

FINANSDEPARTEMENTET
Postboks 8008 DEP
0030 OSLO
Norway

Dato: 3. november 2025
Deres ref.:
Vår ref.: 23/09518

Unclassified

Gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Finansdepartementet gjennomgår regelmessig Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland (fondet). I tråd med etablert praksis skal en ny gjennomgang legges frem i den årlige stortingsmeldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond våren 2026. I den forbindelse ber departementet i brev 6. juni 2025 om at Norges Bank bidrar med analyser og vurderinger.

Mandatet for forvaltningen stiller omfattende krav til offentlig rapportering. Norges Bank legger stor vekt på rettvise, utfyllende og hensiktsmessig rapportering om vår forvaltning av fondet. Informasjonen vi offentliggjør om forvaltningen av fondet er over tid utviklet i tråd med dette. Vårt svar i dette brevet bygger i stor grad på informasjon banken allerede deler med offentligheten.

Norges Bank er tilfreds med at avkastningen for fondet samlet over tid har vært god, og høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Norges Banks vurdering er at forvaltningen er gjennomført på en god måte. Hovedstyret legger vekt på at resultatene i forvaltningen må vurderes over tid.

I dette brevet redegjør vi også nærmere for resultatene i eiendomsforvaltningen. Resultatene må ses i sammenheng med store endringer i markedet siden vi begynte å investere i eiendom. Tradisjonelle sektorer som kontor og detaljhandel er betydelig endret som følge av fremveksten av hjemmekontor og netthandel. Nyere sektorer har blitt investerbare for institusjonelle investorer. Tradisjonelle sektorer krever nå mer operasjonell oppfølging enn tidligere. Bankens strategiske valg, herunder stor vekt på tradisjonelle sektorer, et begrenset antall land og byer og vekt på direkteinvesteringer, har resultert i en portefølje som har vært sårbar for disse endringene. Dette har bidratt til at eiendomsporteføljen har hatt svakere avkastning enn aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene. Norges Bank er ikke tilfreds med resultatene i eiendomsforvaltningen, og gjør nå endringer i strategien for eiendom. Dette er nærmere omtalt under punkt 4.

Målt over hele perioden fra 1998 til utgangen av tredje kvartal 2025 har den årlige avkastningen for fondet vært 6,59 prosent. Dette er 0,24 prosentpoeng høyere enn den årlige

avkastningen av referanseindeksen fondet måles mot. Årlig realavkastning, etter fradrag for forvaltningskostnader, har vært 4,28 prosent siden fondets oppstart. Avkastningen har vært særlig sterk de siste fem årene med en årlig avkastning på 9,71 prosent. Dette er 0,30 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. Årlig realavkastning, etter fradrag for forvaltningskostnader, har vært 5,39 prosent over samme periode.

Forvaltningen skal være kostnadseffektiv. Norges Bank er tilfreds med at forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre forvaltere. Transaksjonskostnader som er direkte knyttet til kjøp og salg av verdipapirer blir belastet porteføljerisikoen direkte og er ikke en del av forvaltningskostnadene. For et stort fond kan slike transaksjonskostnader utgjøre betydelige beløp, og vi arbeider kontinuerlig med å holde transaksjonskostnadene lave. Lave kostnader er ikke et mål i seg selv, men en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader.

Departementet ber i brev 6. juni banken vurdere resultatene oppnådd i forvaltningen siden 1998 og for ulike perioder. I dette brevet beskriver vi hovedsakelig hele perioden og de siste fem årene.¹ I vedlegget viser vi tall for ulike perioder.

1. Risiko og utnyttelse av rammer

Relativ risiko og utnyttelse av rammer

En sentral ramme i forvaltningsmandatet er rammen for forventet relativ volatilitet. Fondets investeringer forvaltes innenfor en ramme for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentpoeng. Denne rammen regulerer hvor mye avkastningen av fondet kan forventes å avvike fra avkastningen av referanseindeksen under normale markedsforhold. Samlet for porteføljen var forventet relativ volatilitet målt til 41 basispunkter ved utgangen av tredje kvartal 2025. Dette var 9 basispunkter lavere enn ved forrige gjennomgang av bankens aktive forvaltning i 2021. Reduksjonen henger i første rekke sammen med at den kraftige volatiliteten i finansmarkedene under koronapandemien ikke lenger er del av beregningsgrunnlaget. Forventet relativ volatilitet har i gjennomsnitt over de siste fem årene vært 43 basispunkter.

I beregningen av forventet relativ volatilitet bruker vi prisdata fra de tre siste årene. Denne ex ante-beregningen kan sammenlignes med en ex post-beregning der vi bruker den faktiske avkastningshistorikken. En sammenligning over de siste fem årene viser at modellen vi bruker for å beregne forventet relativ volatilitet (ex ante) samsvarer godt med resultatene basert på faktiske avkastningstall (ex post).

Norges Banks benytter ulike strategier i forvaltningen av fondet, se nærmere omtale under punkt 3. Den forventede relative volatiliteten for fondet samlet er lavere enn summen av de tre hovedstrategiene i forvaltningen. Dette reflekterer blant annet at de ulike strategiene diversifiserer fondets samlede relative risiko. Ved endrede markedsforhold kan mulighetene til å utnytte våre fortrinn medføre at vi vekter opp én eller flere av strategiene. Dette kan også påvirke diversifiseringseffektene.

¹ Frem til utgangen av tredje kvartal 2025.

Markedsforhold påvirker beregnet forventet relativ volatilitet. Når markedsvolatiliteten øker, vil også den beregnede forventede relative volatiliteten øke, selv om Norges Bank holder sine posisjoner uendret. Ved å holde utnyttelsen av rammen noe lavere enn grensen fastsatt av Finansdepartementet, vil banken kunne opprettholde strategier uten å måtte gjøre justeringer under krevende markedsforhold, og ha rom for å kunne øke avvikene fra referanseindeksen når investeringsmuligheter oppstår.

I tråd med strategiplanen vår vil vi variere den aktive risikotakingen ettersom markedsforholdene endrer seg. Det er derfor vanskelig å gi fremoverskuende vurderinger av hvordan de relative resultatene vil utvikle seg ved store utslag i markedene. I vedlegg 3 viser vi en faktoranalyse av fondets relative avkastning over ulike tidsperioder.² Analysen viser hvordan fondets historiske meravkastning kan dekomponeres på ulike risikofaktorer, inkludert markedsrisiko. I inneværende strategiperiode har vi tatt allokeringssposisjoner blant annet for å utnytte variasjoner i markedsprisene og for å styre fondets totale risikoprofil. Negativ relativ markedseksponering de siste fem årene er i tråd med denne risikostyringen.³ Lav markedseksponering over lengre tidsperioder antyder at markedsbevegelser i snitt har hatt begrenset påvirkning på fondets relative resultater.

Unoterte investeringer

Unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er ikke del av referanseindeksen og investeringer i disse aktivaklassene bruker derfor av rammen for forventet relativ volatilitet. Avvik mellom aktivaklasser øker forventet relativ volatilitet for fondet mer enn avvik innenfor aktivaklasser. Investeringer i unotert eiendom øker derfor forventet relativ volatilitet i forholdsmessig større grad enn andre investeringsstrategier. I tråd med gjeldende strategiplan legger Norges Bank opp til å fortsette oppbyggingen av investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. Dette vil trekke på rammen for forventet relativ volatilitet.

Investeringer i unoterte markeder er mer utfordrende å styre innenfor en ramme for relativ volatilitet. Beregningen av relativ volatilitet tar utgangspunkt i ukentlige avkastningstall, men unoterte investeringer prises ikke løpende i markedet. For å beregne forventet relativ volatilitet og andre risikomål for disse investeringene må avkastningen derfor modelleres. Beregningene bygger på en rekke forutsetninger som i perioder kan ha stor betydning for den målte risikoen. Norges Bank har erfart at kortsiktige svingninger i noterte markeder kan føre til brå endringer i målt relativ volatilitet. Det er ikke mulig å justere porteføljen av unoterte investeringer raskt for å motvirke store utslag i målt relativ volatilitet. Relativ volatilitet kan derfor ikke brukes som et styringsverktøy på samme måte som for noterte investeringer. Erfaringen med forventet relativ volatilitet som risikoramme for unoterte investeringer er nærmere omtalt i brev til Finansdepartementet 27. november 2023.

