



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 15.12.2017

Gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Vi viser til brev fra Finansdepartementet 14. juni 2017 om gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland. Departementet skriver at det tar sikte på å legge frem en bred gjennomgang i Stortingsmeldingen om fondet våren 2018, og ber i den forbindelse Norges Bank om å bidra med analyser og vurderinger. Spørsmålene fra departementet er gjengitt i kursiv nedenfor.

Finansdepartementet startet i 2009 med brede gjennomganger av forvaltningen hvert fjerde år. I forbindelse med disse brede gjennomgangene har departementet hentet inn analyser og vurderinger fra Norges Bank og eksterne rådgivere. Siden 2009 er forvaltningsmandatet utvidet blant annet med krav om strategirapportering ved utgangen av strategiperiodene og en årlig vurdering av resultatene fra bankens hovedstyre. Ved overgang til den internasjonale regnskapsstandarden IFRS i 2011 ble regnskapsinformasjonen om fondet betydelig utvidet. Vi gir ut tre omfattende publikasjoner med utvidet informasjon i tillegg til den ordinære årsrapporten. Videre gjør vi tilgjengelig GIPS-rapporter og data på våre nettsider. Departementet skriver i brevet 14. juni at det har merket seg den økte rapporteringen om fondet, og ser dette som positivt for åpenheten om forvaltningen av fondet.

Vårt svar i dette brevet bygger på informasjon banken allerede deler med offentligheten. Vi vil offentliggjøre årsrapporten for 2017 med tilleggsinformasjon i første kvartal 2018.

De senere årene har banken fått ansvar for flere beslutninger om sammensetning av aktiva og investeringsstrategi. Vi har gått fra å være investert i bare noterte aksjer og omsettelige obligasjoner, til også å investere i unotert eiendom. Videre har Norges Bank fått ansvaret for å beslutte utelukkelse og observasjon av selskaper i tråd med etiske retningslinjer fastsatt av departementet, mens krav og forventninger til fondets eierskapsutøvelse har økt.

Forvaltningsoppdraget er omfattende og komplekst og stiller høye krav til profesjonalitet i alle deler av gjennomføringen. Vi har høye ambisjoner for forvaltningen, med et mål om å oppnå høyest mulig avkastning innenfor mandatet. Norges Bank mener dette er nødvendig for å sikre best mulig kvalitet i gjennomføringen av alle deler av oppdraget.

Norges Bank vurderer at forvaltningen er gjennomført på en god måte. Norges Bank er tilfreds med at avkastningen over tid har vært god, og at avkastningen på fondet har vært høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Forvaltningskostnadene er lave, til tross for at vi har utviklet en forvaltning basert på ledende praksis innenfor ulike områder. Selskapsanalyse, faktorstrategier, gjennomføring av indekxnære strategier og unoterte eiendomsinvesteringer er betydelige virksomheter hver for seg. Investeringsstrategiene utfyller hverandre, og de er omfattet av en helhetlig modell for risikostyring. Samtidig har vi nå en posisjon blant de ledende innen ansvarlig forvaltning.

Forvaltningen er godt rustet til å møte fremtiden, med de muligheter og utfordringer som markedene stiller oss overfor. Forvaltningen er også fleksibel med tanke på eventuelle endringer i investeringsstrategien fra departementets side.

Investeringsstrategier

Departementet ber Norges Bank gjøre rede for grunnlaget for investeringsstrategiene som er benyttet i forvaltningen, og for innretningen av de valgte hovedstrategiene fremover.

Hovedstyret har i tråd med bestemmelsene i forvaltningsmandatet fastsatt en plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses¹. Strategiplanen gir uttrykk for hovedstyrets overordnede mål for virksomheten og omfatter investeringsstrategier, risikostyring, systemer og organisasjon. Banken har utarbeidet strategiplaner for gjennomføringen av forvaltningen siden 1997, og fra 2011 er disse offentliggjort på våre nettsider.

Gjeldende strategiplan for perioden 2017-2019 bygger på hovedelementene i strategiplanen for 2014-2016. I perioden 2014-2016 videreutviklet vi investeringsstrategiene som søker å utnytte fondets særtrekk. Vi utviklet en ny modell for finansiering av fondets unoterte eiendomsinvesteringer, og etablerte en egen enhet med ansvar for forvaltningen av eiendomsinvesteringene. Norges Bank Investment Managements posisjon som en ledende ansvarlig investor ble styrket, med klare forventninger til selskapene fondet er investert i, og med omfattende offentlig rapportering om bankens arbeid med ansvarlig forvaltning. Kapasiteten i organisasjonen ble styrket med flere ansatte og mer effektive arbeidsprosesser. Samtidig ble forvaltningskostnadene som andel av forvaltet kapital redusert gjennom økt effektivitet, etablering av ny investeringsplattform og målrettet kontraktering av tjenester. Slik har vi oppnådd skalafordeler i forvaltningen, til tross for oppbyggingen av en portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer og økt kapital til eksternt forvaltning. Forvaltningen er samtidig utvidet til å omfatte flere markeder, aktivaklasser og valutaer, samt at kravene til ansvarlig forvaltningsvirksomhet og rapportering har økt.

¹ Hovedstyret fastsatte 8. februar 2017 en strategiplan for perioden 2017-2019, se www.nbim.no

Strategiplanen for perioden 2017-2019 tar utgangspunkt i at fondet er en stor, global investor med en lang investeringshorisont og begrenset behov for likviditet. Porteføljen er bredt investert i ulike aktivaklasser, land og sektorer. Vi har en systematisk tilnærming til investeringsmulighetene, og legger vekt på å gjennomføre strategiene kostnadseffektivt.

Våre investeringsstrategier er gruppert i tre hovedkategorier – fordeling på ulike typer aktiva («allokering»), investeringer i enkeltelskaper («verdipapirseleksjon»), og bred fordeling av investeringene i markedene («markedseksposering»).

Strategiene utfyller hverandre ved at de har ulik tidshorisont, bygger på ulikt analytisk rammeverk, og forventes å gi meravkastning under ulike markedsforhold. Markedsforhold kan variere for eksempel med høyere eller lavere likviditet, større eller mindre risikovilje, eller ulike sykliske mønstre. Vi forventer ikke at alle strategier til enhver tid vil gi meravkastning. Målet er at de samlet gir meravkastning over tid.

Allokeringsstrategier er vårt arbeid med å fordele fondet mellom aktivaklasser, valutaer og markeder. Dette inkluderer de interne referanseporteføljene² og allokering til eiendom. De interne referanseporteføljene danner utgangspunkt for våre investeringer, og er resultatet av en rekke tilpasninger av fondets referanseindeks. Her søker vi økt diversifikasjon gjennom ytterligere spredning av investeringene på flere markeder, og høyere avkastning gjennom allokering til systematiske risikofaktorer på en kontrollert måte.

