politisk press i utformingen av indeksene som resultat av økte geopolitiske spenninger → svekker indeksleverandørenes rolle som fondets «andrelinjeforsvar»
- Ansvarsdelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank bør tydeliggjøres

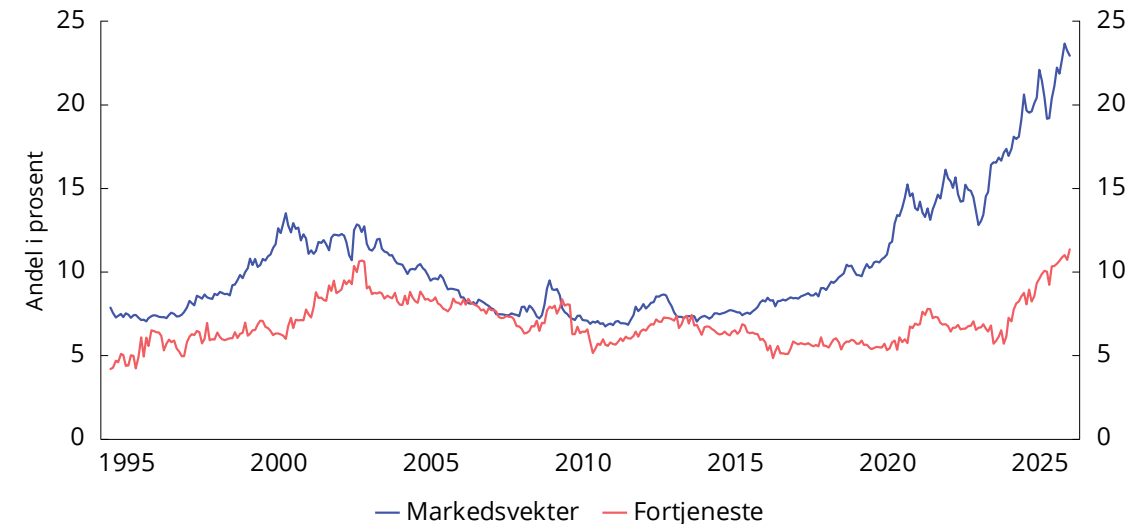
# Markedssammensetningen i aksjeindeksen bør vurderes

- Dagens indeksen er «frosset» – nye markeder inkluderes ikke automatisk
- Geopolitiske spenninger gjør geografisk spredning enda viktigere
- Departementet bør foreta en fornyet og bred vurdering av markedssammensetningen i indeksen – om ikke for lenge

# Overvåking av konsentrasjonsrisiko på sektornivå bør prioriteres

- Teknologisk innovasjon har gitt betydelig vekst i overskudd og lønnsomhet, men bekymring for om prisingen av TEK-selskaper speiler de underliggende verdiene.
- Dagens forvaltningsmodell – lite rom for større avvik fra vektene i referanseindeksen for å håndtere konsentrasjonsrisiko
- Konsentrasjonsrisiko krever tilstrekkelig oppmerksomhet ifm risikomåling og -styring i fondet
  - vurdere om dagens modell er godt nok egnet til å håndtere slik risiko

De 10 største selskaperes andel av markedsvakter og fortjeneste for MSCI's ACWI IMI-indeks. 30.6.1994–31.12.2025



Fortjeneste er rullende siste tolv måneders fortjeneste etter at selskaper med negativ fortjeneste er tatt ut.

Kilder: NBIM og MSCI.