² Denne analysen har flere begrensninger. Faktoreksponeringer og korrelasjoner kan endre seg under store markedsbevegelser. Faktorer som ikke er inkludert i modellen kan også ha innvirkning under ekstreme markedsforhold. Regresjonsanalysen er basert på gjennomsnittlige sammenhenger over ulike tidsperioder, og fanger ikke opp endringer som skjer fra måned til måned eller i spesifikke markedssituasjoner.

³ Funnet er ikke statistisk signifikant.

Fordi unoterte investeringer ikke prises løpende i markedet kan verdsettelsen av slike investeringer ha et tidsetterslep og avkastningen kan fremstå glattet sammenlignet med avkastningen av noterte aksjer og obligasjoner. I beregningen av forventet relativ volatilitet (ex ante) for den unoterte eiendomsporteføljen brukes tall som er justert for slik glatting. Faktiske og justerte avkastningstall gir om lag samme målte relative volatilitet (ex post) for den unoterte eiendomsporteføljen.⁴ Hensyntatt metodiske forskjeller er det godt samsvar mellom ex ante- og ex post-beregninger av relativ volatilitet både for noterte og unoterte investeringer.

Utover relativ volatilitet styrer vi risikoen ved de unoterte investeringene langs en rekke dimensjoner. Hovedstyret har i tråd med mandatet fra Finansdepartementet satt flere ulike rammer for porteføljens eksponering. Dette inkluderer blant annet rammer for eksponering mot ulike geografier, sektorer, utviklingsrisiko og enkeltpartnere. Gjeldsgrad måles både på porteføljenivå og for den enkelte investering. Den økonomiske ledighetsgraden⁵ i den unoterte eiendomsporteføljen måles kvartalsvis på portefølje-, by- og regionsnivå og følges over tid for å kunne identifisere trender. Konsentrasjonsrisiko begrenses gjennom maksimalgrenser for eierskap i enkeltelskaper, saminvestering med enkeltpartnere, og for infrastruktur også eierskap i enkeltprosjekter og kommitert kapital per fond. Avkastningen av unoterte investeringer dekomponeres på leieinntekter, verdiendringer og valutaeffekter mv., for å kunne analysere hva som driver resultatene. Vi måler risikojustert avkastning med nøkkeltall som informasjonsrate, Sharpe-rate og Jensens alfa over forskjellige tidsperioder.

Vurderinger av rammen for avvik

Departementet ber Norges Bank vurdere om størrelsen på rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet, er tilpasset forvaltningsoppdraget.

Risikoen i finansmarkedene kan øke fremover. I mer volatile markeder kan avvikene mellom fondets portefølje og referanseindeksen bli mer uforutsigbare, og beregnet relativ volatilitet kan øke også uten at vi gjør endringer i hvordan fondet er posisjonert sammenlignet med referanseindeksen. Dette kan tale for en noe høyere ramme på sikt. En større ramme vil gi banken mer handlingsrom for å gjøre andre justeringer i perioder hvor økningen i relativ volatilitet skyldes markedsuro, og ikke endringer i våre investeringsvalg.

Forventet relativ volatilitet er per definisjon ukjent og må estimeres. I disse beregningen brukes historiske markedsdata, og modellene legger til grunn at historiske markedssvingninger og samvariasjoner gir en indikasjon på fremtidig markedsutvikling. Dette kan føre til en prosyklisk risikostyring ved plutselige endringer i markedsvolatiliteten. Ettersom risikopremier har en tendens til å bevege seg med volatiliteten, kan dette medføre at fondet må redusere risiko nettopp når det ville vært mest lønnsomt å øke den. Rammen for forventet relativ

⁴ Absolutt volatilitet øker noe i beregninger gjort med tall som er justert for glatting. Samtidig innebærer disse justeringene at avkastningsprofilen for den unoterte porteføljen i større grad ligner på avkastningen i noterte markeder. Samlet innebærer disse effektene at endringen i målt relativ volatilitet blir liten. Over tid og ved bruk av årlige avkastningstall avtar effekten av glattede avkastningstall for unotert eiendom, se også diskusjonsnotat #3 2023.

⁵ Økonomisk ledighet er et mål på tap av leieinntekter på grunn av ledige arealer eller redusert leie sammenlignet med markedsleie.

volatilitet bør derfor være tilstrekkelig stor til at vi kan utnytte fondets særtrekk også i perioder med høy volatilitet i markedene.

Vi vurderer samlet sett at rammen for forventet relativ volatilitet er tilstrekkelig i dag, gitt dagens forvaltningsmodell. Samtidig kan forholdene diskutert over tilsa at det kan bli aktuelt å vurdere dette på nytt i fremtiden.

Supplerende risikorammer

I tråd med krav i mandatet skal hovedstyret fastsette en supplerende risikoramme for hvor mye lavere enn referanseindeksen fondets avkastning kan være i ekstreme situasjoner, såkalt ekstremavviksrisiko. Rammen er formulert som en «expected shortfall»-ramme. «Expected shortfall» er gjennomsnittet av avvikene som kan forventes utover en gitt sannsynlighet. Vår beregning starter i 2007 og utvider seg løpende fra dette punktet. Ved utgangen av tredje kvartal 2025 var ekstremavviksrisikoen målt til 111 basispunkter årlig, på 97,5 prosent konfidensnivå.⁶ Hovedstyret har satt en grense for ekstremavviksrisiko på 375 basispunkter.

2. Resultater

Oppnådde resultater siden 1998

Fondets årlige avkastning fra 1998 til utgangen av tredje kvartal 2025 har vært 6,59 prosent, målt i fondets valutakurv. For aksjeinvesteringene har årlig avkastning vært 7,37 prosent og for renteinvesteringene 3,86 prosent over hele perioden, også målt i valutakurven. Fondets valutakurv er ikke en fast enhet, men en vektet sammensetning av valutaene i fondets til enhver tid gjeldende referanseindeks. Dette betyr at vi måler resultatene av investeringsstrategien og utviklingen i de underliggende investeringene, uten at valutakursendringer mellom norske kroner og investeringsvalutaene påvirker resultatet direkte. Strategien for fondet og referanseindeksen har vært utviklet og endret over tid. Parallelt med disse strategiske endringene har også valutakurven endret sammensetning. Resultater fra ulike tidsperioder kan derfor ikke uten videre sammenlignes.

Fondets årlige avkastning fratrullet forvaltningskostnader og prisstigning har vært 4,28 prosent siden 1998. Målet for forvaltningen er høyest mulig avkastning etter kostnader. Vi har høy kostnadsbevissthet i forvaltningen og søker hele tiden å realisere stordriftsfordeler. De siste fem årene har forvaltningskostnadene utgjort 4 basispunkter av forvaltet kapital, mot 7 basispunkter for hele perioden. I en årlig rapport utarbeidet av CEM Benchmarking Inc. for Finansdepartementet sammenlignes forvaltningskostnadene i fondet med andre store fond. Rapporten for 2023, som er den siste som er tilgjengelig, viser at Norges Banks forvaltningskostnader er lave sammenlignet med andre fond.

Fondets årlige meravkastning har siden 1998 vært 0,24 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeksen fastsatt av departementet. Aksjeinvesteringenes årlige meravkastning har vært 0,38 prosentpoeng sammenlignet med aksjedelen av referanseindeksen. Renteinvesteringenes årlige meravkastning har vært 0,26 prosentpoeng sammenlignet med

⁶ Gjennomsnittlig avvik i de 2,5 prosent svakeste observasjonene.

rentedelen av referanseindeksen. Meravkastningen for porteføljen samlet sett er positiv også etter risikojusteringer og kostnader.⁷

Oppnådde resultater de siste fem årene

De siste fem årene har årlig avkastning i fondet vært 9,71 prosent, med henholdsvis 13,87 for aksjer og -0,38 prosent for renter. Den årlige avkastningen fratrasket kostnader og prisstigning har vært 5,39 prosent. Årlig meravkastning har vært 0,30 prosent.

Fondets investeringer i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi inngår ikke i referanseindeksen fastsatt av departementet.⁸ For å finansiere disse investeringene selger vi aksjer og obligasjoner fra referanseindeksen. Hvilke aksjer og obligasjoner som selges, avhenger av landet og valutaen investeringen gjøres i. Når vi måler den relative avkastningen på aksje- og obligasjonsforvaltningen, tar vi utgangspunkt i referanseindeksen justert for aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på eiendoms- og infrastrukturinvesteringene måles mot aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere investeringene. Målt på denne måten vil den relative avkastningen fra forvaltningen av aksjer, obligasjoner og realaktiva summere til investeringsporteføljens totale relative avkastning målt mot indeksen fastsatt av departementet.