Selskapsinvesteringer, eller *verdipapirseleksjon*, er vårt arbeid med å analysere enkeltelskaper, og investeringsvalgene dette fører til. Målet er å skape meravkastning og å sikre et godt grunnlag for vårt arbeid med ansvarlig forvaltning. Våre selskapsinvesteringer forvaltes både internt og eksternt. Interne strategier for selskapsinvesteringer er hovedsakelig innrettet mot de store og mellomstore europeiske selskapene som fondet er investert i. Eksterne forvaltningsmandater er tildelt på områder det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern ekspertise, men hvor vi mener lokalkunnskap er nødvendig for å sikre en best mulig forvaltning. Slike mandater er i hovedsak i fremvoksende markeder, små selskaper i utviklede markeder, og for de miljørelaterte investeringene.

I våre *strategier for markedseksposering* søker vi å oppnå den ønskede markeds- og risikoeksponeringen så kostnadseffektivt som mulig. Her ligger forvaltningen av de brede aksje- og renteporteføljene, gjennomføring av den løpende handelen av verdipapirene, samt håndtering av kontanter, valuta og verdipapirutlån. Vi søker å unngå kjøp og salg som sammenfaller med tidspunktene for endringer i indeksene fra FTSE og Bloomberg Barclays Indices. I tillegg søker vi å få avkastning fra eksponering mot systematiske risikofaktorer³ og prisingsforskjeller mellom verdipapirer med ellers like karakteristika. Vi søker også å minimere samlede transaksjonskostnader.

² Finansdepartementet fastsetter en referanseindeks for fondet med utgangspunkt i indekser fra FTSE og Bloomberg Barclays Indices, mens banken har utformet interne referanseporteføljer som danner utgangspunkt for investeringene.

³ Systematiske risikofaktorer er fellestrekk som verdipapirer har over tid, og som bidrar til både risiko og avkastning på investeringene.

De ulike investeringsstrategiene gjennomføres innenfor et rammeverk der hovedstyret i Norges Bank, med utgangspunkt i mandatet fra departementet, fastsetter retningslinjer for forvaltningen. Den operative forvaltningen er delegert fra hovedstyret gjennom et investeringsmandat og en stillingsinstruks for leder for Norges Bank Investment Management, samt et sett av prinsipper som rammer inn arbeidet med ansvarlig forvaltning, risikostyring, og godtgjøring til ansatte. I Norges Bank Investment Management fastsettes videre retningslinjer og stillingsinstrukser, og investeringene gjennomføres innenfor en tydelig mandatstruktur med klare risikorammer.

Bankens investeringsstrategier er utviklet over tid. Analyser og råd fra eksterne eksperter engasjert av Finansdepartementet har også gitt verdifulle innspill. De første årene Norges Bank forvaltet fondet var forvaltningen organisert etter aktivaklasser – aksjer og obligasjoner. Mandater ble tildelt både interne og eksterne forvaltere. Vi har senere lagt større vekt på å utnytte fondets karakteristika, som størrelse og langsiktighet, på en mer systematisk måte på tvers av tradisjonelle aktivaklasser. Forvaltningen er derfor organisert etter strategier heller enn aktivaklasser. Vi har også over tid utviklet intern kompetanse og kapasitet til å forvalte strategier som vi først hadde satt ut til eksterne forvaltere. Vi har nå bygget en forvaltningsmodell som er skalerbar for både noterte og unoterte aktiva. Forvaltningsmodellen sikrer en helhetlig tilnærming og samlet risikostyring for et fond som er investert i et stort antall markeder og ulike aktivaklasser.

Tidligere eksterne gjennomganger av forvaltningen har påvirket hvordan vi gjennomfører forvaltningsoppdraget. I den første av disse vurderte Ang, Goetzmann og Schaefer⁴ i 2009 blant annet at eksponering mot systematiske faktorer var hensiktsmessig for fondet. Departementet inkluderte et krav i forvaltningsmandatet fra 2011 at den relative avkastningen skulle eksponeres mot flere systematiske risikofaktorer. Departementet konkluderte videre i 2013 at slike strategier ikke bør inngå i referanseindeksen fra departementet, men at utnyttelse av systematiske faktorer skulle gjøres innenfor Norges Banks rammer for forvaltningen. Banken har i forvaltningen blant annet fulgt dette opp i våre interne referanseporteføljer.

I den andre brede gjennomgangen anbefalte Ang, Brandt og Denison⁵ i 2014 utvidet rapportering om ulike deler av investeringsprosessen og en omlegging til en modell der referanseindeksen for aksjer og obligasjoner skulle benyttes som referanseindeks for alle fondets investeringer, inkludert unotert eiendom. Videre anbefalte de å øke den relative risikorammen i forvaltningen kombinert med innføring av en risikoramme for store negative avvik fra referanseindeksen som forventes å inntreffe sjelden. Etter dette har vi økt rapporteringen for å belyse ulike typer investeringsstrategier og –valg. Departementet økte rammen for forventet relativ volatilitet fra 1 prosentpoeng til 1,25 prosentpoeng. I tillegg har vi fastsatt en risikoramme for store negative avvik fra referanseindeksen som forventes å inntreffe sjelden.

⁴ <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/ags-report.pdf>

⁵ https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/2014/angbrandtdenison_2014.pdf



Med endringene i forvaltningsmandatet som trådte i kraft 1. januar 2017, er også forvaltningsmodellen endret. Fondets eiendomsinvesteringer er ikke lenger en del av den strategiske referanseindeksen. Referanseindeksen består nå kun av noterte aksjer og omsettelige obligasjoner. Fondet investeres fortsatt i eiendom, men det er opp til Norges Bank å bestemme nivået på, og sammensetningen av, eiendomsinvesteringene innenfor overordnede rammer i mandatet. Endringene i mandatet for forvaltningen av fondet sikrer en helhetlig tilnærming til et forvaltningsoppdrag som inkluderer både noterte og unoterte investeringer. Eiendomsinvesteringer blir finansiert med salg av aksjer og obligasjoner tilpasset investeringens valuta og andre risikokarakteristika. Fra 2017 måler vi eiendomsinvesteringenes avkastning mot de aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere eiendomsinvesteringene og andre relevante avkastningsmål.

Vedlagt dette brevet er foreløpige utdrag fra den kommende publikasjonen om avkastning og risiko for 2017. Tallgrunnlaget for vedlegget omfatter utgangen av tredje kvartal 2017. Mer detaljerte beskrivelser av investeringsstrategiene som benyttes i forvaltningen finnes i vedlegget.

Avkastning

Departementet ber Norges Bank legge frem analyser og vurderinger av oppnådde resultater i forvaltningen av fondet siden 1998, samlet og for ulike delperioder. Som del av analysene bes det om at Norges Bank legger frem vurderinger av resultatene for de ulike hovedstrategiene innen aksje- og obligasjonsforvaltningen. Departementet ber videre Norges Bank om å gjøre rede for erfaringene med krav i mandatet til at statsfinansiell styrke skal tillegges vekt i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene, og med de miljørelaterte investeringsmandatene.

