



NORGES BANK

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

Dato: 15. mars 2016  
Deres ref.:  
Vår ref.: 16/00536

## HOVEDSTYRETS VURDERING AV RESULTATENE I STATENS PENSJONSFOND UTLAND, 2015

Norges Bank forvalter store verdier på vegne av fellesskapet, og legger vekt på å kommunisere åpent, etterrettelig og gjenkjennelig. Rapporteringen om forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) er utvidet over tid, både ved at mer informasjon er gjort tilgjengelig, og ved at det publiseres flere rapporter om forvaltningen.

Norges Banks årsrapportering for 2015 omfatter fire rapporter:

- Årsrapport for 2015, 9. mars 2016
- Utvidet rapport om ansvarlige investeringer, 4. februar 2016
- Utvidet rapport om avkastning og risiko, 16. mars 2016
- Utvidet rapport om unoterte eiendomsinvesteringer, publiseres i april 2016

Hovedstyret vil her gi sine vurderinger av resultatene i forvaltningen, jf. mandatets § 6-2, tredje ledd b).

### Norges Banks forvaltningsorganisasjon

Norges Bank bidrar til en langsiktig og profesjonell forvaltning av fondet. Siden etableringen av NBIM i 1998 har Norges Bank bygget opp en forvaltningsorganisasjon med høy kompetanse og global tilstedeværelse. NBIM hadde ved utgangen av 2015 mer enn 500 ansatte fra over 30 nasjoner. I tillegg til hovedkontoret i Oslo har banken opprettet kontorer i London, New York, Shanghai og Singapore, samt datterselskaper i Luxembourg og Tokyo.

Hovedstyret opprettet i 2015 to saksforberedende underutvalg i tillegg til revisjonsutvalget og kompensasjonsutvalget. Risiko- og investeringsutvalget er et saksforberedende utvalg for saker om investeringsstrategi, risikorammer og store eiendomsinvesteringer. Eierskapsutvalget skal på tilsvarende måte forberede saker som gjelder ansvarlige investeringer, herunder tilrådninger fra Etikkrådet om uttrekk og observasjon av selskaper. Begge de to nye utvalgene ledes av bankens 2. visesentralbanksjef og har to eksterne hovedstyremedlemmer som øvrige medlemmer.

*Hovedstyrets vurdering er at en har etablert en god forvaltningsorganisasjon som er i stand til å håndtere et stadig voksende og mer sammensatt fond.*

Postadresse  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 Oslo

Besøksadresse  
Bankplassen 2  
Oslo

Telefon 22 31 60 00  
Telefaks 22 41 31 05  
www.norges-bank.no  
central.bank@norges-bank.no

Organisasjonsnummer  
NO 937 884 117 MVA

### **Vurderinger av avkastningen i aksje- og renteporteføljen**

Avkastningen av investeringene i SPU var 2,7 prosent i 2015 målt i fondets valutakurv. Avkastningen av aksje- og renteinvesteringene var 2,5 prosent. Fra etableringen av NBIM 1. januar 1998 og fram til utgangen av 2015 har fondet hatt en årlig brutto avkastning målt i fondets valutakurv på 5,6 prosent. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon, har vært 3,7 prosent. Forholdstallet mellom avkastning og risiko for aksje- og obligasjonsinvesteringene, den såkalte Sharpe-brøken, har vært 0,48 etter kostnader for hele perioden.

Norges Bank forvalter SPU med utgangspunkt i et mandat fra Finansdepartementet. Mandatet definerer målsettingen for Norges Banks forvaltning. Banken skal søke å oppnå en så høy avkastning som mulig innenfor de rammene som er fastsatt av departementet. Denne målsettingen er utgangspunktet for hovedstyrets evaluering av avkastningen.

