

Working Paper Series 3/12

# INVESTERINGSSTRATEGIEN FOR STATENS PENSJONSFOND UTLAND

Reidun Grue Nerheim  
Finansdepartementet, Avdeling for formuesforvaltning

September 2012



Centre for Monetary Economics  
BI Norwegian Business School

ISSN 1503-3031

# INVESTERINGSSTRATEGIEN FOR STATENS PENSJONSFOND UTLAND<sup>1</sup>

## 1. Innledning

Den 20. juli 1969 satte mennesket fot på månen. Noen måneder senere, da riggsjefen på leteriggen *Ocean Viking* på Ekofiskfeltet fikk se de første dråpene av olje om bord på riggen, skal han ha sagt følgende: ”*Det astronautene har gjort er flott, men hva med dette?*”<sup>2</sup>

Allerede på 1970-tallet ble det lagt vekt på en langsiktig og god forvaltning av den norske petroleumformuen slik at den kunne komme flere generasjoner til gode. En erkjente tidlig at inntektene fra petroleumsvirksomheten ikke er inntekter i vanlig forstand, men har sitt motstykke i nedbygging av en ikke-fornybar ressurs.

I dag ligger om lag en tredjedel av den anslåtte samlede verdien av petroleumformuen fortsatt i bakken. Om lag en tredjedel er enten brukt løpende over statsbudsjettene eller til å betale ned på statsgjelden. Den siste tredjedelen er plassert i utlandet gjennom investeringene i Statens pensjonsfond utland (SPU). Ved utgangen av første halvår 2012 var SPU's markedsverdi på over 3 500 mrd. kroner. Det gjør fondet til et av de største statlige investeringsfondene i verden.

Fondets rolle er å være en finansiell investor. Ved utgangen av 2011 ga aksjeinvesteringene en gjennomsnittlig eierandel på 1,1 pst. i verdens børsnoterte selskaper, mens eierandelen i obligasjonsmarkedet var 0,6 pst.<sup>3</sup> Finansdepartementet har fastsatt at fondet maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et enkelt selskap.

Utgangspunktet for arbeidet med investeringsstrategien for SPU er å søke en høyest mulig kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko. Strategien er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Den bygger på teorien om at det å ta risiko over tid gir betalt i form av høyere forventet avkastning. Aksjer er mer risikable enn obligasjoner. Investorer vil kreve å få betalt for dette i form av en høyere forventet avkastning ved aksjeinvesteringer. Størrelsen på denne meravkastningen, eller aksjepremien, er usikker og vil variere over tid. Siden fondet startet å investere i aksjer i 1998 og fram til i dag har den realiserte aksjepremien vært negativ.

Norges Bank skal gi Finansdepartementet råd om investeringsstrategien. Slike råd kan gis på eget initiativ eller etter anmodning fra departementet. Det er opprettet et strategiråd med eksterne eksperter som evaluerer departementets arbeid. Dette rådet bidrar også med faglige innspill til videreutviklingen av fondets investeringsstrategi. I tillegg innhenter Finansdepartementet jevnlig råd og vurderinger fra anerkjente akademikere og analysefirmaer om aktuelle temaer.

---

<sup>1</sup> Artikkelen er basert på omtalen i Meld. St. 17 (2011-2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*, Meld. St. 15 (2010-2011) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010* og Meld. St. 10 (2009-2010) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009*. Takk til kolleger i Avdeling for formuesforvaltning for nyttige kommentarer.

<sup>2</sup> Kilde: [www.norskolje.museum.no](http://www.norskolje.museum.no).

<sup>3</sup> Målt ved hhv. markeds kapitaliseringen til FTSE Global All Cap-indeksen (aksjer) og Barclays Global Aggregate-indeksen (obligasjoner).

I avsnitt 2 gis en oversikt over hovedtrekkene ved investeringsstrategien for SPU. Avsnitt 3 gjør rede for endringene i investeringsstrategien gjennom de siste årene. I avsnitt 4 omtales arbeidet med å videreutvikle investeringsstrategien. En oppsummering følger avslutningsvis, i avsnitt 5.

## 2. Hovedtrekk ved investeringsstrategien

Investeringsstrategien for SPU er avledet av fondets særtrekk og antakelser om finansmarkedenes virkemåte. Finansdepartementet som fondets eier og Norges Bank som forvalter har over tid utviklet en investeringsstrategi som særlig kjennetegnes ved:

- å tjene på risikopremier over tid,
- å spre investeringene,
- å utnytte fondets lange investeringshorisont,
- en ansvarlig investeringspraksis,
- kostnadseffektivitet,
- et moderat innslag av aktiv forvaltning og
- en klar styringsstruktur.