Fondets årlige avkastning fra 1998 til utgangen av tredje kvartal 2017 har vært 5,98 prosent, målt i fondets valutakurv. Fondets valutakurv er en vektet sammensetning av valutaene i fondets til enhver tid gjeldende referanseindeks. Valutakurven har endret seg mye over tid, noe som kan gjøre det utfordrende å sammenligne resultatene fra ulike tidsperioder. Fondets årlige avkastning etter fratrukk for forvaltningskostnader og prisstigning har vært 4,06 prosent siden 1998. For aksjeinvesteringene har årlig avkastning vært 5,96 prosent og for renteinvesteringene 4,80 prosent.

Fondets årlige meravkastning siden 1998 har vært 0,27 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeksen fondet måles mot. Aksjeinvesteringenes årlige meravkastning har vært 0,50 prosentpoeng sammenlignet med aksjedelen av referanseindeksen. Renteinvesteringenes meravkastning har vært 0,16 prosentpoeng sammenlignet med rentedelen av referanseindeksen. Den positive meravkastningen er robust for justeringer for kostnader og risiko, som vist i analyser i vedlegget.

De siste fem årene har avkastningen for fondet vært 8,98 prosent årlig, med 12,51 prosent for aksjer, 3,00 prosent for obligasjoner og 8,02 prosent for eiendom. Fondet har de siste fem årene oppnådd en meravkastning på 0,27 prosentpoeng årlig sammenlignet med referanseindeksen forvaltningen har blitt målt mot.

I vedlegget analyserer vi fem-års delperioder fra 1998 til i dag. Absolutt og relativ avkastning har vært positiv i alle delperiodene. Høyest absolutt avkastning hadde fondet i perioden 2003 til 2007, mens den relative avkastningen var høyest i perioden 1998 til 2002. Svakest avkastning, absolutt og relativt, hadde fondet i femårsperioden 2008 til 2012, som inkluderer den globale finanskrisen. Vi viser videre til evalueringer i 2009 og 2013, samt våre årsrapporter siden 1998 for mer utfyllende informasjon og analyser av avkastningen i tidligere perioder.

Norges Bank har siden 2013 fulgt tre hovedstrategier i forvaltningen: Allokeringstrategier, verdipapirseleksjon, og markedseksposering. Samlet har de tre hovedstrategiene gitt en årlig meravkastning på 0,27 prosentpoeng i perioden 2013 til utgangen av tredje kvartal 2017. Strategiene for verdipapirseleksjon og markedseksposering har begge bidratt positivt til meravkastningen i denne perioden. Bidraget fra de interne referanseporteføljene, som er en del av allokeringstrategiene, har vært negativt. Strategiene utfyller hverandre, og forvaltningsresultatene må derfor vurderes samlet.

Tabell 1. Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning fra 2013 til utgangen av tredje kvartal 2017. Annualisert. Prosentpoeng.

	Aksje- investeringer	Rente- investeringer	Unotert eiendom	Allokering på tvers av aktivaklasser	Totalt
Allokering	-0,02	-0,09	0,00	0,03	-0,07
Intern referanseportefølje	0,01	-0,09		0,00	-0,08
hvorav systematiske faktorer	0,02				0,02
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	0,00	-0,06			-0,06
Eiendom*	-0,01		0,00		-0,01
Allokeringsbeslutninger	-0,02	0,00		0,03	0,02
Verdipapirseleksjon	0,12	0,00			0,11
Internt	0,01	0,00			0,01
Eksternt	0,11				0,11
Markedseksposering	0,14	0,09		0,01	0,23
Posisjonering	0,09	0,08		0,01	0,17
Verdipapirutlån	0,05	0,00			0,06
Totalt	0,24	-0,01	0,00	0,04	0,27

*Bidraget fra eiendom er basert på resultatene fra 1.1.2017, da den nye forvaltningsmodellen trådte i kraft.

Relativ avkastning kan også brytes ned på aktivaklasser, og mellom intern og ekstern forvaltning, tilbake til 1999⁶. I perioden 1999 til 2012 var aksjeinvesteringenes meravkastning 0,54 prosentpoeng. Intern forvaltning bidro med 0,22 prosentpoeng og ekstern forvaltning bidro med 0,32 prosentpoeng. Intern aksjeforvaltning omfattet markedseksposering, generell

⁶ Basert på akkumulert monetært resultat



risikostyring og verdipapirutlån, intern verdipapirseleksjon, og andre porteføljeforvaltningsaktiviteter. Den eksterne forvaltningen bestod i stor grad av strategier for verdipapirseleksjon.

I perioden 1999 til 2012 var renteinvesteringenes meravkastning 0,21 prosentpoeng. Intern forvaltning bidro med 0,42 prosentpoeng og eksternt forvaltning bidro med -0,21 prosentpoeng. I etterkant av finanskrisen ble store deler av de eksternt forvaltede rentemandatene overført til interne renteporteføljer for senere terminering. Relativ avkastning for både interne og eksterne mandater er påvirket av denne overføringen.

Forvaltningsmandatets § 3-4 (2) og § 2-4 stiller krav om å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene, og krav om å etablere egne miljørelaterte mandater. Disse kravene er ikke gjenspeilet i referanseindeksen fastsatt av departementet, noe som betyr at banken må sette sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen for å oppfylle kravene i mandatet. Slike avvik gir opphav til risiko- og avkastningsforskjeller mellom referanseindeksen og fondet. Kravet om å ta hensyn til statsfinansiell styrke er i dag gjennomført for statsobligasjoner utstedt i euro, ved bruk av særskilte landfaktorer. Dette innebærer at land med antatt svake statsfinanser får en lavere vekt i porteføljen enn i referanseindeksen.

Kravet om å ta hensyn til statsfinansiell styrke trådte i kraft 31. mai 2012. Akkumulert avkastningsforskjell mellom fondet og referanseindeksen fra 31. mai 2012 til utgangen av tredje kvartal 2017 var -0,36 prosentpoeng. Vi viser til vårt brev 1. september 2017 der vi foreslår endringer i retningslinjene for forvaltningen av fondets obligasjonsinvesteringer som innebærer at mandatkravet om statsfinansiell styrke blir overflødig og bør strykes.

Forvaltningsmandatet krever videre at banken skal etablere mandater som er miljørelaterte. Markedsverdien av de miljørelaterte investeringene skal normalt være i intervallet 30-60 milliarder kroner. Mandatene ble første gang etablert i 2009, og forvaltes i dag av både interne og eksterne forvaltere. Investeringene skal oppfylle samme risiko- og avkastningskrav som forvaltningen for øvrig. Ved utgangen av tredje kvartal 2017 var markedsverdien av de miljørelaterte mandatene 70 milliarder kroner.