De siste fem årene har aksjeforvaltningens bidrag til fondets relative avkastning vært 0,31 prosentpoeng. Intern aksjeforvaltning bidro med 0,24 prosentpoeng og ekstern aksjeforvaltning bidro med 0,07 prosentpoeng.

De siste fem årene har renteforvaltningens bidrag til årlig meravkastning vært 0,18 prosentpoeng. Rentestrategiene innen markedseksposering og allokering har begge bidratt positivt til meravkastningen i denne perioden med henholdsvis 0,07 og 0,12 prosentpoeng. Bidraget fra verdipapirseleksjon har vært 0,0 prosentpoeng.

Eiendomsforvaltningen har de siste fem årene bidratt med -0,13 prosentpoeng. Unotert infrastruktur har bidratt positivt med 0,01 prosentpoeng. Øvrig allokering har gitt et negativt bidrag på -0,06 prosentpoeng.

Verdiskaping ved aktiv forvaltning

Fondet forvaltes innenfor en begrenset ramme for avvik fra referanseindeksen. Alle våre investeringsstrategier inneholder imidlertid aktive elementer. En strategi uten aktive elementer, en såkalt passiv strategi, innebærer å etterligne avkastningen av referanseindeksen så nøyaktig som mulig, fremfor å søke meravkastning. En slik strategi er etter Norges Banks vurdering ikke i tråd med investeringsstrategien fastsatt av departementet eller med målet om høyest mulig avkastning etter kostnader.⁹

⁷ For nærmere informasjon, se vedlegg 2 og 3.

⁸ Eiendom inngikk i referanseindeksen frem til 2017.

⁹ Investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi vil for eksempel ikke være forenlig med en passiv strategi.

For å lage et anslag på verdiskapingen ved aktiv forvaltning, sammenligner vi fondets meravkastning etter forvaltningskostnader med resultatene som kunne vært oppnådd med en passiv strategi. Vi antar at en passiv strategi ville hatt samme avkastning som referanseindeksen fratrullet kostnader knyttet til kjøp og salg av verdipapirer. I tillegg vil det være inntekter fra verdipapirlån. Det vil påløpe forvaltningskostnader i form av blant annet personalkostnader og kostnader knyttet til ulike systemer og data.¹⁰

Finansdepartementet har tidligere ment at meravkastning før fradrag for kostnader er et godt anslag på netto verdiskaping. I Meld. St. 9 (2021–2022) vurderte departementet at kostnadene ved passiv forvaltning hadde sunket i de foregående årene som følge av mindre tilførsel til fondet og færre indeksendringer. For å måle verdiskaping ved aktiv forvaltning fremover mente departementet at deler av forvaltningskostnadene bør trekkes fra. Hvor stor andel som bør trekkes fra vil avhenge blant annet av endringer i referanseindeksen og størrelsen på fremtidige tilførsler til fondet.

For perioden frem til utgangen av 2024 har den faktiske avkastningen etter kostnader vært 24 basispunkter høyere enn det en passiv strategi ville gitt etter kostnader. De siste fem årene¹¹ er forskjellen noe større med 28 basispunkter. Forskjellen mellom en strategi med aktive elementer og passiv strategi er dermed svært nær fondets meravkastning før kostnader. Det er derfor bankens vurdering at meravkastning før kostnader er et godt anslag på verdiskaping ved aktiv forvaltning.

3. Norges Banks investeringsstrategier

Norges Banks hovedstrategier

Finansdepartementet fastsetter den overordnede investeringsstrategien for fondet. Hovedstyret fastsetter i tråd med forvaltningsmandatet en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses. Vi legger opp til at en ny strategiplan for perioden 2026–2028 publiseres i desember 2025.

Vi benytter ulike investeringsstrategier for å forvalte fondet med akseptabel risiko og innenfor rammene fastsatt av departementet. Norges Bank har siden 2013 gruppert forvaltningen i tre hovedstrategier: markedseksponering, verdipapirseleksjon og allokering. Vi rapporterer avkastning, risiko og kostnader på disse tre hovedstrategiene.

Investeringsstrategiene er tilpasset fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor med begrenset kortsiktig likviditetsbehov og lave forvaltningskostnader. Vi benytter hovedstrategiene på tvers av forvaltningen. Hovedstrategiene utfyller hverandre ved at de har ulik tidshorisont, bygger på ulike analytiske rammeverk, og forventes å gi meravkastning under ulike markedsforhold. Vi forventer ikke at alle strategiene til enhver tid vil gi meravkastning. Målet er at de samlet skal gi meravkastning over tid.

¹⁰ Se vedlegg 5 for nærmere detaljer, beregninger per årsslutt 2024.

¹¹ Frem til utgangen av 2024.

De siste fem årene har fondets hovedstrategier gitt en årlig meravkastning på 0,30 prosentpoeng. Strategiene for markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering har alle bidratt positivt til meravkastningen i denne perioden med henholdsvis 0,17, 0,10 og 0,03 prosentpoeng. De ulike strategienes bidrag til forvaltningskostnader er vist i vedlegg 2.

Innen strategien for markedseksposering var bidraget fra posisjonering og verdipapirutlån på henholdsvis 0,13 prosentpoeng og 0,04 prosentpoeng. Disse strategiene har gitt jevnt positive bidrag til meravkastning over tid. Samtidig er dette strategier som også kan innebære større svingninger, spesielt i perioder med markedssuro og i mindre likvide markeder. Innen verdipapirseleksjon har bidraget fra henholdsvis intern og ekstern verdipapirseleksjon vært 0,04 prosentpoeng og 0,07 prosentpoeng de siste fem årene. Strategier innen verdipapirseleksjon ventes ikke nødvendigvis å gi meravkastning hvert år, men det årlige bidraget fra ekstern verdipapirseleksjon har vært positivt over tid. Den interne verdipapirseleksjonen har bidratt positivt til meravkastningen i fire av de siste fem årene, og i åtte av årene siden 2013. Innen allokering har eiendom bidratt negativt til meravkastningen de siste fem årene, med -0,04 prosentpoeng og -0,09 prosentpoeng for henholdsvis notert og unotert eiendom. Unotert infrastruktur for fornybar energi har bidratt positivt med 0,01 prosentpoeng. Øvrige allokeringsbeslutninger har i samme periode gitt et positivt bidrag på 0,16 prosentpoeng.

Norges Banks strategiplaner for forvaltningen av fondet er treårige. I tråd med mandatet fra Finansdepartementet evaluerer hovedstyret i hvilken grad målene i strategiplanene er nådd ved utgangen av hver strategiperiode. Disse evalueringene oversendes departementet. De treårige planene gjør det mulig å gjøre nødvendige justeringer innenfor rammen av en langt mer langsiktig overordnet strategi. Hovedstyret legger vekt på at de samlede resultatene må vurderes over tid.

Hovedstrategiene markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering inkluderer strategier med forskjellige investeringshorisonter og forventede avkastningsmønstre. Felles for alle bankens strategier er at evalueringshorisontene bør være tilstrekkelig lange til at strategiene vurderes gjennom ulike deler av markedssyklusen. For investeringer i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er investeringshorisonten lang, og implementeringen av strategier i disse aktivaklassene vil strekke seg over flere år. Evalueringshorisonten bør ta hensyn til dette. Unotert infrastruktur for fornybar energi er videre en ny aktivaklasse for fondet og fremdeles i en oppbyggingsfase.¹² Resultatene av investeringer i eiendom og infrastruktur måles mot aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere dem. Evalueringshorisonten bør ta hensyn til at kortsiktige svingninger i noterte markeder kan gi et bilde av resultatene i eiendom og infrastruktur som ikke nødvendigvis er representativt på lang sikt.

Finansdepartementet har siden 2009 foretatt gjennomganger av den aktive forvaltningen hvert fjerde år, med formål om å bidra til åpenhet, bygge tillit og styrke evnen til å holde fast ved langsiktige investeringsstrategier. Norges Bank mener slike gjennomganger bør gjøres med faste tidsintervaller, og har ingen merknader til at departementet evaluerer den aktive

¹² Fondet hadde frem til 2023 kun én investering i unotert infrastruktur for fornybar energi.

forvaltningen hvert fjerde år. I lys av forholdene drøftet over kan departementet samtidig også vurdere om det er hensiktsmessig at det går noe lenger tid mellom hver gjennomgang.