I finansmarkedene belønnes investorer som er villige til å ta risiko, med en høyere forventet avkastning. Denne forventede meravkastningen kalles en risikopremie. Forvaltningen sikter ikke mot at svingningene i fondets avkastning skal bli minst mulige. En strategi med dette som formål ville gitt vesentlig lavere forventet avkastning. SPU har en større evne til å bære risiko enn mange andre investorer. Det må blant annet ses i sammenheng med at fondet ikke har klart definerte forpliktelser i framtiden og den svært lange tidshorisonen.

Ved å spre investeringene på mange verdipapirer kan den samlede risikoen bli lavere enn risikoen i hver enkelt investering. SPU er investert i både aksjer, obligasjoner og fast eiendom, og fondets investeringer i aksjer og obligasjoner er spredt på markeder i mange land. I hvert marked er investeringene igjen fordelt på en rekke enkeltelskaper og utstedere.

Investeringene i SPU er langsiktige. Det er lite sannsynlig at staten vil behøve å ta ut store beløp fra fondet på kort tid. Fondet er heller ikke avhengig av kortsiktig finansiering eller underlagt reguleringer som kan tvinge fram salg på uønskede tidspunkter. Den lange tidshorisonen gjør det lettere å tåle betydelige svingninger i fondets avkastning fra år til år. Langsiktigheten støtter opp under beslutningen om å investere 60 pst. av fondet i aksjer. Aksjeplasseringene ventes å gi vesentlige bidrag til avkastningen over tid, men de fører også til større svingninger i resultatene. SPU utnytter dessuten langsiktigheten ved å investere i aktiva som er mindre omsettelige, slik som fast eiendom.

Investeringsstrategien er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Den forventede realavkastningen av plasseringene i SPU er anslått til 4 pst. Dette er et anslag som skal dekke både opp- og nedgangstider over generasjoner. For perioden 1997-2011 var realavkastningen av SPU i gjennomsnitt 2,7 pst. per år. Avkastningen i disse 15 årene er godt innenfor det som må regnes som normale svingninger rundt en forventning på 4 pst.

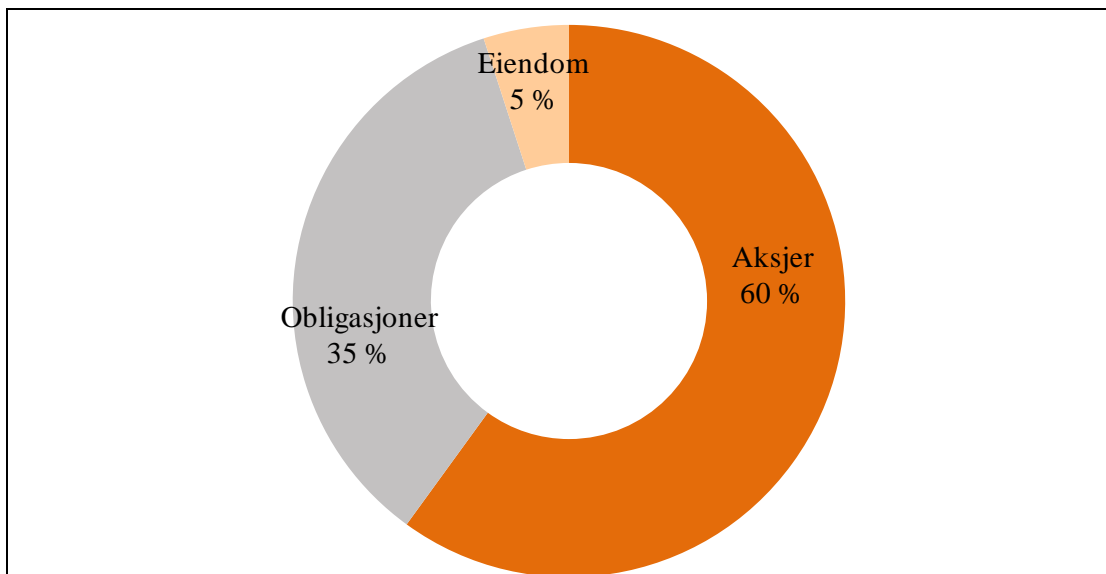
SPU skal følge en ansvarlig investeringspraksis som fremmer god selskapsstyring og tar hensyn til samfunnsmessige og miljømessige forhold, i tråd med beste praksis internasjonalt. En

ansvarlig investeringspraksis støtter opp under målet om å oppnå god avkastning over tid. Fondets rolle som ansvarlig investor kommer blant annet til uttrykk i retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper som ikke etterlever en etisk minstandard. Etikkrådet for SPU gir råd til Finansdepartementet om observasjon eller utelukkelse av selskaper basert på disse retningslinjene. Norges Bank utøver fondets eierskap i ulike selskaper. Hensikten er å bidra til bedre sammenfall mellom selskapenes interesser og SPUs interesser som langsiktig investor.