Siden oppstarten i 2009 har den årlige avkastningen på de miljørelaterte aksjemandatene vært 5,8 prosent. Vi sammenligner miljømandatenes avkastning med ulike referanseindekser. FTSE Environmental Technology 50 Index har hatt en årlig avkastning på 5,1 prosent siden mandatenes oppstart, mens fondets brede referanseindeks for aksjer har hatt en årlig avkastning på 10,0 prosent i samme periode.



Vi må forvente at en relativt liten gruppe selskaper som inngår i disse mandatene, har større svingninger i avkastning over tid enn det generelle aksjemarkedet. Selskapene i denne delen av investeringsuniverset kan fortsatt være i en tidlig utviklingsfase, og er sårbare for endringer i form av ny teknologi, nye forretningsmodeller og statlige reguleringer. For mer informasjon om de miljørelaterte mandatene viser vi til vår årlige publikasjon om ansvarlig forvaltning, som er utgitt fra 2014. Publikasjonen for 2017 vil bli offentliggjort i første kvartal 2018.

Risiko

Departementet ber banken redegjøre for utviklingen i utnyttelsen av risikorammer og utviklingen i annen risiko. Departementet ber også banken om å beskrive hvordan investeringsstrategiene utfyller hverandre og påvirker hverandre. Videre bes banken gjøre rede for hvordan mandatets krav om eksponering mot systematiske risikofaktorer er fulgt opp i forvaltningen.

I forvaltningsmandatet er det angitt en ramme for forventet relativ risiko, også kalt forventet relativ volatilitet. Rammen søker å regulere størrelsen på forventet avvik mellom avkastningen på referanseindeksen og fondet under normale markedsforhold. Rammen for forventet relativ volatilitet har vært justert i flere omganger, senest i 2016 da den ble økt fra 100 til 125 basispunkter. En ramme på 125 basispunkter betyr at avviket mellom avkastningen i fondet og avkastningen på referanseindeksen i to av tre år ikke forventes å overstige 125 basispunkter under normale markedsforhold. Departementet godkjente 22. desember 2016 bankens metode for beregning av forventet relativ volatilitet, som fra 1. januar 2017 også omfatter fondets eiendomsinvesteringer.

Samlet for fondet var forventet relativ volatilitet målt til 59 basispunkter ved utgangen av 2013, mens den ved utgangen av tredje kvartal 2017 var 33 basispunkter. Denne nedgangen er i stor grad drevet av lavere volatilitet i markedene fondet er investert i. Dersom vi benytter 10 års historikk i stedet for 3 års historikk, som tallene over er basert på, hadde fondet ved utgangen av tredje kvartal 2017 en forventet relativ volatilitet på 45 basispunkter. Dersom vi benytter 3 års-historikken rundt finanskrisen blir forventet relativ volatilitet på dagens portefølje 65 basispunkter. Vi er nå inne i en periode der den målte risikoen i markedet er historisk lav, og det er naturlig å forvente større svingninger i finansielle verdier fremover.

Tabell 2. Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene 30. september 2017. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå. Basispunkter.

	Aksje- investeringer	Rente- investeringer	Unotert eiendom	Allokering på tvers av aktivaklasser	Totalt
Allokering	18	11	16	1	27
Intern referanseportefølje	14	10		0	15
hvorav systematiske faktorer	9				9
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	10	6			11
Eiendom	7		16		21
Allokeringsbeslutninger	6	3		1	6
Verdipapirseleksjon	14	2			14
Internt	11	2			11
Ekstern	6				6
Markedeksponering	7	2		4	9
Posisjonering	7	2		4	9
Totalt	28	12	16	4	33

Den forventede relative volatiliteten for fondet var ved utgangen av tredje kvartal 2017 vesentlig lavere (33 basispunkter) enn summen av de ulike understrategiene (til sammen 68 basispunkter). Eksempelvis var den interne referanseporteføljen alene målt til 15 basispunkter, og eiendomsinvesteringene alene var målt til 21 basispunkter. Dette reflekterer at strategiene gir betydelig diversifikasjon for fondets samlede relative risiko. Vi søker å ha god balanse mellom risiko i de ulike strategiene, for å utnytte disse diversifikasjonseffektene. Ved endrede markedsforhold kan muligheter til å utnytte våre fortrinn føre til at vi velger å vekte opp én eller flere av strategiene. Dette kan også påvirke diversifikasjonseffekten.

Forvaltningsmandatet oppstiller enkelte krav som i seg selv trekker på risikoramme, herunder kravet om å ta hensyn til statsfinansiell styrke for investeringer i statsobligasjoner og kravet om å investere mellom 30 og 60 milliarder kroner i særskilte miljørelaterte investeringer. For å oppfylle kravene i mandatet må banken sette sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen.

Forventet relativ volatilitet som følge av kravet om å ta hensyn til statsfinansiell styrke i sammensetningen av obligasjonsinvesteringene, var ved utgangen av tredje kvartal 2017 estimert til 1 basispunkt på fondsnivå, og 4 basispunkter målt i forhold til referanseindeksen for obligasjoner.

Forventet relativ volatilitet som følge av kravet om miljørelaterte mandater, var ved utgangen av tredje kvartal 2017 estimert til 3 basispunkter målt på fondsnivå, og 4 basispunkter målt i forhold til referanseindeksen for aksjer.

Forventet absolutt og relativ volatilitet estimerer risikoen i en normal markedssituasjon, men gir ingen informasjon om fordelingen og effekten av mindre sannsynlige utfall (såkalt halerisiko). I brev 29. september 2015 til Finansdepartementet ga Norges Bank råd og

vurderinger ved fastsettelse av en supplerende risikoramme for fondet. I tråd med krav i mandatet har bankens hovedstyre fastsatt en supplerende risikoramme for store negative avvik fra referanseindeksen som forventes å inntreffe sjelden eller ekstremavviksrisiko. Rammen er formulert som en «Expected Shortfall» - ramme. «Expected Shortfall» er gjennomsnittet av avvikene som kan forventes utover en gitt sannsynlighet, og inkluderer dermed samtlige observasjoner i venstre halen av fordelingen. For å sikre at bankens ramme for ekstremavviksrisiko utfyller mandatets ramme for relativ volatilitet, benytter vi en lengre tidsperiode for estimeringen.

Ved utgangen av tredje kvartal 2017 var ekstremavviksrisiko ved 97,5 prosent konfidensnivå, det vil si gjennomsnittlig negativt avvik i de 2,5 prosent svakeste observasjonene, målt til 148 basispunkter årlig. Beregningen er basert på historisk simulering av siste 10 års relative avkastning. Hovedstyret har satt en grense for ekstremavviksrisiko på 375 basispunkter. Metoden for beregning av ekstremavviksrisiko ble oversendt departementet i brev 8. februar 2016.