I 2015 var avkastningen på aksje- og obligasjonsporteføljen 0,45 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen før fradrag for forvaltningskostnader. Den årlige avkastningen i aksje- og obligasjonsporteføljen siden 1998 har vært 0,26 prosentpoeng høyere enn i referanseindeksen fra Finansdepartementet før forvaltningskostnader. Forvaltningskostnadene er lave, og har i gjennomsnitt utgjort 0,09 prosent årlig. Kostnadene målt som andel av fondets kapital har falt over tid og utgjorde i 2015 0,06 prosent.

*Avkastningen av fondets portefølje har over tid vært høyere enn i referanseindeksen. Hovedstyret mener dette er et godt resultat gitt de rammene som er fastsatt for forvaltningen.*

Norges Banks resultatrapportering inneholder en rekke analyser av avkastning, risiko og kostnader fordelt på ulike typer investeringsstrategier og aktivaklasser. I det følgende drøftes først meravkastningen brutt ned på ulike investeringsstrategier. Deretter drøftes resultatene i henholdsvis aksje- og renteforvaltningen.

#### *Investeringsstrategier*

Norges Bank har rapportert avkastningsbidrag tilbake til 2013 for dagens tre hovedgrupper av investeringsstrategier. *Allokeringsstrategier* sikter mot å bedre fondets eksponering mot det brede markedet og mot kilder til avkastning på mellomlang og lang sikt. Strategier for *verdipapirseleksjon* sikter mot økt avkastning basert på analyser av enkeltelskaper. Strategier for *markedseksponering* søker å bedre fondets avkastning ved blant annet verdipapirutlån og ved å unngå svakheter ved en mekanisk tilpasning til endringer i referanseindeksene for aksjer og obligasjoner.

Allokeringsstrategiene har i perioden siden 2013 trukket den samlede avkastningen ned. Strategier for verdipapirseleksjon og markedseksponering har bidratt positivt, og samlet sett har de tre strategiene gitt en årlig meravkastning før forvaltningskostnader på 0,21 prosentpoeng. Årlige forvaltningskostnader har vært 0,06 prosent i perioden.

Perioden 2013-2015 er for kort til å trekke klare konklusjoner om bidragene fra enkeltstrategier. Resultatene fra henholdsvis aksje- og obligasjonsforvaltningen er tilgjengelig for en lengre periode.

### *Aksjeporteføljen*

Aksjeforvaltningen har gitt en årlig meravkastning på 0,38 prosentpoeng etter fradrag for forvaltningskostnader siden 1999. Risikoen målt ved svingninger i meravkastningen, såkalt relativ volatilitet, har vært 0,81 prosentpoeng i perioden. *Informasjonsraten* i aksjeporteføljen, som er forholdstallet mellom relativ avkastning og relativ volatilitet, er 0,5 etter at forvaltningskostnader er trukket fra. Målt på denne måten har kompensasjonen i form av meravkastning per enhet relativ risiko vært god.

I mangel av en entydig standard metode for sammenstilling av avkastning og risiko, rapporteres flere såkalte risikojusterte mål. Denne tilnærmingen er i tråd med anbefalingene fra en ekspertgruppe<sup>1</sup> som hovedstyret satte ned høsten 2015. Meravkastningen er blant annet analysert med *faktormodeller*, der en bruker markedsrisiko og bestemte avkastningsmønstre, eller systematiske faktorer, som mål på relevant risiko.

Faktormodellene indikerer at aksjeavkastningen har vært noe mer påvirket av utviklingen i aksjemarkedet, avkastningen i små selskaper, og i noen grad såkalte vekstselskaper, enn referanseindeksen. Samtidig forklarer den faktormodellen som er brukt som hovedmodell mindre enn halvparten av variasjonen i aksjeinvesteringenes meravkastning siden 1999. Et annet resultat fra faktormodellene er at det uavhengig av den historiske utviklingen i faktorene har vært en meravkastning i aksjeforvaltningen, såkalt «alfa», selv om den ikke er utsagnskraftig i statistisk forstand i det som er brukt som hovedmodell.