Det legges vekt på at forvaltningen av fondet skal være kostnadseffektiv. Sammenlikninger med andre store fond viser at Norges Banks forvaltningskostnader er relativt lave. Fondets størrelse gjør det mulig å utnytte stordriftsfordeler. Over tid har forvaltningskostnadene som andel av fondskapitalen falt.

Mandatet for SPU inneholder overordnede rammer for forvaltningen i form av referanseindekser for aksjer og obligasjoner og rammer for avvik fra disse indeksene. Norges Bank skal innenfor disse rammene søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Rammene innebærer et moderat innslag av aktiv forvaltning i fondet.

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i en klar styringsstruktur der Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre, NBIM (Norges Bank Investment Management) og interne og eksterne forvaltere har ulike roller og ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover.



**Figur 1 Strategisk referanseindeks for SPU\***

\*Det er lagt opp til at inntil 5 pst. av kapitalen i SPU skal investeres i fast eiendom. Disse investeringene vil føre til en tilsvarende reduksjon i andelen investert i obligasjoner. Ved utgangen av 2011 var 0,3 pst. av kapitalen investert i eiendom (i sin helhet i Europa).

Kilde: Finansdepartementet, Meld. St. 17 (2011-2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

Investeringsstrategien for SPU uttrykkes gjennom fondets strategiske referanseindeks. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital skal være investert, dersom Norges Bank ikke skal trekke på rammen for avvik fra indeks. Indeksen er fordelt på aksjer (60 pst.), obligasjoner (35-40 pst.) og eiendom (0-5 pst.), jf. figur 1. Den har også vært fordelt på tre geografiske regioner: Europa, Amerika/Afrika og Asia/Oseania. Regionvektene har til nå vært henholdsvis 50 pst., 35 pst. og 15 pst. for aksjer og 60 pst., 35 pst. og 5 pst. for obligasjoner. Det innebærer at mer enn halvparten av kapitalen i fondet har vært plassert i Europa. Regionvektene har vært et resultat av avveining av flere hensyn, men et viktig formål med den høye andelen i Europa har vært å redusere fondets valutarisiko. I meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond som ble lagt fram i 2011 ble det imidlertid gjort en analyse som viste at valutarisikoen på lang sikt var mindre enn tidligere lagt til grunn, og uansett relativt liten. Det ble derfor varslet at andelen investert i Europa burde reduseres over tid til fordel for større andeler i resten av verden, for å gi en enda bredere geografisk spredning av investeringene. Endringene som ble lagt fram i meldingen til Stortinget i år, fulgte opp dette, jf. nærmere omtale i avsnitt 3 nedenfor.

### **3. Endringer av investeringsstrategien de siste årene**

Figur 2 viser milepæler i utviklingen av investeringsstrategien for SPU siden den første overføringen til fondet ble foretatt i 1996.

Fondet har investert i aksjer siden 1998. I 2000 ble noen framvoksende markeder inkludert i referanseindeksen for aksjer, mens referanseindeksen for obligasjoner i 2002 ble utvidet med ikke-statsgaranterte obligasjoner. Det ble innført nye etiske retningslinjer for fondet i 2004. I 2007 ble det besluttet å inkludere segmentet for små selskaper i referanseindeksen for aksjer og å øke aksjeandelen fra 40 til 60 pst. I 2008 ble det besluttet å starte opp arbeidet med å bygge opp en portefølje av eiendomsinvesteringer. Det ble også vedtatt å utvide referanseindeksen ved å inkludere alle framvoksende aksjemarkeder i henhold til FTSEs definisjon. I tillegg ble eierandelsgrensen for aksjeinvesteringer i enkeltselskaper hevet fra 5 til 10 pst. De etiske retningslinjene ble evaluert i 2009, og evalueringen resulterte i en mer helhetlig strategi for ansvarlig investeringspraksis som ble vurdert å være i tråd med den internasjonale utviklingen på området.