# Referanseindeksen for obligasjoner

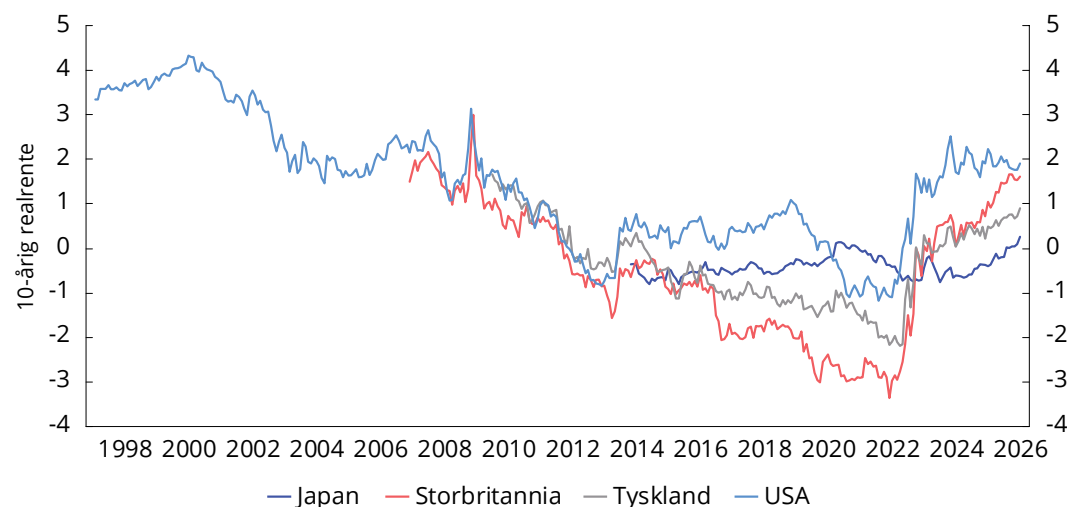


# Er obligasjonsindeksen hensiktsmessig sammensatt?

## Tid for en ny gjennomgang

- Obligasjonsindeksen har hatt samme hovedtrekk siden 2012 med mye «skreddersøm»
  - Gir BNP-vekting fortsatt hensiktsmessig risikospredning?
  - Skal enkelhet veie så tungt at store markeder ekskluderes (f.eks. amerikanske boliglånsobligasjoner)?
  - Skal statsfinansiell styrke reflekteres i aktiv forvaltning eller i indeksen?
  - Bør løpetid og durasjon følge utstedelsesstrategi eller fastsettes separat?
- Gjennomgangen bør være helhetlig, inkludere andel aksjer/obligasjoner og ta utgangspunkt i obligasjonsindeksens rolle i fondet

**Reelle renter for 10-årige inflasjonsindekserte statspapirer i hovedmarkedene. 31.1.1997–31.12.2025**



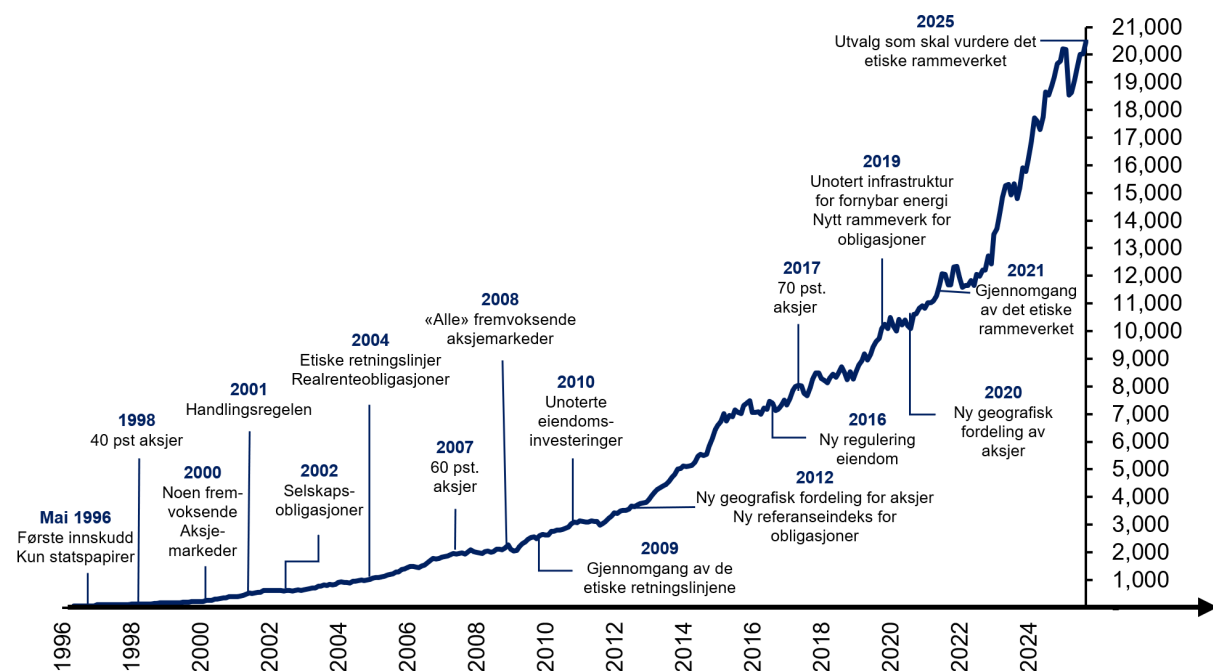
Kilde: Bloomberg.

# Systematiske gjennomganger av fondet



# Dynamisk utvikling av rammeverk

## - Noen hovedstasjoner



# Anbefalt opplegg for systematiske gjennomganger av investeringsstrategien:

- Gjennomgang av investeringsstrategien hvert femte år
- Første gjennomgang; splitte i
  - grunnlaget for investeringsstrategien (1-4)
  - faktiske investeringsstrategiske valg (5 og 6)
- Vurdere om den etablerte strategien (5 & 6) er i tråd med grunnlaget (1-4).
- Sentralt:
  - Evaluering av historiske avkastning og risiko
  - Evaluering av grunnlaget for investeringsstrategien & strategiske valg
  - Valg av «counterfactuals»

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 Utrykke 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 forvaltningsmandat til Norges Bank

# Ekstra



# Grunnlaget for investeringsstrategien

## *Overordnede prinsipper*

- Fondet skal være en finansiell investor
- Den operative forvaltningen skal gjøres i Norges Bank
- Ansvarlig forvaltning skal være en integrert del av forvaltningen
- Fondet skal ikke være investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer
- Det skal være stor grad av åpenhet i forvaltningen

## *Investeringspremisser*

- Investeringene bør være bredt spredt
- Fondet bør høste risikopremier
- Det bør være begrenset innslag av aktiv forvaltning
- Forvaltningen skal være kostnadseffektiv