Faktormodellene kan bidra til økt forståelse av resultatene i aksjeforvaltningen. Samtidig ville det være problematisk å tolke meravkastningen justert for de ulike avkastningsmønstrene som det eneste bidraget fra forvaltningen. En slik tolkning er også problematisert i ekspertgruppens rapport<sup>2</sup>. Videre har Finansdepartementet i tidligere drøftinger av strategien gitt uttrykk for at det kan være hensiktsmessig å vri sammensetningen av fondet mot ulike systematiske risikofaktorer<sup>3</sup>. Beregningene bygger på mange forutsetninger, og det taler for å tolke resultatene med varsomhet.

### *Renteporteføljen*

I renteporteføljen har den årlige meravkastningen siden 1998 vært 0,09 prosentpoeng etter at forvaltningskostnader er trukket fra. Den relative risikoen for hele perioden siden 1998 har vært 1,08 prosentpoeng, slik at *informasjonsraten* har vært 0,08 etter kostnader. Det indikerer at det har vært en mer moderat kompensasjon for relativ risiko i renteporteføljen enn i aksjeporteføljen.

Norges Bank benytter i dag andre strategier i renteforvaltningen enn i perioden fram til 2007. Det bekreftes blant annet av et vesentlig større sammenfall mellom

---

<sup>1</sup> Ekspertgruppen fikk i oppdrag å gi Norges Bank innspill om prinsipper for risikojustering av avkastningstall, samt råd som kan bidra til å utvikle rapporteringen til Statens pensjonsfond utland (SPU). Gruppens medlemmer var Magnus Dahlquist (Handelshögskolan i Stockholm), Christopher Polk (London School of Economics), Richard Priestley (Handelshøyskolen BI) og Bernt Arne Ødegaard (Universitetet i Stavanger).

<sup>2</sup> Ekspertgruppen skrev blant annet: «... achieving a desired exposure to said factors at zero alpha, net of costs, can be interpreted as an accomplishment»

<sup>3</sup> Se Meld. St. 19 (2013-2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Departementet skrev: «Departementet mener også at det kan være hensiktsmessig for en langsiktig investor som SPU å søke å påvirke forventet avkastning og risiko gjennom å vri sammensetningen av fondet mot ulike systematiske risikofaktorer. Dette ble drøftet i fjorårets melding om Statens pensjonsfond. Vurderingen var at slike beslutninger, i den grad systematiske risikofaktorer skal utnyttes i forvaltningen, bør gjøres av Norges Bank innenfor rammene for forvaltningen, ...»

renteporteføljen og referanseindeksen og mye lavere belåning av renteporteføljen de siste årene. Hovedstyret mener derfor at resultatene de siste årene er mest relevante for å vurdere dagens forvaltning av renteporteføljen.

De siste fem årene har det vært en mindreavkastning i renteporteføljen på -0,12 prosentpoeng etter kostnader, og informasjonsraten har vært -0,27. Samtidig gir de risikjusterte målene på meravkastning et positivt bilde av resultatene når en justerer for ulik grad av markedsrisiko. Faktormodellene indikerer at renteporteføljen har vært mindre følsom for oppgang i det globale rentenivået enn referanseindeksen de siste fem årene. Faktormodellene forklarer om lag 30 prosent av svingningene i meravkastningen siden 2011. Disse analysene kan sammen med nedbrytningen av resultatene på strategier øke forståelsen for bankens forvaltning av renteporteføljen. Samtidig er perioden siden 2011 for kort til å vurdere resultatene av den forvaltningen som er fulgt.

### *Oppsummering*

Norges Banks rapporter inneholder også faktormodeller og ulike risikjusterte mål for aksje- og obligasjonsporteføljen samlet. Analysene av resultatene i aksje- og renteporteføljen samlet er både påvirket av store endringer i forvaltningen av renteporteføljen og endringen i aksjeandel. Begge disse forholdene taler etter hovedstyrets syn for å legge mest vekt på de utvidede analysene av resultatene i de to porteføljene hver for seg.