Erfaringene fra finanskrisen som startet i 2007, viste at det var behov for en ny vurdering av det faglige grunnlaget for aktiv forvaltning, og for å klargjøre hvilken rolle aktiv forvaltning skal spille som en del av den samlede investeringsstrategien. Det ble på denne bakgrunn foretatt en bred gjennomgang av den aktive forvaltningen, som ble lagt fram for Stortinget våren 2010. Gjennomgangen resulterte i flere endringer i retningslinjene for denne virksomheten. Noen av strategiene som ble brukt i forvaltningen av fondets obligasjoner, ble utelukket. Rammen for forventet relativ volatilitet, som sier noe om hvor mye avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen forventes å variere, ble redusert. Departementet vil foreta en gjennomgang av aktiv forvaltning i begynnelsen av hver stortingsperiode.

1996	Første tilførsel til fondet på i underkant av 2 mrd. kroner
1998	Aksjer inkludert i referanseindeksen (40 pst.)
2000	Noen framvoksende aksjemarkeder inkludert i referanseindeksen for aksjer
2002	Ikke-statsgaranterte obligasjoner inkludert i referanseindeksen for obligasjoner
2004	Flere framvoksende aksjemarkeder inkludert i referanseindeksen for aksjer Nye etiske retningslinjer
2007	Beslutning om økning av aksjeandel til 60 pst. Inkludering av små selskaper
2008	Beslutning om investering i eiendom Inkludering av alle framvoksende aksjemarkeder iht. FTSEs klassifisering
2009	Opptrapping til 60 pst. aksjer fullført ved halvårsskiftet Evaluering av etiske retningslinjer
2010	Retningslinjer for investering i eiendom fastsatt Evaluering av aktiv forvaltning
2011	Første eiendomsinvesteringer foretatt i London og Paris
2012	Ny referanseindeks for obligasjoner Ny geografisk fordeling for aksjer

**Figur 2 Milepæler i utviklingen av investeringsstrategien for SPU.**

Den praktiske gjennomføringen av endringene har vært gjort gradvis og i flere tilfeller spredt over flere år

Kilde: Finansdepartementet, Meld. St. 17 (2011-2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

Finansdepartementet har uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på om lag ¼ prosentpoeng i gjennomsnitt over tid. Som en tilnærming måles dette ved brutto meravkastning, som er differansen mellom fondets brutto avkastning (avkastning før forvaltningskostnader) og referanseindeksens avkastning. Til tross for at meravkastningen i 2011 ble negativ, har Norges Bank oppnådd en noe høyere meravkastning enn forventningen på ¼ prosentpoeng i gjennomsnitt siden 1998.

Finansdepartementet fastsatte retningslinjer for investeringer i fast eiendom i mars 2010. Norges Bank skal plassere inntil 5 pst. av kapitalen i en egen eiendomsportefølje og søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Andelen investert i obligasjoner skal reduseres tilsvarende. Det er forventet at det vil ta mange år å bygge opp en egnet eiendomsportefølje. Det er også forventet at porteføljen de første årene vil være konsentrert om europeiske eiendomsmarkeder. SPU's første

eiendomsinvestering, kjøpet av 25 pst. av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London, ble fullført 1. april 2011. I juli 2011 fulgte kjøpet av 50 pst. av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA-gruppen. I begge tilfeller inngikk Norges Bank og selskapet et partnerskap, som gjennomførte ytterligere investeringer i løpet av året. I juli 2012 inngikk SPU en avtale om å kjøpe 50 pst. av fem eiendommer i Paris fra Generali Group.

I årets melding til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond ble det lagt fram flere endringer i investeringsstrategien for SPU, blant annet basert på råd fra Norges Bank og rapporter utarbeidet av konsultentselskapet MSCI (global aksjeallokering) og professor Campbell Harvey ved Duke University (aksjeallokering til framvoksende markeder).