Markedseksponering

Vi forvalter størstedelen av porteføljen internt gjennom strategien for markedseksponering. Strategien omfatter forvaltning av brede aksje- og obligasjonsporteføljer, løpende handel og håndtering av kontanter, valuta og verdipapirlån.

Vi søker meravkastning gjennom å følge ulike indekseringsstrategier. Vi investerer bredt i aksjene og obligasjonene i referanseindeksen, men for å redusere transaksjonskostnadene unngår vi å gjennomføre indeksendringer mekanisk. Som en stor investor kan vi utvikle systemer og strategier som ville vært for kostbare for mindre fond. Vi er aktive i kapitalmarkeds- og selskapshendelser, der fondets størrelse gjør oss til en attraktiv partner.

Nye tilførsler til fondet, reinvestering av utbytteutbetalinger og endringer i referanseindeksen krever at vi løpende gjør endringer i porteføljen. Disse tilpasningene innebærer kjøp og salg av verdipapirer. Slik handleaktivitet representerer kostnader for fondet. For aksjer og obligasjoner omfatter de direkte transaksjonskostnadene normalt kurtasje og transaksjonsskatt. I tillegg til de direkte kostnadene påløper det indirekte kostnader når vi investerer, som følge av prissvingninger fra tidspunktet vi initierer handelen i markedet til den er gjennomført.¹³

Over tid har vi utviklet en rekke systemer for å effektivisere porteføljeforvaltningen og holde handlekostnadene lave. I den grad det lar seg gjøre, konsoliderer vi så mye som mulig av fondets samlede handlebehov. Dette legger til rette for at ulike handlebehov kan regnes mot hverandre og at samlet handlevolum i markedet kan reduseres. Vi har fokusert på å øke handel med andre sluttinvestorer, såkalt blokkhandel. Ved slik handel er fondet mindre synlig i markedet og oppnår gunstigere priser for store og mindre likvide transaksjoner. Videre har vi utviklet egne systemer for å gi porteføljeforvalterne oversikt over fremtidig handlebehov. Dette gjør at porteføljeforvalterne kan vurdere om de skal handle raskt, eller vente på muligheter for å motregne dagens handlebehov mot fremtidige behov. Vi bruker ulike KI- og maskinlæringsverktøy både for å forutse fremtidig handlebehov, og for å støtte implementeringen av handleplanene. Samlet har disse tiltakene bidratt til en reduksjon i transaksjonskostnader til tross for at endringer i referanseindeksen og store overføringer har gitt en betydelig økning i handelsvolum i denne strategiperioden. Vi anslår at summen av verktøy vi bruker holder handlekostnadene mellom 15 og 20 prosent lavere enn de ellers ville vært.

Fondets egenskaper, herunder en stor og stabil beholdning av verdipapirer, gjør oss til en attraktiv partner for verdipapirlån. Vi vil fortsette med ansvarlig utlån av aksjer, og søke å sikre oss større andel av inntekten gjennom forbedret forvaltning av kontantsikkerhet og diversifisering av motparter.

Verdipapirseleksjon

Strategien for verdipapirseleksjon innebærer å analysere selskaper og vurdere om fondet skal investere mer eller mindre i disse sammenlignet med referanseindeksen. Målet med slike

¹³ I årsrapporten for 2024 har vi estimert de indirekte kostnadene for den interne aksjeforvaltningen til om lag 16 milliarder kroner i 2024. Dette beløpet er om lag uendret fra 2023, til tross for økt aktivitetsnivå i 2024.

avvik fra referanseindeksen er å øke avkastningen. Fondets lange tidshorisont gjør at vi kan investere annerledes enn andre investorer, også under krevende markedsforhold, og gjøre investeringer der det kan ta lang tid før den underliggende verdien realiseres. Utvelgelsen av enkeltpapirer er basert på grundige analyser, og gjøres av både interne og eksterne porteføljeforvaltere. For porteføljen samlet kan dette lede til over- eller undervekt i enkeltsektorer og -segmenter, men disse avvikene vil normalt være av moderat størrelse.

Som en stor og langsiktig eier har vi svært god tilgang til enkeltselskaper, og har regelmessige møter med selskapenes ledelse, styremedlemmer og ulike fagspesialister. Vi benytter dette konkurransefortrinnet for å øke kunnskapen vår om selskapene, inkludert kvaliteten på ledelsen, og bransjene de opererer i. For å dra nytte av tilgangen til enkeltselskaper er den interne verdipapirseleksjonen organisert slik at porteføljeforvalterne følger et begrenset antall selskaper og forvalter relativt konsentrerte porteføljer. Dette muliggjør inngående analyse og tettere oppfølging av hver enkelt investering. De interne forvalterne er sektorspesialister som over tid har utviklet særskilt kompetanse innen sine respektive områder, blant annet gjennom samtaler med mange selskaper innen samme sektor eller verdikjede. Dette gjør det mulig å identifisere avvik mellom markedets forventninger og selskapets underliggende verdi eller langsiktige potensial.

Vi bruker eksterne forvaltere i markeder og segmenter der lokalkunnskap og ekstern ekspertise kan forbedre avkastningen. I fremvoksende markeder kan for eksempel informasjonsinnsamling være mer krevende, og nærhet til markedet er derfor svært viktig. Det meste av våre aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder er forvaltet eksternt, med unntak av i de største markedene som også forvaltes internt. Vi har også eksterne mandater i markedssegmenter som krever spesialkompetanse vi ikke har internt. Dette inkluderer mandater rettet mot småselskaper og sektorer som gjennomgår strukturelle endringer.

I 2024 tildelte vi for første gang mandater der eksterne forvaltere gis mulighet til å selge flere aksjer enn det som inngår i indeksen den eksterne forvalteren måles mot, men ikke flere aksjer enn hva som inngår i fondets samlede aksjeindeks. Fondet samlet sett kan dermed ikke selge mer av en enkeltaksje enn hva som inngår i referanseindeksen. Gjennom denne ordningen vil vi kunne redusere eksponeringen i selskaper der eksterne forvalterne vurderer at forretningsmodellen har svakheter eller markedets prising er for høy.

Ved utgangen av tredje kvartal 2025 var 7,5 prosent av aksjeinvesteringene forvaltet eksternt. Resultatene i den eksterne forvaltningen har vært svært gode over tid.

Allokering

Vi vil av og til ta allokeringsposisjoner når ekstraordinære markedsforhold skaper gode investeringsmuligheter eller når vi ser behov for å justere fondets samlede risikoprofil. Dette kan også innebefatte over- eller undervekt av ulike sektorer eller segmenter. Eksempler på situasjoner der slike investeringsmuligheter kan oppstå er dersom andre investorer begrenses av atferdsmessige faktorer, regulatoriske krav eller finansieringsbehov, og vår langsiktige investeringshorisont kan være et konkurransefortrinn. Med en delegert mandatsstruktur kan det videre oppstå behov for å justere fondets samlede risikoprofil, selv om enkeltporteføljer er godt posisjonert. Vi har for eksempel hatt en forsiktig tilnærming til aksjemarkedene de siste årene. Dette har gitt et negativt bidrag til meravkastningen.

Fondets størrelse, lange investeringshorisont og begrensede likviditetsbehov er særtrekk som kan gi fordeler ved unoterte investeringer og investeringsmuligheter som ikke er tilgjengelige for alle investorer. Vi drar nytte av disse egenskapene ved investeringer i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Forvaltningen av eiendom og unotert infrastruktur er nærmere omtalt under punkt 4, 5 og 6.

Organisering og beslutningsprosesser

Ansvar for investeringsbeslutninger følger en delegert mandatsstruktur. Hovedstyret i Norges Bank har delegert den operative gjennomføringen av forvaltningen til NBIM innenfor utfyllende styrende dokumenter.¹⁴ Disse omfatter Stillingsinstruks til leder av NBIM, Investeringsmandat for leder av NBIM, og prinsippdokumenter for ulike deler av forvaltningen. Hovedstyrets investeringsmandat til leder av NBIM setter rammer for forvaltningen av fondet innenfor Finansdepartementets overordnede mandat. Hovedstyret gjennomgår og oppdaterer investeringsmandatet årlig.

Leder for NBIM fastsetter innenfor sitt investeringsmandat retningslinjer og delegerer mandater videre til direktørene for markedsstrategier og aktive strategier, som i sin tur utsteder mandater til ledere for ulike investeringsområder. De individuelle investeringsmandatene har alle et eget investeringsunivers og et sett av risikorammer. Den delegerte modellen legger til rette for at investeringsbeslutninger tas på bakgrunn av inngående kunnskap om markedssegmenter og enkeltselskaper. Samtidig legger den til rette for presis styring og kontroll av risiko, avkastningsmåling, kostnader og incentiver for hvert enkelt investeringsmandat. Ved utgangen av tredje kvartal 2025 hadde vi 292 enkeltmandater, hvorav 118 var hos eksterne forvaltere.