Tabell 3. Ekstremavviksrisiko («Expected shortfall») for investeringsstrategiene 30. september 2017. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Målt i fondets valutakurv. Basispunkter.

Investeringsstrategier	Basispunkter
Allokering	116
Intern referanseportefølje	49
hvorav systematiske faktorer	26
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	34
Eiendom	100
Allokeringsbeslutninger	19
Verdipapirseleksjon	40
Internt	32
Eksternt	20
Markedseksposering	47
Posisjonering	47
Totalt	148

Departementet ber banken gjøre rede for hvordan mandatets krav om eksponering mot systematiske risikofaktorer er fulgt opp i forvaltningen. Systematiske faktorer er fellestrekk som verdipapirer har over tid, og som bidrar til både risiko og avkastning på investeringene.

Vi søker eksponering mot systematiske faktorer i ulike deler av forvaltningen. Den interne referanseporteføljen er eksponert mot utvalgte faktorer, slik som verdiskaper, små selskaper og kvalitet. Vi har over tid søkt eksponering mot et økende antall faktorer, og utviklet måten vi gjennomfører dette på.

Ved utgangen av tredje kvartal 2017 var forventet relativ volatilitet fra systematiske faktorer i den interne referanseporteføljen målt til 9 basispunkter, mens tilsvarende tall ved utgangen av 2016 var 7 basispunkter. Bidraget til meravkastning fra januar til utgangen av tredje kvartal 2017 var 1 basispunkt, mens tilsvarende meravkastning for 2016 var 19 basispunkter. Bidraget til meravkastning fra 2013 til utgangen av tredje kvartal 2017 var 2 basispunkter fra systematiske faktorer i den interne referanseporteføljen.

I våre strategier for markedseksposering blir eksponeringen mot systematiske faktorer forvaltet på en dynamisk måte. Det innebærer at eksponeringene ikke er konstante over tid. Vi kombinerer et utvalg systematiske strategier over ulike tidshorisonter, mens vi søker å kontrollere risiko og handelsvolum. Fondets faktoreksponeringer vil derfor kunne avvike fra faktoreksponeringene i den interne referanseporteføljen. Bidraget til fondets meravkastning fra de dynamiske faktorstrategiene innen markedseksposering fra 2013 til utgangen av tredje kvartal 2017 var 2 basispunkter.

Vurdering av risikomål og forventet meravkastning

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

Den målte risikoen i finansmarkedene er nå lav, og vi må ta høyde for at den kan øke. Videre er vi fremdeles inne i en periode der fondets investeringer i unotert eiendom er under oppbygging. Investeringer i unotert eiendom øker forventet relativ volatilitet i forholdsmessig større grad enn andre investeringsstrategier. Dette skyldes at avvik mellom aktivaklasser øker forventet relativ volatilitet for fondet mer enn avvik innenfor aktivaklasser. Med en forventet oppbygging av våre unoterte eiendomsinvesteringer opp mot 5 til 7 prosent av fondet, vil dette trekke på rammen for forventet relativ volatilitet.

Dagens utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet må også ses på bakgrunn av at fondet nå har en betydelig størrelse i markedet, noe som gir kapasitetsbegrensninger for enkelte investeringsstrategier.

Vi vurderer at det ikke er behov for å endre størrelsen på rammen for avvik fra referanseindeksen nå. Vi kan komme tilbake til dette spørsmålet etter å ha vunnet mer erfaring med den nye forvaltningsmodellen som trådte i kraft 1. januar 2017, eller ved eventuelle endringer i investeringsuniverset.

I tillegg til å vurdere størrelsen på rammen for avvik fra referanseindeksen, kan departementet også vurdere om forvaltningen bør baseres på et absolutt risikomål i stedet for et relativt risikomål. Et slikt mål vil sikre at forvaltningen innrettes med hovedvekt på fondets totale svingningsrisiko og i mindre grad mot risikoen for avvik fra referanseindeksen.

Departementet ber Norges Bank gjøre rede for forventede bidrag til fondets avkastning og risiko fra de ulike investeringsstrategiene. I avsnittet om risiko gjennomgår vi de ulike strategienes bidrag til forventet relativ volatilitet ved utgangen av tredje kvartal 2017. Ved en antakelse om at informasjonsraten er den samme for de ulike strategiene, vil også

forventede bidrag til meravkastning bli tilsvarende. Forutsetningene er imidlertid svært usikre. Vi må regne med at enkeltstrategier i noen perioder bidrar positivt, mens de i andre perioder bidrar negativt.

Departementet tar også opp spørsmålet om den betydelig økte fondskapitalen over tid påvirker mulighetene for meravkastning. Vår erfaring er at det over tid blir mer utfordrende å oppnå meravkastning i prosent, men at mulighetene målt i kroneverdi ikke reduseres.

Sammenligning med passiv indekseringsstrategi

Departementet ber Norges Bank om å legge frem oppdaterte analyser av aktiv forvaltning der brutto meravkastning er justert for relevante kostnads- og inntektselementer.

Norges Bank har lagt til grunn at gjennomføringen av forvaltningsoppdraget krever et høyt ambisjonsnivå. Vårt mål er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner gjennom en dyktig forvaltningsorganisasjon.

Forvaltningsoppdraget er omfattende og komplekst. Fondet følger i dag en indekxnær strategi, der alle investeringsstrategier er aktive. Det er Norges Banks vurdering at et uttalt mål om høyest mulig avkastning innenfor mandatet er nødvendig for å sikre best mulig kvalitet i gjennomføringen av alle deler av oppdraget. Når dette målet nedfelles som forventninger til ledere, avdelinger og de enkelte medarbeiderne, medfører det at alle må bidra til å øke kvaliteten på innsatsfaktorene i forvaltningen. Funksjonene for risikostyring og kontroll blir sterkere innenfor en slik ramme, og samlet sett mener vi dette reduserer den operasjonelle risikoen i forvaltningen av fondet. En passiv tilnærming til operative beslutninger er ikke et forsvarlig alternativ.

En passiv strategi ville søke å etterligne en referanseindeks ved å følge bestemte regler. En slik strategi ville ikke være forenlig med dagens krav og forventninger til ansvarlig forvaltning, miljørelaterte mandater, investeringer i eiendom, investeringer i fremvoksende markeder, faktoreksponeringer og risikostyring. En slik strategi ville derfor kreve et annet forvaltningsmandat enn det vi har i dag. De direkte kostnadene ved en slik forvaltning kan bare være noe lavere enn ved dagens modell. Det vil også være utfordrende å oppnå referanseindeksens avkastning.

Fondets avkastning etter fratrukk for forvaltningskostnader kan sammenlignes med en avkastning som i teorien kunne vært oppnådd ved en passiv indekseringsstrategi med inntekter fra verdipapirutlån.