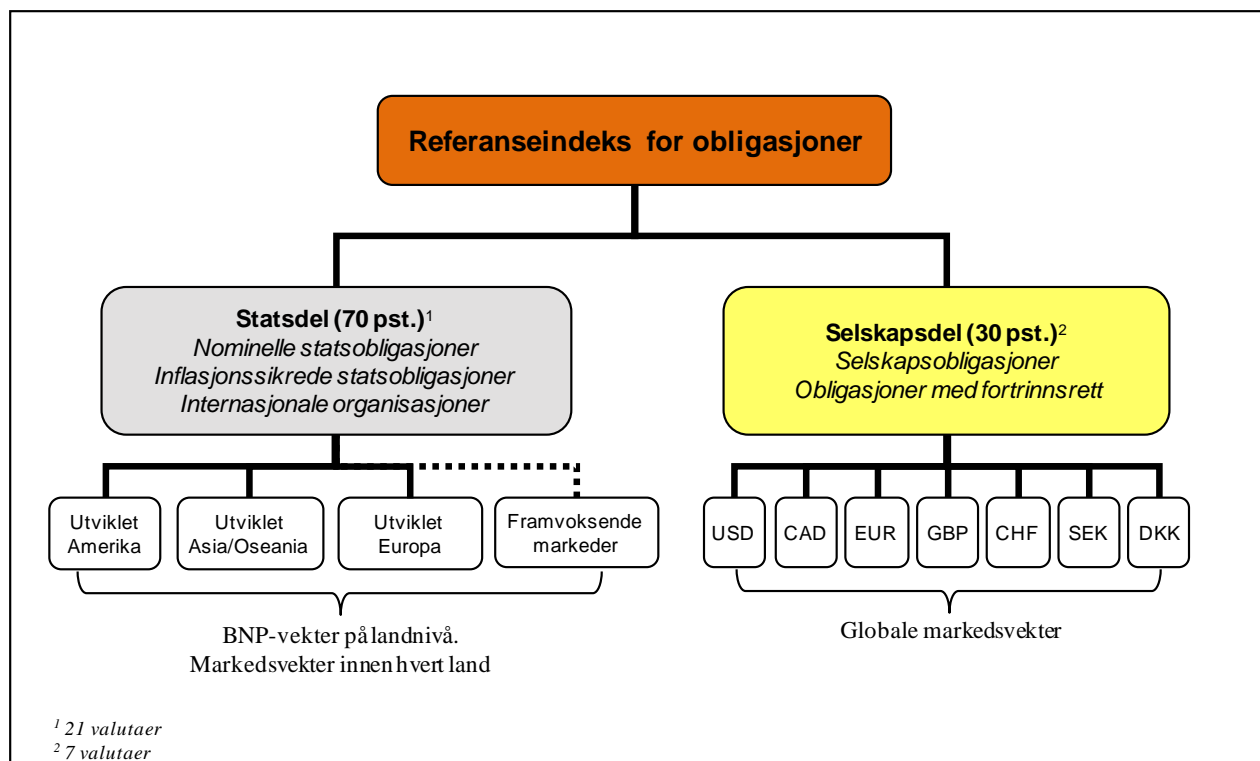
Referanseindeksene for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer endres. Formålet er å få en enda bredere fordeling av fondets investeringer på land og geografiske regioner. En enstemmig finanskomité på Stortinget sluttet seg til de planlagte endringene av investeringsstrategien. De nye referanseindeksene trådte i kraft fra 29. juni 2012, men overgangen vil bli gjennomført over tid.

Den nye referanseindeksen for obligasjoner er delt i en statsdel og en selskapsdel, jf. figur 3. Statsdelen utgjør 70 pst. Formålet med denne delen av obligasjonsporteføljen er å dempe svingningene i fondets samlede avkastning. Fram til i dag har investeringene i obligasjoner langt på vei vært basert på markedsvekter. Det innebærer at en innenfor hver region har gitt størst vekt til de landene som har høyest gjeld. Kraftig gjeldsoppbygging i mange land og økt usikkerhet knyttet til enkelte staters evne til å betjene gjelden understreket behovet for å se på prinsippene for referanseindeksen fordeling på statsobligasjoner på nytt. Nå vil fordelingen i stedet baseres på landenes økonomiske størrelse målt ved BNP. I tillegg er det lagt inn en bestemmelse i mandatet til Norges Bank om at banken skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke i sammensetningen av obligasjonsporteføljen.

Statsobligasjoner med høy kredittvurdering ("investment grade") utstedt i lokal valuta fra framvoksende markeder er inkludert i den nye indeksen. Det innebærer en utvidelse med ti nye land. Denne listen kan bli lengre etter hvert. Disse grepene forventes å bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i obligasjonsporteføljen over tid. En slik utvidelse av indeksen er en naturlig videreutvikling av investeringsstrategien for fondet. Alle de ti nye valutaene tilhører land som allerede har inngått i SPUs referanseindeks for aksjer.

Obligasjoner utstedt av foretak utgjør 30 pst. av den nye indeksen. Slike obligasjoner er normalt mer risikable enn statsobligasjoner og forventes derfor å gi en litt høyere avkastning (kredittpremien). Indeksen er forenklet ved at flere delmarkeder er tatt ut. Denne delen av obligasjonsindeksen er fremdeles basert på prinsippet om markedskapitalvekter.