Innen strategien for markedseksponering gis samlede mandater til forvaltergrupper som forvalter brede porteføljer. Innen verdipapirseleksjon utstedes mandater til hver enkelt porteføljeforvalter. De interne porteføljeforvalterne er organisert i sektorbaserte avdelinger og er spesialister på markedssegmentene og enkeltselskapene de følger. Eksterne forvaltere benyttes i markeder der lokalkunnskap er særlig viktig, og det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Eksterne forvaltere velges ut etter en omfattende prosess og følges opp av en egen intern avdeling.

Alle enkeltmandater finansieres av og måles mot en egen referanseindeks (såkalte interne referanseindekser).¹⁵ Disse referanseindeksene er et internt styringsverktøy som muliggjør presis måling av resultatene den enkelte forvalter oppnår. Det er kun aksjer og obligasjoner som inngår i referanseindeksen fastsatt av departementet som inngår i de interne referanseindeksene, og summen av alle de interne referanseindeksene er lik

¹⁴ Hovedstyrets styrende dokumenter for forvaltningen av fondet er offentlig tilgjengelige.

¹⁵ Fastsettelse og implementering av interne referanseindekser var gjenstand for en uavhengig gjennomgang (attestasjonsoppdrag) gjennomført av Deloitte AS på vegne av Norges Banks representantskap i 2020. Deloitte's vurdering var at de interne referanseindeksene i det alt vesentligste var utformet og implementert i samsvar med de etablerte målekriteriene.

referanseindeksen fastsatt av departementet.¹⁶ Dette innebærer at samlet relativ avkastning for mandatene er lik avkastningsdifferansen mellom fondet totalt og referanseindeksen fra departementet. Den relative avkastningen rapportert under bankens hovedstrategier er summen av avkastningen på alle mandatene, målt mot summen av avkastningen på mandatenes referanseindekser.

De interne referanseindeksene er satt sammen for å best mulig representere hvert enkelt mandats innretning og omfang. De interne referanseindeksene innenfor strategien for verdipapirseleksjon er spesialiserte innenfor enkeltsektorer og -markeder. En intern porteføljeforvalter som forvalter teknologiaksjer vil for eksempel måles mot en referanseindeks bestående av et utvalg teknologiselskaper. En ekstern forvalter som forvalter aksjer i et gitt fremvoksende marked vil ha en referanseindeks som består av aksjer i det aktuelle markedet. Hvilke markeder og sektorer vi har enkeltmandater i, og dermed interne referanseindekser for, vil variere over tid.

Interne referanseindekser innen markedseksponering består av et stort antall aksjer eller obligasjoner, samtidig som de speiler hvert mandats innretning og omfang. En forvalter med ansvar for statsobligasjoner i Asia vil for eksempel måles mot en referanseindeks satt sammen av de asiatiske statsobligasjonene som inngår i referanseindeksen fra departementet. Summen av de interne referanseindeksene innen strategien for markedseksponering vil være referanseindeksen fastsatt av departementet justert for finansieringen av mandatene for øvrige aktive strategier.

Innenfor sitt mandat og tilhørende risikorammer har den enkelte porteføljeforvalter stor grad av frihet, og ulike porteføljeforvaltere vil ha ulike prosesser for verdipapirseleksjon. Både interne og eksterne porteføljeforvalterne evalueres løpende. Lederne for de ulike investeringsområdene kan på bakgrunn av slike evalueringer beslutte hvorvidt enkeltmandater skaleres opp eller ned, eller om de skal avsluttes.

Ledergruppen i NBIM avholder et ukentlig investeringsmøte, der representanter fra ulike investeringsområder også deltar. Investeringsmøtet er et diskusjonsforum for beslutninger som ligger til daglig leder. Markedsutviklingen er et fast tema som diskuteres i disse møtene, og daglig leder kan på bakgrunn av vurderinger av fondets samlede risikoprofil ta allokeringssposisjoner. Eksempel på andre beslutninger som ikke er delegert og som diskuteres på møtene er investeringer som er større enn gitte beløpsgrenser.

Hovedstyret fastsetter de overordnede rammene for investeringer i realaktiva, herunder risikorammer og avgrensinger på sektor og geografi. Innenfor dette rammeverket fastsetter NBIM mer detaljerte strategier. Investeringsbeslutninger for den enkelte transaksjon fattes på avdelingsnivå, og i investeringsmøtet ved større investeringer. Investeringer over visse

¹⁶ Frontmarkeder inngår ikke i referanseindeksen fra Finansdepartementet. For eksterne mandater i frontmarkeder vil fremvoksende markeder som er del av referanseindeksen fra departementet utgjøre finansieringen av det eksterne mandatet, mens investeringsuniverset defineres av en indeks bestående av aksjer i det aktuelle markedet.

terskelverdier krever godkjenning i hovedstyret. Investeringer som anses å være av uvanlig art eller stor betydning må også godkjennes av hovedstyret.

4. Eiendomsforvaltningen

Bakgrunn

Finansdepartementet fastsatte retningslinjer for investeringer i eiendom i 2010. Eiendom var fra starten en strategisk allokering på fem prosent av referanseindeksen. Obligasjonsdelen av indeksen ble redusert tilsvarende. Blant argumentene for å inkludere eiendomsinvesteringer var å spre risikoen i fondet ytterligere, høste premier fra investeringer i mindre omsettelige aktiva samt å øke fondets investeringer i realaktiva. På grunn av usikkerhet om juridiske og skattemessige forhold ble eiendomsinvesteringene til å begynne med avgrenset til Europa. Over tid var ambisjonen at det skulle bygges opp en diversifisert, global eiendomsportefølje. Strategien fra start var å gjøre direkteinvesteringer sammen med partnere i utvalgte storbyer i Europa og USA. I 2011 ble det også etablert et mandat for noterte eiendomsinvesteringer innen avdelingen for intern verdipapirseleksjon. Dette mandatet flyttet over i eiendomsforvaltningen i 2014.

Fra 2017 endret Finansdepartementet mandatsreguleringen, og referanseindeksen har ikke lenger en strategisk allokering til eiendom. Siden 2017 har eiendomsinvesteringene vært regulert innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen, og finansieres ved å selge aksjer og obligasjoner som inngår i referanseindeksen. Hvorvidt fondet skal investeres i eiendom og hvordan investeringene skal innrettes, har siden 2017 vært delegert til Norges Bank innenfor en øvre grense på syv prosent av fondet.

I 2019 foretok Norges Bank enkelte endringer i eiendomsstrategien og notert og unotert eiendom ble i større grad sett i sammenheng.¹⁷ Den unoterte porteføljen ble i stor grad videreført som tidligere, men den kombinerte strategien gjorde det mulig å oppnå bedre sektordiversifisering gjennom de noterte investeringene. Den oppdaterte strategien la vekt på kostnadseffektivitet og investeringer som krevde begrenset med ressurser, og veksten i eiendomsporteføljen har siden 2019 hovedsakelig vært i den noterte porteføljen. Blant argumentene for en kombinert eiendomsstrategi er at vi forventer at notert og unotert eiendom har tilsvarende avkastnings- og risikoegenskaper på lang sikt. Unotert og notert eiendom utgjorde ved utgangen av 3. kvartal 2025 henholdsvis 1,8 prosent og 1,6 prosent av fondet.

Vurderinger av resultatene i eiendomsforvaltningen

I vurderingen av eiendomsforvaltningen har vi tatt utgangspunkt i tre ulike delperioder: fra 2011, da eiendom ble del av referanseindeksen, fra 2017 da mandatsreguleringen ble endret, og fra 2019 da vi endret strategien for de noterte investeringene.

Kombinert eiendomsstrategi

I tabell 1 i vedlegg 6 viser vi resultatene i eiendomsforvaltningen målt mot finansieringen.

¹⁷ Se brev til Finansdepartementet 7. februar 2019.

Eiendomsporteføljen har siden 2017 hatt svakere avkastning enn aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene. Resultatene for de siste fem årene må samtidig sees i sammenheng blant annet med sterk aksjeavkastning i perioden. Effektene av koronapandemien i 2020 og renteoppgangen i 2022 påvirket i denne perioden også eiendomsmarkedet spesielt negativt. Resultatene i denne perioden bør i lys av dette tolkes med varsomhet.