I vedlegget beregner vi relativ avkastning etter kostnader ved å følge en passiv indekseringsstrategi. Når vi sammenligner fondets relative avkastning etter kostnader med den estimerte relative avkastningen for en passiv indekseringsstrategi, finner vi at den relative avkastningen på fondet de siste tre årene har vært 35 basispunkter høyere enn den relative avkastningen for en passiv indekseringsstrategi. Tilsvarende tall for siste fem år er 23 basispunkter, og siden 1998, 26 basispunkter.

Anslagene på avkastningsforskjell mellom fondet og en passiv indekseringsstrategi ligger tett opp mot rapportert meravkastning i forvaltningen. Rapportert meravkastning har dermed gitt en god indikasjon på denne avkastningsforskjellen. Departementet drøftet forholdet mellom disse størrelsene i fondsmeldingen for 2015, og kom til samme konklusjon.

Ansvarlig forvaltning

Departementet ber Norges Bank utdype vekselvirkninger mellom aktiv forvaltning og ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Videre ber departementet banken presentere analyser og vurderinger av arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet, inkludert analyser av anslått virkning på avkastning og risiko, organisering og ressursbruk, samt andel av samlede forvaltningskostnader.

Arbeidet med ansvarlig forvaltning støtter opp om fondets formål om høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå. Forvaltningsmandatet krever at banken skal integrere ansvarlig investeringsvirksomhet i forvaltningen av fondet.

Standardsetting, eierskapsutøvelse og risikohåndtering er de tre bærebjerkene i vårt arbeid med ansvarlig forvaltning. Vi publiserer våre forventninger, posisjonsnotater og stemmeretningslinjer, og deltar i offentlige høringer for å fremme internasjonale standarder. Videre støtter vi akademisk forskning for å forbedre det teoretiske og empiriske grunnlaget for vårt arbeid. I eierskapsutøvelsen har vi kontakt med styre og ledelse i selskaper og stemmer på generalforsamlinger. Særskilte miljørelaterte investeringsmandater er tildelt interne og eksterne forvaltere. Vi overvåker og analyserer risiko ved miljø- og samfunnsmessige forhold og selskapsstyring. På grunnlag av slike risikoanalyser, kan vi fatte beslutninger om risikobaserte nedvalg.

Arbeidet med ansvarlig forvaltning er integrert i forvaltningen. Vekselvirkningene mellom de ulike delene av forvaltningen er mange. I eierskapsutøvelsen analyserer vi og utvikler kunnskap om forhold som kan ha betydning for langsiktig lønnsomhet i selskaper. Gjennom forskningsstøtte, data- og metodeutvikling og tiltak for selskapsrapportering får vi bedre innsikt i temaer som kan påvirke avkastning og risiko over tid. Dette arbeidet kan videre understøtte arbeidet med standardsetting eller tiltak for praksisutvikling på tvers av temaer, sektorer eller markedet. Samtidig kan informasjon fra standardsettingsprosesser påvirke vårt syn på utviklingstrekk og vurdering av selskapers strategiske tilnærming. Våre risikoanalyser kan også gi oss innsikt i muligheter som kan utnyttes, for eksempel i de miljørelaterte investeringsmandatene.

Vi erfarer at det er spesielt viktig å se eierskapsutøvelse og investeringsbeslutninger i sammenheng i selskaper der fondet er en betydelig eier. Vi tar hensyn til hvorvidt et forhold kan sies å være materielt på selskapsnivå og om det kan ha betydning for verdsettelsen av selskapet. Dialogen med selskapene blir mer virkningsfull når eierskapsutøvelsen ses i sammenheng med investeringsbeslutninger.

Banken møter regelmessig representanter for de største selskapene fondet er investert i. Dette legger grunnlag for en god dialog om eierskapstemaer, og gir god innsikt i selskapene fondet har investert i og utfordringene de står overfor. Kunnskapen vi opparbeider oss gjennom selskapsdialogen bidrar til at eierskapsutøvelsen er relevant og fundert på en helhetlig forståelse av enkeltsselskaper og temaer. I fremvoksende markeder bidrar eksterne forvaltere med innsikt om selskapene, herunder om selskapsstyring, miljømessige, og sosiale forhold.

Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningen, i tråd med krav i mandatet. Ansvar for å følge opp ulike områder er tillagt forskjellige deler av organisasjonen. Det er derfor ikke mulig eller hensiktsmessig å gjøre anslag på ressursbruk og kostnader. Bankene mener at analysene departementet etterspør kan være mer hensiktsmessig i organisasjoner der arbeidet med ansvarlig forvaltning er organisert på siden av den ordinære forvaltningen.

Basert på retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper, fastsatt av Finansdepartementet, er 125 selskaper utelukket fra fondets investeringsunivers i dag. Utelukkelse av selskaper kan påvirke fondets avkastning og risiko. Våre beregninger viser at utelukkelse basert på kriteriene i retningslinjer for observasjon og utelukkelse har resultert i en akkumulert avkastning som er 1,31 prosentpoeng lavere frem til utgangen av tredje kvartal 2017. Vi beregner bidrag til avkastning og risiko for de miljørelaterte mandatene. Vi har i tillegg i flere år offentliggjort beregninger av absolutte og relative klimagassutslipp fra selskaper i fondets aksjeportefølje. Slike målinger sier noe om vår posisjonering opp mot aksjedelen av referanseindeksen, men vil i mindre grad reflektere klimarisiko uten en rekke tilleggssopplysninger og forutsetninger.

Selskapers tilnærming til bærekraftspørsmål, prinsipper og rammeverk, samt teknologi og kommersielle forutsetninger er i kontinuerlig utvikling. Gjennom vårt langsiktige arbeid med standardsetting, forventninger, posisjoner, initiativer og i møter med enkeltsselskaper, forventer vi å bidra til bærekraftige markedsløsninger og god selskapspraksis. Dette kan igjen bidra til fondets verdi på lang sikt. Forskningsstøtte og data- og metodeutvikling kan også gi opphav til informasjon og strategier som bidrar til velfungerende markeder. Dette er viktig for fondet som en langsiktig markedsdeltager og eier over tid, men kan i mindre grad måles eller tilskrives en direkte effekt på porteføljen.

For mer en detaljert gjennomgang av vårt arbeid med ansvarlig forvaltning viser vi til vår publikasjon om ansvarlig forvaltning 2016. Publikasjonen for 2017 vil bli offentliggjort i første kvartal 2018.

Eiendomsinvesteringer

Departementet ber Norges Bank om å evaluere strategien for og innretning og organisering av eiendomsforvaltningen, samt oppnådde resultater.