Det er også fastsatt en ny referanseindeks for aksjer. Denne tar utgangspunkt i globale markedsvekter, som er et mye brukt prinsipp for aksjeindekser. Det innebærer at referanseindeksen er endret slik at en nærmer seg en fordeling på land og regioner som følger aksjemarkedenes størrelse i de ulike landene og regionene. Markedsvekter har også svakheter som kan redusere forventet avkastning, men Finansdepartementets vurdering er at fondets geografiske fordeling på overordnet nivå i liten grad er egnet til å justere for disse svakhetene på en god måte.



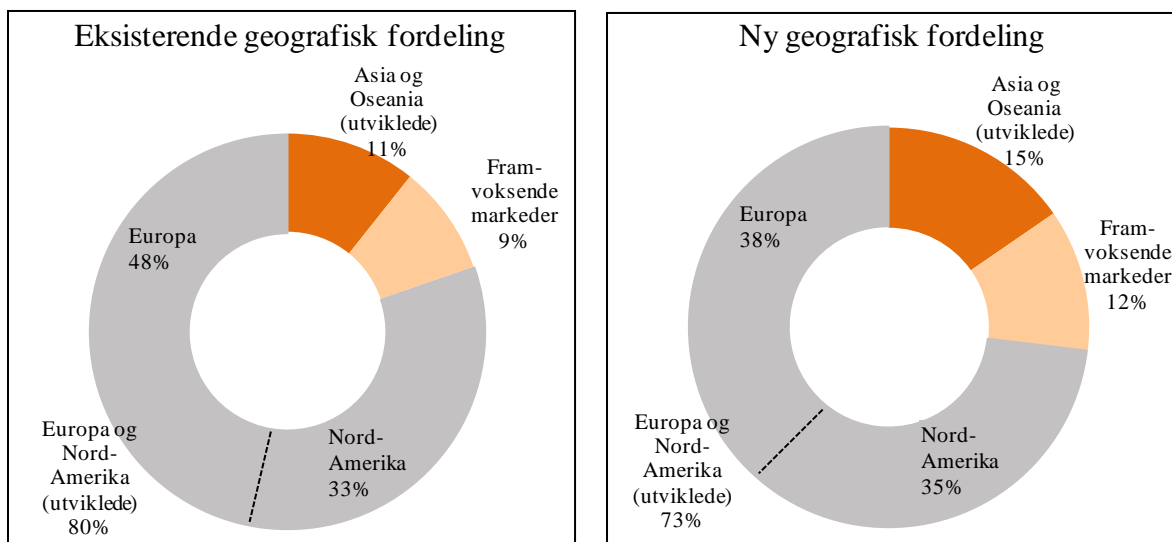
**Figur 3 Ny referanseindeks for SPU's obligasjonsinvesteringer**

Kilde: Finansdepartementet, Meld. St. 17 (2011-2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

Samlet sett gir den nye geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer en bredere geografisk spredning av aksjeinvesteringene enn tidligere, jf. figur 4.

En større andel av kapitalen vil bli investert i de framvoksende aksjemarkedene. Andelen investert i Europa skal reduseres over tid. Fordelingen mellom Europa og Nord-Amerika vil på sikt bli mer lik enn i dag, men en går ikke helt over til å følge disse aksjemarkedenes respektive størrelse. Det må ses i sammenheng med at en overgang til globale markedsvekter med dagens kurser ville innebære at andelen investert i Europa om lag halveres. Dette ville være en stor endring. En overgang til globale markedsvekter ville dessuten medført en høyere andel investert i USA. Selv om verdens selskaper og finansmarkeder er blitt stadig mer internasjonale, bør landspesifikk risiko etter Finansdepartementets vurdering fortsatt tas hensyn til i den geografiske fordelingen av fondets referanseindeks. Det ventes ikke vesentlige endringer i avkastning på lang sikt som følge av den nye referanseindeksen for aksjer.





**Figur 4 Illustrasjon av ny geografisk fordeling for aksjer i SPU. Basert på markedskurser ved inngangen til 2012. Prosent**

Fordelingen vil variere med markedsutviklingen. I figuren er andelen utviklede markeder i Europa redusert med 10 prosentpoeng fra vekten ved inngangen til 2012.

Kilde: Finansdepartementet, Meld. St. 17 (2011-2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

Tabell 1 viser regionfordelingen i SPU med tidligere og ny referanseindeks, samlet for aksjer og obligasjoner. Tallene for Amerika/Afrika, Europa og Asia/Oseania i hver av de to kolonnene summerer seg til 100. Regionfordelingen i ny referanseindeks er basert på markedsverdier ved inngangen til 2012. Andelen i ulike regioner og land vil framover avhenge av både markedsutviklingen (aksjer og selskapsobligasjoner) og den relative utviklingen i BNP (statsobligasjoner).