For å analysere hvordan eiendomsinvesteringene har påvirket fondets samlede avkastning og risiko, beregner vi en hypotetisk portefølje hvor fondets eiendomsinvesteringer erstattes med aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene. Siden 2011 har forholdet mellom avkastning og risiko i fondet vært om lag likt som for et fond uten eiendom, se tabell 6 vedlegg 6.¹⁸ Fondet har hatt både noe lavere avkastning og målt volatilitet sammenlignet med et fond uten eiendom. Fondets unoterte eiendomsinvesteringer har hatt om lag samme avkastning, men lavere målt volatilitet enn aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere eiendomsinvesteringene, og har derfor marginalt bedret bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Fondets noterte eiendomsinvesteringer har hatt noe lavere avkastning og noe høyere volatilitet enn finansieringen.

Departementet ber Norges Bank vurdere de oppnådde resultatene mot relevante mål. Vi har sammenlignet resultatene i forvaltningen mot MSCI Global Annual Property Index (heretter omtalt som MSCI Global), som er den bredeste tilgjengelige indeksen for eiendomsinvesteringer. MSCI Global som målestokk har imidlertid enkelte svakheter. Det har ikke vært et mål at porteføljen skal investeres i tråd med MSCI Global, som heller ikke er investerbar. MSCI Global er konstruert på bakgrunn av verdsettelsen andre institusjonelle investorer rapporterer for sine unoterte eiendomsinvesteringer. Det har vært særlig store endringer i verdsettelser siden koronapandemien, og det er ulik praktisering av når investorer foretar nedskrivninger. Gitt store endringer i eiendomsverdier er det i de senere årene større usikkerhet knyttet til tallene som er utgangspunkt for indeksen.

Den kombinerte eiendomsporteføljen siden 2019 har hatt lavere avkastning enn den brede eiendomsindeksen fra MSCI. Den kombinerte eiendomsporteføljen hadde en betydelig eksponering mot kontorsektoren ved inngangen til en periode med store strukturelle endringer i denne sektoren. Det er spesielt kontorsektoren som trekker resultatene ned, både for den noterte og unoterte porteføljen.

Unotert eiendom

Den unoterte porteføljen har siden 2011 hatt lavere avkastning enn MSCIs brede eiendomsindeks. Avkastningen sammenlignet med MSCI Global har vært særlig svak de siste fem årene. Mindreavkastningen kan tilskrives strategiske valg og beslutninger på ulike nivåer.

¹⁸ Departementet viser til at ulik verdsettelsesmetode kan føre til at avkastningen av unotert eiendom kan være forskjøvet og glattet over tid sammenlignet med avkastningen av aksjer og obligasjoner, og ber Norges Bank søke å korrigere for dette i analysen. Avkastningstall justert for glatting gir samme Sharpe-rate som ved bruk av faktisk avkastning.

Den unoterte eiendomsporteføljen er investert i utviklede markeder i Europa, USA og Japan og har dermed en annen land- og sektorfordeling enn MSCI Global. Direkteinvesteringer i unotert eiendom krever lokal tilstedeværelse og ekspertise på områdene og sektorene det investeres i. Vi har begrenset den unoterte porteføljen til et utvalg strategiske byer¹⁹, der vi hovedsakelig investerer i kontor- og detaljhandelseiendom av høy kvalitet og med sentral beliggenhet. I tillegg investerer vi i logistikkeiendommer globalt. I valget av strategiske byer er det blant annet lagt vekt på markedsstørrelse og forventet antall store transaksjoner. Byer med utsikter til økonomisk- og sysselsettingsvekst ble prioritert, da dette var antatt å bidra til høy og stabil etterspørsel etter eiendom over tid.

Sammenlignet med MSCI Global har den unoterte eiendomsporteføljen vært overvekt kontor og detaljhandel. Mens logistikksektoren er den eiendomssektoren som har hatt høyest avkastning i perioden vi ser på, har kontor og detaljhandel gitt svakere avkastning enn MSCI Global. Kontorsektoren har utgjort en stor del av eiendomsporteføljen, og har hatt særlig svak utvikling, spesielt i USA. Boligsektoren har hatt nest høyest avkastning i perioden, men dette er en sektor vi ikke vurderte det som aktuelt å gjøre direkte, unoterte investeringer i. Øvrige sektorer ble fra begynnelsen av vurdert som for små til at de var aktuelle for den unoterte porteføljen.

Samlet har begrensningen av porteføljen til noe utvalgte land, byer og sektorer bidratt negativt til porteføljens avkastning sammenlignet med MSCI Global. Innad i de strategiske byene har vi spesifisert hvilke områder vi ønsker å fokusere investeringene i kontor og detaljhandel i. Valg av slike fokusområder innad i byer har bidratt noe positivt, mens valg av enkelteiendommer innenfor fokusområdene har bidratt negativt. Hvilke enkelteiendommer som har vært aktuelle å investere i begrenses av og må ses i sammenheng med den øvrige innretningen av strategien.²⁰

Notert eiendom

Formålet med den noterte eiendomsporteføljen var frem til sent i 2018 å bygge en konsentrert portefølje av selskaper med tilsvarende aktiva som den unoterte porteføljen. Avkastningen av de noterte eiendomsinvesteringene var god i denne perioden. Siden 2019 har de noterte eiendomsinvesteringene blant annet hatt som formål å bidra med sektordiversifikasjon til den samlede eiendomsporteføljen. Som følge av den tidligere strategien hadde den noterte porteføljen imidlertid en høy vekt i kontorsektoren, spesielt i USA, da strategien ble endret i 2019. Siden strategiendringen har den noterte eiendomsporteføljen vokst, spesielt innenfor sektorer som vi ikke har vurdert som aktuelle for den unoterte porteføljen, herunder boligsektoren.

Avkastningen av den noterte eiendomsporteføljen har de siste fem årene vært svakere enn finanseringen av investeringene. Resultatene må sees i sammenheng med utviklingen i

¹⁹ New York, Boston, Washington D.C., San Francisco, London, Paris, Berlin og Tokyo.

²⁰ Norges Bank skrev i brev til departementet 15. desember 2017 blant annet at «[v]i investerer i bygg av høy kvalitet med en beliggenhet som vi forventer vil være attraktiv på lang sikt. Dette er ofte bygg med lav direkteavkastning, men som vi tror vil tiltrekke seg leietakere i lang tid og øker langsiktigheten ved investeringene med tilhørende reduserte transaksjonskostnader».

eiendomsmarkedet generelt, som har vært preget av renteoppgang og lavere etterspørsel etter kontoreiendom siden koronapandemien. Kontorsektoren har utgjort en betydelig del også av den noterte porteføljen, og har bidratt negativt.

Oppsummering og betydning for arbeidet med ny strategiplan

Norges Banks eiendomsstrategi og -portefølje ble først etablert mens det var en strategisk allokering til eiendom i referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Siden den gang har eiendomsmarkedet gjennomgått store endringer. Tradisjonelle sektorer som kontor og detaljhandel er betydelig endret som følge av fremveksten av hjemmekontor og netthandel, mens nyere sektorer som datasentre, lagereiendom og spesialiserte boligsektorer, for eksempel studentboliger, har blitt investerbar for institusjonelle investorer. I tillegg til fremveksten av nyere sektorer av mer operasjonell karakter, krever også tradisjonelle sektorer mer operasjonell oppfølging enn tidligere.²¹ Bankens strategiske valg, herunder stor vekt på tradisjonelle sektorer, et begrenset antall land og byer og hovedsakelig direkteinvesteringer, har resultert i en portefølje som har vært sårbar for store endringer i eiendomsmarkedet. Dette har bidratt til at eiendomsporteføljen har hatt svakere avkastning enn aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene. Utviklingstrekkene i markedet og erfaringene fra eiendomsforvaltningen tilsier nå en justering av vår eiendomsstrategi.

NBIMs avdeling for eiendom og unotert infrastruktur ble slått sammen med aksjeavdelingen til en samlet avdeling for aktive strategier med virkning fra 1. januar 2025. Målet med sammenslåingen er å styrke forvaltningen av begge investeringsområdene ved å samle medarbeidere med komplementær kompetanse. NBIM ansatte en ny leder for eiendomsinvesteringene våren 2025 og startet samtidig arbeidet med justeringer i eiendomsstrategien. Hovedstyret har tatt del i dette arbeidet som del av arbeidet med den nye strategiplanen som skal publiseres i desember 2025.