Norges Banks rapporter inneholder et bredt sett av analyser som hver for seg bidrar til å belyse ulike sider ved resultatene. Når hovedstyret har foretatt en samlet vurdering av resultatene har det også lagt vekt på hvordan kostnadene i forvaltningen er håndtert i analysene. Verken referanseindeksen eller avkastningen på faktorene i faktormodellene er justert for kostnader.

*Etter en samlet vurdering finner hovedstyret at analysene av resultatene brutt ned på strategier og aktivklasser støtter opp under konklusjonen om gode resultater i forvaltningen.*

### **Vurderinger av arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet**

Kapittel 2 i mandatet fra Finansdepartementet gir bestemmelser om Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Arbeidet er beskrevet i den utvidede rapporten om ansvarlig forvaltning som ble publisert 4. februar 2016.

Hovedstyret vedtok i 2015 prinsipper for ansvarlig forvaltning i Norges Bank. Prinsippene understreker at Norges Bank prioriterer standardsetting, eierskapsutøvelse og risikostyring i arbeidet med ansvarlige investeringer. Banken legger vekt på å fremme god eierstyring og velfungerende, legitime og effisiente markeder. Banken baserer sin praksis på internasjonalt anerkjente standarder.

Finansdepartementet fastsatte nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper med virkning fra 1. januar 2015. Fra det tidspunkt har hovedstyret i Norges Bank truffet beslutninger om observasjon og utelukkelse av enkelt-selskaper, basert på anbefalinger fra Etikkrådet. Saker om utelukkelse og observasjon forberedes i Eierskapsutvalget. Norges Bank utelukket syv selskaper i 2015 basert på råd fra Etikkrådet. Ett selskap ble satt under observasjon og ett selskap ble tatt inn i investeringsuniverset igjen. I løpet av året ble observasjonen av ett selskap avsluttet.

*Hovedstyrets vurdering er Norges Bank har etablert et godt rammeverk for arbeidet med ansvarlige investeringer. Arbeidet er integrert i forvaltningen av fondet.*

### **Vurderinger av virksomhetsstyring, risikostyring og internkontroll**

Finansdepartementet har vedtatt en egen forskrift for risikostyring og internkontroll i Norges Bank. Hovedstyret har i tråd med dette vedtatt hovedprinsipper for risikostyring i Norges Bank. Det er også fastsatt særskilte prinsipper for risikostyring i enheten for kapitalforvaltning. Internkontroll for forvaltningen av SPU er en integrert del av kontrolltiltak som følger av risikoprinsippene. Både NBIM og NBREM har etablert sine egne separate funksjoner som koordinerer og følger opp risikostyring i en egen enhet. De har også en egen etterlevelsesfunksjon som følger opp at lover, forskrifter og internt regelverk etterleves.

I samsvar med sentralbankloven § 30a skal Norges Bank ha en internrevisjon som rapporterer til hovedstyret. Internrevisjonen har instruks fra hovedstyret, som også godkjenner de årlige planene og budsjettene til revisjonen. Internrevisjonen rapporterer faglig til hovedstyret via revisjonsutvalget. Utvalget styrker og effektiviserer arbeidet med forvaltning og oppfølging av finansiell rapportering, risikostyring og internkontroll. Det består av tre eksterne medlemmer av hovedstyret.

Internrevisjonen gir en årlig uavhengig rapport om internkontrollen i banken. Basert på rapportering fra administrasjonen og internrevisjonen gir hovedstyret representantskapet en årlig vurdering av risikosituasjonen i banken.

*Det er ikke avdekket vesentlige mangler i styrings- og kontrollregimet i 2015, og hovedstyret vurderer kontrollmiljøet og kontrollsystemene i Norges Bank som gode.*

Med hilsen

  
Øystein Olsen  
Sentralbanksjef



Egil Matsen  
Visesentralbanksjef