Da departementet i Meld. St. 16 (2007-2008) åpnet for at en del av fondet skulle investeres i unotert eiendom, ble det lagt vekt på at fondet skulle bestå av en bredt diversifisert og global

portefølje, og derfor burde også være eksponert mot en stor aktivaklasse som eiendom. De fleste andre sammenlignbare fond var investert i eiendom, og departementet anførte at det var vanskelig å se hvorfor strategien for fondet skulle avvike sterkt fra strategien til andre store internasjonale fond. Departementet la videre vekt på at investeringer i eiendom kunne bidra til en bedre risikospredning i fondet, og at fondets særtrekk tilsa at fondet var godt egnet til å bære risikoen slike investeringer innebærer.

Strategi

I mars 2010 ble mandatet fra Finansdepartementet endret til å inkludere opp til fem prosent i unotert eiendom. I 2013 ble det presisert som et mandat til å investere globalt. Norges Bank har siden bygget en global, men konsentrert portefølje av kontor- og handelsbygg i utvalgte byer, samt i det global logistikk. Vi 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. Vi investerer også i logistikkeiendommer tilknyttet sentral infrastruktur i markeder som er viktige for globale distribusjonskjeder.

Vi investerer med partnere for å dra nytte av deres lokalkunnskap og ekspertise, men gjør også enkelte transaksjoner alene. Vi søker å ha en stabil investeringstakt over konjunktursyklusene. Dette bidrar til å redusere risikoen for å ha investert mye i perioder da prisingen i etterkant kan vise seg å ha vært høy. Investeringstakten vil likevel avhenge av markedsutviklingen og tilgjengelige investeringsmuligheter.

Mandatet fra 2010 spesifiserte at obligasjonsporteføljen skulle reduseres i takt med oppbyggingen av eiendom. I perioden fra 2010 til og med 2016 ble derfor investeringer i eiendom motsvart av en tilsvarende reduksjon i fondets obligasjonsinvesteringer. Fra og med 1. januar 2017 er øvre grense for investeringer i unotert eiendom syv prosent av fondet, og det er nå opp til Norges Bank å bestemme hvordan kjøp av eiendom skal motsvares av tilpasninger i andre deler av porteføljen.

Investeringsstrategien har ikke endret seg vesentlig siden den første investeringen ble gjennomført. Vi har ikke lagt opp til vesentlige endringer fremover. Vi har investert mellom 0,26 og 0,76 prosent av fondet hvert år siden 2011. Ved utgangen av tredje kvartal 2017 utgjorde eiendomsinvesteringene 2,5 prosent av fondets markedsverdi.

Organisering

I 2014 ble forvaltningen av fondets unoterte eiendomsinvesteringer organisert i en egen enhet (NBREM) med en separat ledergruppe. Organisasjonen er bygget opp og utviklet gradvis i takt med en stadig større og mer diversifisert portefølje. Ved utgangen av 2016 hadde NBREM 139 ansatte fordelt på seks kontorer.

Beslutningsprosesser for investeringer i unotert eiendom styres av investeringsmandater, komitémandater og stillingsbeskrivelser. Ulike styrever og komiteer, som består av interne og eksterne rådgivere, møtes regelmessig for å vurdere relevante investeringer. I

beslutningsprosessene tar vi høyde for at investeringer i unoterte aktiva er ressurskrevende å reversere.

Investeringer i unoterte aktiva er mindre likvide, transaksjonene er ikke standardiserte, og de finner ikke sted på regulerte markedsplasser. Fondet investerer i fast eiendom gjennom datterselskaper for å sikre forsvarlig risikostyring, operasjonell effektivitet og for å beskytte Norges Bank og fondets eiendeler.

Kostnader

Forvaltningen av fondets unoterte eiendomsinvesteringer innebærer kostnader i (i) NBREM og operative driftsselskaper, (ii) hel- og deleide holdingselskaper, og (iii) selve eiendommene. Vi har valgt en strategi med direkte investeringer i eiendom, blant annet av hensyn til kostnadseffektivitet og god kontroll. En slik strategi fører til kostnader i NBREM og driftsselskaper, blant annet på grunn av lokal tilstedeværelse, men bidrar også til lavere kostnader på de neste nivåene. En alternativ investeringsstrategi med investeringer i fond, fond-av-fond, notert eiendom eller lignende ville ha noen kostnader på investors hånd, mens hoveddelen ville vært på selskaps- og eiendomsnivå i strukturene.

Oppbyggingen av organisasjonen for investeringer i unotert eiendom har blitt gjennomført med lave kostnader. Totale kostnader målt i forhold til gjennomsnittlig kapital til forvaltning har vist en nedadgående trend siden oppstarten, fra 0,91 prosent i 2011 til 0,65 prosent i 2016. Tilsvarende har de interne kostnadene falt fra 0,57 prosent i 2011 til 0,25 prosent i 2016.

Gjennom vårt medlemskap i INREV⁷, som er en europeisk organisasjon for å dele erfaring og kunnskap innenfor unotert eiendom, kan vi sammenligne våre kostnader med andre investorer i unotert eiendom. I 2015 hadde NBREM en Total Expense Ratio (TER)⁸ på henholdsvis 0,58 and 0,53 prosent basert på netto og brutto verdi av den unoterte eiendomsporteføljen, sammenlignet med INREV TER benchmark på henholdsvis 0,98 og 0,69 prosent⁹.

Resultater

I vår samlede strategi for eiendom inngår både unoterte og noterte eiendomsinvesteringer. Fra 2014 til 2016 var noterte eiendomsinvesteringer del av den rapporterte avkastningen for eiendomsinvesteringene. I denne perioden utgjorde noterte eiendomsinvesteringer i gjennomsnitt om lag en femtedel av de samlede eiendomsinvesteringene.

Siden den første investeringen i 2011 og frem til utgangen av 2016 var årlig avkastning på fondets samlede eiendomsinvesteringer 5,81 prosent, målt i fondets valutakurv. I denne

⁷ The European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles

⁸ NBREM TER kan utledes fra kostnadene i tabell 18 i rapporten for Eiendomsinvesteringer for 2016 ved å justere "Kostnader i selskapsstrukturen" for minoritetsinteresser og forsikringer, og ved å ekskludere "Honorarer til eiendomsforvaltere – variable".

⁹ Benchmark kun tilgjengelig for 2015. INREV har gjennom 2016 og 2017 jobbet med å standardisere sine kostnadsbegreper/definisjoner, og ny benchmark er forventet å være tilgjengelig fra 2017 og fremover.

perioden var eiendomsinvesteringene finansiert ved salg fra fondets renteinvesteringer. Årlig avkastning på referanseindeksen til renteporteføljen var 4,4 prosent i perioden.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer fra 2011 til 2016 var 6,0 prosent årlig, hvorav 4,0 prosentpoeng løpende avkastning, 3,5 prosentpoeng verdiendring og minus 1,5 prosentpoeng transaksjonskostnader. Løpende avkastning var 4,2 prosent i 2012 og økte til 4,6 prosent i 2013 blant annet som følge av investeringer i logistikkbygg med høyere løpende avkastning. Den har deretter falt til 3,7 prosent i 2016. Løpende avkastning har falt primært som følge av markedets økte verdsettelse. Verdiendring har svingt mer enn løpende avkastning i perioden, men har vært positiv alle år. Transaksjonskostnader har påvirket avkastningen vesentlig i oppbygningsfasen, men vil ha mindre negativ effekt fremover fordi nye investeringer vil utgjøre en mindre andel av porteføljen. Gjeldsgraden har vært lav i porteføljen og har i liten grad påvirket avkastning og risiko.