Strategi for eiendomsforvaltningen

Det overordnede målet for forvaltningen av fondet er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.²² Vi investerer i eiendom som del av den aktive forvaltningen. Gjennom å utnytte fondets særtrekk er målet med aktiv forvaltning å oppnå meravkastning over tid. I strategiplanen for 2026–2028 legger vi opp til å presisere at vi investerer i realaktiva for å forbedre avkastningen i fondet. Investeringer i realaktiva vil også kunne forbedre det langsiktige forholdet mellom avkastning og risiko i fondet.

Fondets størrelse og omdømme gir investeringsmuligheter som ikke er tilgjengelige for alle investorer, og mulighet for å forhandle frem bedre betingelser. Lang investeringshorisont og begrenset kortsiktige likviditetsbehov gjør at vi kan investere også i perioder der andre

²¹ Sammenlignbare fond har tilpasset seg utviklingen i eiendomsmarkedet ved å øke allokeringen til nyere sektorer på bekostning av kontor og detaljhandel. For å muliggjøre denne overgangen kombinerer sammenlignbare fond i større grad direkteinvesteringer med indirekte investeringer som gir tilgang til spesialisert kompetanse og operasjonell kapasitet.

²² Ekspertgruppen som vurderte den aktive forvaltning for departementet i 2021 viste til at Norges Bank oppgir at formålet med unoterte investeringer er å oppnå bedre diversifisering av fondet, mens mandatsreguleringen innebærer at banken kun har insentiver til å investere i aktivaklassene utenfor referanseindeksen dersom banken forventer å oppnå meravkastning.

investorer kan ha finansieringsutfordringer. For å utnytte fondets særtrekk bedre vil vi fremover anlegge en bredere tilnærming til eiendomsinvesteringene.

Blant hensynene vi vil legge vekt på i strategiplanen for perioden 2026–2028 er behovet for at porteføljen kan balanseres bedre på tvers av et bredere utvalg sektorer. Hvor de mest attraktive investeringsmulighetene befinner seg vil variere over tid. Fremover vil porteføljens geografiske sammensetning følge av vurderinger av enkelttransaksjoner og sektorer, og ikke være avgrenset til forhåndsbestemte land og byer.

Historisk har vi lagt stor vekt på direkteinvesteringer, som krever inngående lokalkunnskap og stor grad av spesialisering. Antallet markeder og sektorer vi kan dekke internt er derfor begrenset. Direkteinvesteringer med partnere vil fortsatt være en viktig del av eiendomsstrategien, men i arbeidet med ny strategiplan vil vi også vurdere mulighetene for et gradvis større innslag av indirekte investeringer. Indirekte investeringer gir ressurseffektiv tilgang til spesialkompetanse og operasjonell kapasitet som det ikke er hensiktsmessig å bygge opp internt.

Som del av arbeidet med justeringer i eiendomsstrategien vil vi også gjøre enkelte endringer i måten vi finansierer slike investeringer på. Dette er nærmere omtalt under punkt 6 i dette brevet.

Avkastningsforskjeller mellom notert og unotert eiendom

Departementet ber Norges Bank gjøre rede for hvorfor det oppstår forskjeller i avkastningen av den noterte og unoterte eiendomsporteføljen. Mens den unoterte eiendomsporteføljen har vært begrenset til kontor, detaljhandel og logistikk, har den noterte porteføljen hatt en bredere sammensetning, inkludert investeringer i boligsektoren. Gitt disse forskjellene forventer vi ikke at resultatene i notert og unotert eiendom til enhver tid vil utvikle seg likt.

Ulik verdsettelsesmetode kan også i perioder gi opphav til forskjeller i avkastningen mellom notert og unotert eiendom. Noterte eiendomsinvesteringer prises kontinuerlig i aksjemarkedet. De unoterte eiendomsinvesteringene verdsettes av uavhengige tredjeparter gjennom kvartalsvis taksering. Verdsettelsen baseres på eiendommens løpende leieinntekter, sammenlignbare transaksjoner og egenskaper som standard og beliggenhet. I perioder med større markedsendringer kan verdsettelsen av notert eiendom endres raskt, mens verdsettelsen av unotert eiendom kan være tregere til å reflektere endringer i markedsforholdene. Ulik gjeldsgrad kan forsterke disse effektene. Noterte eiendomsselskaper har typisk høyere belåning enn Norges Bank har benyttet i den unoterte porteføljen.

I sum skaper forskjellene i sektorsammensetning, verdsettelsesmetodikk og gjeldsgrad variasjoner i avkastningsmønstrene mellom den noterte og unoterte eiendomsporteføljen. I enkelte perioder, som for eksempler i 2022 og 2023, kan disse være betydelige. I 2022 hadde den noterte porteføljen svak avkastning, mens verdien av den unoterte porteføljen holdt seg stabil. I 2023 ble verdien av den unoterte porteføljen skrevet betydelig ned. Avkastningen på den noterte porteføljen var god i samme periode, og bidro til at verdien av den kombinerte porteføljen ble uendret.

I diskusjonsnotat #3 2023²³ analyserer vi korrelasjonen mellom det noterte og unoterte eiendomsmarkedet og finner at denne øker jo lengre investeringshorisonten er. Analysene viser også at korrelasjonen med aksjemarkedet avtar for begge segmentene over lengre horisonter. Korrelasjonsmønstrene indikerer at forskjellene mellom notert og unotert eiendom er kortsiktige og drevet av forbigående faktorer. På lang sikt forventer vi derfor at investeringer i notert og unotert eiendom vil ha lignende avkastnings- og risikoegenskaper, ettersom de gir eksponering mot de samme underliggende økonomiske faktorene.

5. Unotert infrastruktur for fornybar energi

Strategi for unotert infrastruktur for fornybar energi

Finansdepartementet åpnet i 2019 for at Norges Bank kan investere inntil to prosent av fondet i unotert infrastruktur for fornybar energi som del av den aktive forvaltningen. Siden 2019 har vi tilnærmet oss investeringsmulighetene og bygget kompetanse gradvis. Den første investeringen ble foretatt i 2021. Ved utgangen av tredje kvartal 2025 har vi gjort 7 investeringer, primært direkteinvesteringer innen solenergi og vindkraft i Europa.²⁴

I inneværende strategiplan har vi lagt opp til å hovedsakelig gjøre direkteinvesteringer i vindkraft og solenergi, men også vurdere fondsinvesteringer og investeringer i overføring (nettinvesteringer) og lagring av energi basert på fornybare energikilder. I oppstartsfasen har vi bygget kompetanse på direkteinvesteringer innen solenergi og vindkraft i Europa. Dette har samtidig medført en portefølje som er konsentrert geografisk og til noen få teknologier. Fremover vil vi vektlegge behovet for en bedre diversifisert portefølje på tvers av teknologier og geografier, med stabile kontantstrømmer og begrenset risiko for den investerte kapitalen.

Vi annonserte vår første fondsinvestering innen unotert infrastruktur i august 2024. Indirekte investeringer krever færre interne ressurser enn direkteinvesteringer. Fondsinvesteringer gir eksponering mot teknologier, regioner og deler av verdikjeden der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse, og er derfor et godt tilskudd til porteføljen av direkteinvesteringer. Vi vil fortsette å vurdere fondsinvesteringer blant annet som et første skritt for å investere i nye markeder og teknologier, og for muligheter til å gjøre saminvesteringer. Fondsinvesteringer innebærer samtidig høyere kostnader, noe som tilsier at de vil utgjøre en moderat andel av den samlede porteføljen.

Mange større transaksjoner innen landbasert vind, solenergi, vannkraft og nett skjer gjennom unoterte selskaper som eier, forvalter og utvikler underliggende aktiva. Sammenlignet med fondsinvesteringer er investeringer gjennom slike selskap mer kostnadseffektive. Vi vil vurdere investeringer gjennom unoterte selskap for å oppnå eksponering innen teknologier der de individuelle aktiva er forholdsvis små.

²³ <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/publications/discussion-notes/2023/drivers-of-listed-and-unlisted-real-estate-returns/>

²⁴ I beholdningslisten på NBIMs nettside er investeringene fordelt på sektor og land. De 7 investeringene fremgår derfor som 10 beholdninger på denne listen.