	Tidligere referanseindeks	Ny referanseindeks
Amerika/Afrika	35	40
Europa	54	41
Asia/Oseania	11	19
<i>Herav:</i>		
Framvoksende markeder	6	10

**Tabell 1 Regionfordeling i SPU med tidligere og ny referanseindeks. Målt ved markedsverdier ved inngangen til 2012. Prosent**

Kilde: Finansdepartementet, Meld. St. 17 (2011-2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

Når markedsverdier endres, må Norges Bank selge og kjøpe verdipapirer for å sikre at risikoen i fondet fortsatt stemmer godt overens med den langsiktige fordelingen på aktivaklasser og regioner. Dette kalles rebalansering.

Erfaringene med rebalansering er gode. De nye referanseindeksene for aksjer og obligasjoner innebærer at en går bort fra en strategi basert på faste regionvekter. Det betyr at rebalanseringsreglene endres. Finansdepartementet arbeider videre med detaljene i hvordan rebalanseringsreglene nå skal utformes. Departementet legger opp til å gi en nærmere orientering om de nye rebalanseringsreglene i Nasjonalbudsjettet for 2013.

#### **4. Videreutvikling av investeringsstrategien**

Det er naturlig at investeringsstrategien for SPU utvikles videre med sikte på ytterligere risikospredning, for eksempel gjennom å inkludere flere aktivaklasser, eller å vurdere investeringer som drar fordel av fondets særtrekk. I Meld. St. 17 (2011-2012) står det at Finansdepartementet vil arbeide videre med å vurdere ulike måter å utnytte fondets særtrekk på.

I Meld. St. 15 (2010-2011) ble spørsmålet om SPU bør investeres i unoterte aksjer og infrastruktur drøftet. Unoterte investeringer skiller seg på mange områder fra investeringer i aksjer og obligasjoner. Det ble i meldingen vist til at det er knyttet betydelig usikkerhet til hvilken avkastning investorer kan få fra slike investeringer når en tar hensyn til risikoen og kostnadene ved dem. Finansdepartementet konkluderte med at en først bør høste erfaringer fra investeringene i fast eiendom, men at fondets særtrekk gjør det naturlig å komme tilbake til spørsmålet om unoterte aksjer og infrastruktur senere.

I meldingen skrev Finansdepartementet også om arbeidet med å vurdere en større rolle for såkalte systematiske risikofaktorer i forvaltningen av fondet. Over tid har for eksempel aksjer i små selskaper gitt en høyere avkastning enn aksjer i store selskaper. Denne meravkastningen kalles størrelsespremien. Videre har aksjer i selskaper der markedsverdien er relativt lav i forhold til nøkkeltall som selskapets inntjening, utbytte eller bokført verdi over tid, gitt en høyere avkastning enn aksjer i selskaper der markedsverdien er høy relativt til nøkkeltall. Dette kalles verdipremien. Andre faktorer som på en systematisk måte kan forklare risikoen og avkastningen på en investering, har vist seg å være momentum, volatilitet og likviditet. Disse tre faktorene er knyttet til henholdsvis kortsiktig historisk avkastning, kortsiktige verdisvingninger og hvor lett omsettelig en investering er.

Historisk avkastning på aksjer kan i noen grad forklares med utviklingen i ulike systematiske risikofaktorer. Det er imidlertid ikke etablert noen bred enighet blant investorer eller i academia om hvor stabile faktorene er, eller hvorfor slike faktorer i perioder har ført til en annen og høyere avkastning.

At det finnes systematiske risikofaktorer kan tyde på at investorene har et mer nyansert syn på investeringenes egenskaper og risiko enn det som gjenspeiles i den såkalte kapitalverdimodellen. På dette grunnlaget kan en investor finne det gunstig å avvike fra markedsporteføljen for å ta hensyn til sine særtrekk. Betalingen en mottar i form av en risikopremie, vil avhenge av hvor krevende det i gjennomsnitt er for investorer å bære slik risiko. Alle investorer er imidlertid ikke

like godt egnet til å bære alle former for risiko. Dersom en er bedre egnet enn gjennomsnittet av investorene til å bære en bestemt form for risiko, bør en vurdere å ta mer av denne formen for risiko enn det som følger av markedsporteføljen for å oppnå et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko.

Økt oppmerksomhet om systematiske risikofaktorer er i tråd med anbefalingene til professorene Ang, Goetzmann og Schaefer fra 2009 og med rapporten fra Strategirådet 2010.<sup>4</sup> Norges Bank har i brev til Finansdepartementet 2. februar 2012, samt i egne analysenotater, drøftet hvordan fondets aksjeportefølje kan utsettes for ulike risikofaktorer.