Den siste tiden har vi utvidet investeringsavdelingen med sikte på å kunne bygge opp porteføljen i tråd med strategiplanen. Fra og med 1. januar 2025 har investeringsavdelingen for unotert infrastruktur for fornybar energi og energiavdelingen innenfor intern verdipapirseleksjon vært organisert i samme avdeling under samme leder. Denne organiseringen legger til rette for å utnytte synergier mellom de to avdelingene. Målet med investeringene er å oppnå meravkastning.

Resultater i forvaltningen av unotert infrastruktur for fornybar energi

Siden den første infrastrukturinvesteringen ble foretatt i 2021 har samlet avkastning målt mot verdipapirene som er solgt for å finansiere investeringene vært 5,38 prosent. Avkastningen på investeringene i infrastruktur for fornybar energi består av en inntektskomponent og endring i verdien på kapitalen²⁵, disse utgjorde henholdsvis 7,86 prosent og -5,56 prosent over perioden. Videre ga inntekter fra kraftfutures, som ble brukt for å sikre kraftpriseksponeringen i investeringene, et positivt bidrag på 1,08 prosent. Transaksjonskostnader og valutaeffekter utgjorde henholdsvis -0,40 prosent og 0,27 prosent. Avkastningen på finansieringen var -2,67 prosent i samme periode. Unotert infrastruktur for fornybar energi utgjorde ved utgangen av tredje kvartal 2025 0,4 prosent av fondet.

Som for andre unoterte investeringer finnes det ikke løpende markedspriser for unotert infrastruktur. Verdsettelsen av unoterte infrastrukturinvesteringer tar utgangspunkt blant annet i forventede fremtidige kraftpriser, forventet produksjonsvolum, kapitalkostnad og eiendelenes forventede levetid. Verdsettelsen innebærer modellbaserte anslag og forutsetninger som krever et visst innslag av skjønn. Produksjonsvolum avhenger blant annet av værforhold, og endringer kan gi store utslag i resultatene på kort sikt. I perioden vi har investert i unotert infrastruktur for fornybar energi har det videre vært store bevegelser i kraftpriser og kapitalkostnad. Dette kan gi svingninger i avkastningen som ikke nødvendigvis er representative for resultatene på lang sikt.

Vi anser fortsatt investeringene for å være i en oppbyggingsfase der vi høster erfaringer og bygger kompetanse. Investeringer i infrastruktur har lang tidshorison, og prosjektene vi investerer i har typisk en levetid på 25–30 år. Erfaringen fra de første årene med infrastrukturinvesteringer har vært gode. Med en forholdsvis kort historikk og et begrenset datagrunnlag er det for tidlig å gi en nærmere vurdering av de oppnådde resultatene. Hovedstyret følger utviklingen i infrastrukturporteføljen tett, og vil gi nærmere vurderinger av resultatene når det foreligger lengre historikk.

6. Finansiering av eiendom og unotert infrastruktur

I perioden 2010–2016 var unotert eiendom del av referanseindeksen fra departementet. Da eiendom ble tatt inn i referanseindeksen ble obligasjonsandelen redusert tilsvarende. Siden 2017 har referanseindeksen bestått kun av aksjer og obligasjoner. Når fondet investerer i unotert eiendom og infrastruktur må det samtidig investeres mindre i aksjene og obligasjonene

²⁵ Verdiendringen reflekterer nedskrivning av kapitalen over tid og vil derfor ofte være negativ. Infrastrukturprosjekter skrives typisk ned til null, eksempelvis over en periode på 30 år.

som inngår i referanseindeksen. Beslutninger om hvilke aksjer og obligasjoner som skal selges for å finansiere unoterte investeringer er delegert til Norges Bank. Finansiering av unoterte investeringer behandles i ledergruppens investeringsmøte.

Norges Bank har historisk lagt vekt på diversifiseringsegenskapene ved eiendomsinvesteringene, og har søkt å innrette forvaltningen av eiendoms- og infrastrukturinvesteringene slik at disse investeringene ikke endrer valutasammensetningen, og ikke i vesentlig grad endrer markedsrisikoen i fondet. For at de unoterte investeringene ikke skal endre fondets samlede valutaeksponering, finansieres de ved å selge aksjer og obligasjoner i samme valuta som investeringen gjennomføres i.

Investeringer i eiendom finansieres med en kombinasjon av aksjer og obligasjoner. Finansieringen av noterte eiendomsinvesteringer har hatt høyere aksjeandel enn for unotert eiendom, blant annet på grunn av høyere belåning. Beregningene av aksjemarkedsrisikoen ved unoterte eiendomsinvesteringer er sensitive for datagrunnlag og beregningsmetode, og vil typisk resultere i et intervall med mulige verdier.²⁶ Innad i dette intervallet vil det være vanskelig å gi helt presist svar på hva som er den egentlige aksjemarkedsrisikoen ved eiendomsinvesteringer. Valg av aksjeandel i finansieringen er derfor til en viss grad en skjønnsmessig vurdering.

Som del av arbeidet med justeringer i eiendomsstrategien vist til under punkt 4, legger vi også opp til å justere rammeverket for finansieringen av eiendomsinvesteringer. Finansieringen av eiendomsinvesteringene har fra 2017, med mindre unntak, hatt samme aksjeandel uavhengig av egenskapene ved de underliggende investeringene. Fremover vil vi etablere et mer finmasket rammeverk for finansiering, der aksjeandelen i større grad vil tilpasses underliggende risiko ved hver enkel eiendomsinvestering. Investeringer i veletablerte sektorer med lav ledighetssgrad vil ha lavere aksjeandel, mens prosjekter med behov for operasjonell involvering, i nyere eller fremvoksende sektorer eller med innslag av utviklingsrisiko vil ha høyere aksjeandel. I tillegg vil vi også ta hensyn til grad av belåning. Gjennom dette rammeverket vil vi tydeliggjøre sammenhengen mellom risiko og finansieringskostnad ved hver investering.²⁷

Aksjeandelen i finansieringen av eiendom har historisk trolig vært noe høy. Gitt det nye rammeverket for finansiering av eiendomsinvesteringer, forventer vi at finansieringen fremover samlet sett vil ha en noe lavere aksjeandel enn i dag. Den totale markedsrisikoen i fondet kan dermed øke marginalt sammenlignet med dagens nivå og eiendomsstrategien vil kunne innebære en marginal eksponering mot generell markedsrisiko. Markedsrisikoen ved eiendomsinvesteringer vil fortsatt rammes inn gjennom grensen for forventet relativ volatilitet.

²⁶ Se også brev til Finansdepartementet 10. oktober 2016 om ny regulering av eiendomsinvesteringene.

²⁷ Hovedstyret besluttet i møtet 30. oktober at følgende bestemmelse skal tas inn i Prinsipper for risikostyring i Norges Bank Investment Management: «NBIM shall establish a framework for deciding the funding of investments in unlisted assets. The framework shall consider the underlying risks of the investment and adjust for leverage. The funding shall be decided before formal approval of unlisted investments.»

Direkteinvesteringer i unotert infrastruktur for fornybar energi finansieres med obligasjoner. Kontantstrømmen fra slike investeringer er i begynnelsen ofte sikret gjennom langsiktige kraftkjøpsavtaler eller myndighetsgarantier. Etter at perioden med sikrede priser løper ut, kan kontantstrømmene variere med kraftprisene, eller det kan inngås nye kraftkjøpsavtaler. Selv om kraftpriser kan være volatile tyder våre analyser på at de ikke er nevneverdig korrelert med aksjemarkedet. Indirekte investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan imidlertid innebære eksponeringer som tilsier at finansieringen bør inkludere en viss andel aksjer.

7. Avsluttende merknader

Norges Bank er tilfreds med at avkastningen for fondet samlet over tid har vært god, og at avkastningen er høyere enn referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Forvaltningen er etter vår vurdering gjennomført på en god måte.

Norges Bank legger stor vekt på åpenhet om forvaltningen av fondet. Åpenhet om historiske resultater kan styrke evnen til å holde fast ved langsiktige strategier, også i perioder med markedsuro. Evalueringer av historiske resultater spiller også en viktig rolle i videreutviklingen av våre strategier for å forvalte fondet med mål om høyest mulig avkastning gitt akseptabel risiko, innfor rammene fastsatt av Finansdepartementet.

Med hilsen

Ida Wolden Bache

Trond Grande

Elektronisk signert / Signed electronically:

3.11.2025, Ida Wolden Bache

3.11.2025, Trond Grande

Vedlegg

Mottakerliste:

FINANSDEPARTEMENTET	Postboks 8008	0030 OSLO	Norway
	DEP		