I Meld. St. 17 (2010-2011) la Finansdepartementet vekt på at det er ulike syn på hvordan en bør utnytte systematiske risikopremier i forvaltningen, og at det derfor er naturlig å gå gradvis fram. Det ble også trukket fram at et viktig innspill i det videre arbeidet er Norges Banks anbefaling om at eksponering mot systematiske risikofaktorer ikke bygges inn i referanseindeksen, men snarere inngår i den operative forvaltningen av fondet. Finansdepartementet understreket at strategier for å utnytte risikopremier må være langsiktige og utformet slik at en evner å holde fast ved dem også i perioder der den forventede avkastningen uteblir. Norges Banks arbeid med å bygge opp kompetanse og erfaring med slike strategier innenfor dagens rammer for forvaltningen støtter opp under et slikt syn.

## 5. Oppsummering

I strategien for forvaltningen av SPU legges det til grunn at avkastningen vil avhenge av en bærekraftig utvikling globalt - både i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, og av velfungerende, legitime og effektive finansmarkeder.

Siden 1998 har den årlige avkastningen av SPU variert mellom -23 og 25 pst. Beregninger gjort av Finansdepartementet og Norges Bank viser at vi må regne med at svingninger i verdien av fondet fra ett år til det neste på 10 pst. vil være vanlige. Fondet har høy evne til å tåle slike svingninger, og investeringsstrategien har vist seg robust også i perioder med uro i finansmarkedene.

Investeringsstrategien for SPU er blitt utviklet over tid basert på omfattende faglige vurderinger. Endringer i strategien må ses i et langsiktig perspektiv. Det er ikke ønskelig å gjøre om på strategien raskt eller for ofte, og ikke på bakgrunn av dagsaktuelle tema.

I de årlige meldingene til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond gjør Finansdepartementet rede for arbeidet med investeringsstrategien og oppfølgingen av forvaltningen. Meldingene er gjenstand for en grundig demokratisk behandling i Stortinget og oppmuntrer til debatt om fondets investeringer. Stortingets behandling av meldingene viser at det er bred politisk enighet om investeringsstrategien. Høy oppslutning om hvordan fondet forvaltes gir gode forutsetninger for at petroleumsinntektene kan komme både dagens og kommende generasjoner til gode.

---

<sup>4</sup> Rapportene er tilgjengelige på [www.regjeringen.no/spf](http://www.regjeringen.no/spf) under publikasjoner.

## Working Paper Series

- 1/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Globalisering
- 2/07 **Houg, Kjetil, Steinar Juel og Frank Jullum**  
Økonomiske paradokser
- 3/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Folk på vandring
- 4/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Hvor går verden? Noen utvalgte krefter og trender
- 5/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Utenrikspolitiske refleksjoner
- 6/07 **Bottelier, Pieter and Gail Fosler**  
Can China's growth trajectory be sustained?
- 7/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Uro
- 1/08 **Houg, Kjetil**  
A note on the concept of risk
- 2/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Kjøp og salg av risiko
- 4/08 **Husum, Hans Olav**  
Hvor kommer pengene fra?  
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
- 5/08 **Steigum, Erling**  
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Om finanskrisen i USA
- 7/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**  
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**  
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09 **Chand, Sheetal K.**  
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09 **Liikanen, Erkki**  
Finland, EMU and the euro
- 5/09 **Isachsen, Arne Jon**  
Kina viser muskler

## Working Paper Series

- 6/09**                    **Isachsen, Arne Jon**  
En dag med China Daily
- 7/09**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Scener fra en finanskrise
- 1/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10**                    **Steigum, Erling**  
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Fortellinger om samfunnet
- 6/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Hva Kina vil
- 7/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Kinas makt
- 1/11**                    **Børsum, Øystein**  
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11**                    **Alstadheim Ragna**  
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Økonomi er risikosport
- 5/11**                    **Steigum Erling**  
The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
- 6/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Felles valuta krever felles vaner
- 1/12**                    **Isachsen Arne Jon**  
Is China Falling Apart?
- 2/12**                    **Isachsen Arne Jon**  
På vandring
- 3/12**                    **Nerheim, Reidun Grue**  
Investeringsstrategien for statens pensjonsfond utland

## Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**  
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**  
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**  
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**  
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**  
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**  
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**  
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 13/2012** **Torvik Ragnar, Vredin Anders and Wilhelmsen Bjørn Roger**  
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: [cme@bi.no](mailto:cme@bi.no) <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031