Fra 2017 rapporterer vi avkastning på eiendomsinvesteringene i det samlede oppsettet for investeringsstrategiene. Unoterte eiendomsinvesteringer hadde en avkastning på 5,4 prosent i 2017 frem til utgangen av tredje kvartal. Avkastningen på de aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere eiendomsinvesteringene var i perioden 4,9 prosent. Sammenligning med denne finansieringen viser et positivt resultat fra de unoterte eiendomsinvesteringene på 0,6 prosentpoeng. Målt i lokal valuta var avkastningen i 2017 på de unoterte eiendomsinvesteringene 5,3 prosent, fordelt på 2,8 prosent løpende avkastning, 2,6 prosent verdiendring og minus 0,1 prosent transaksjonskostnader.

Fra 2011 og frem til 31. desember 2016 var målet i henhold til forvaltningsmandatet å oppnå en avkastning minst tilsvarende avkastningen på IPD Global Property Index med unntak for Norge, justert for faktiske forvaltnings- og skattekostnader ("IPD-indeksen"). For årene 2011 og 2012 ble det fastlagt at indeksen skulle avgrenses til den europeiske delen av IPD-indeksen. Fra 1. januar 2017 skal resultatene sammenliknes med et bredt sett av avkastningsmål.

IPD-indeksen er basert på avkastning på eiendomsnivå. Vår rapporterte avkastning inkluderer resultat- og balanseposter som ikke er direkte relatert til eiendommene, slik som skatter, forvaltningshonorarer, rentekostnader for ekstern gjeld samt effekten av lånefinansiering. For å kunne sammenlikne eiendomsporteføljen med IPD-indeksen har vi derfor også beregnet avkastning på eiendomsnivå. Det viktig å merke seg at vi i denne beregningen har utelatt transaksjonskostnader, mens IPD inkluderer slike kostnader. Årsaken til at vi har utelatt transaksjonskostnader er at disse påvirker avkastningstallene betydelig mer i en oppbygningsfase enn i en etablert portefølje. IPD estimerer transaksjonskostnadene i indeksen til å være 0,2 prosent årlig.

I perioden 2011 til 2016 hadde IPD-indeksen 7,9 prosent årlig avkastning¹⁰. Justert for transaksjonskostnader hadde indeksen 8,1 prosent årlig avkastning. Fondets unoterte

¹⁰ April 2011 er benyttet som startdato, og en fjerdedel av IPDs avkastning for 2011 er trukket ut av indeksavkastningen dette året.

eiendomsinvesteringers sammenlignbare avkastning på eiendomsnivå var 8,2 prosent. I oppstartsfasen var bankens eiendomsportefølje vesentlig forskjellig fra sammensetningen av IPD-indeksen. Dette kom til uttrykk både gjennom forskjeller i årlige svingninger i avkastningen, forskjellig sektoreksponering og geografiske ulikheter sammenlignet med indeksen.

Tabell 4: Eiendomsinvesteringenes avkastning

Målt i fondets valutakurv							
Periode	2011*	2012	2013	2014**	2015	2016	2011-2016, annualisert
Avkastning på fondets unoterte eiendomsinvesteringer	-4,4%	5,8%	11,8%	9,6%	10,8%	1,7%	6,0%
Avkastning på fondets noterte eiendomsinvesteringer	-	-	-	6,0%	7,8%	-2,3%	5,2%
Avkastning på fondets samlede eiendomsinvesteringer	-4,4%	5,8%	11,8%	10,4%	10,0%	0,8%	5,8%
Referanseindeks for renteinvesteringer	6,2%	7,0%	-0,1%	7,6%	0,6%	4,2%	4,4%
Avkastningsforskjell	-10,6%	-1,2%	11,9%	2,8%	9,4%	-3,4%	1,4%

*Avkastningsserien for unoterte eiendomsinvesteringer startet 1. april 2011. Alle tall i denne kolonnen er for de siste tre kvartalene i 2011.

**Avkastningsserien for noterte eiendomsinvesteringer startet 1. november 2014.

Tabell 5: De unoterte eiendomsinvesteringenes avkastning

Målt i lokal valuta							
Periode	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016, annualisert
Avkastning på fondets unoterte eiendomsinvesteringer	4,9%	6,0%	8,9%	11,4%	10,6%	5,6%	8,2%
MSCI IPD Global eiendomsindeks justert for transaksjonskostnader**	5,1%	4,6%	8,5%	10,1%	10,9%	7,7%	8,1%
Differanseavkastning	-0,2%	1,4%	0,4%	1,2%	-0,3%	-2,1%	0,1%

*Avkastningsserien for unoterte eiendomsinvesteringer startet 1. april 2011. Indeksavkastningen er derfor justert til å reflektere tre kvartaler med avkastning i 2011.

** IPD Global Property Index, justert for transaksjonskostnader. IPD Pan - European Property Index er benyttet for årene 2011 og 2012, mens IPD Global Property Index er benyttet fra 2013.

Forvaltningsmandatet inneholder et krav om at banken i forvaltningsprosessen for unotert eiendom skal vektlegge hensyn til blant annet energieffektivitet, vannforbruk, og avfallshåndtering. Disse hensynene måles i grønne sertifiseringsordninger for større bygg og i rangeringen av eiendomsfond, selskaper, og forvaltere som foretas av Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) hvert år.

Erfaringene med oppbyggingen av eiendomsforvaltningen i Norges Bank har så langt vært gode. Unoterte eiendomsinvesteringer må forvaltes og styres på en annen måte enn fondets øvrige investeringer. Fondets eiendomsaktiviteter har gitt banken relevant erfaring med

investeringer i unoterte aktiva, de operasjonelle utfordringene dette kan innebære og hvilke krav dette stiller til organisasjonen.

For utfyllende informasjon viser vi til vår publikasjon om eiendomsinvesteringene 2016. Publikasjonen for 2017 vil bli offentliggjort i første kvartal 2018.

Råd om investeringsstrategi

Departementet ber Norges Bank om å evaluere sitt arbeid med å gi råd til Finansdepartementet om investeringsstrategi.

Norges Bank skal gi departementet råd om endringer av investeringsstrategien. Råd kan gis på eget initiativ eller på forespørsel fra departementet. Bankens rolle er å gi det beste faglige rådet gitt formålet med forvaltningen om å maksimere avkastningen til moderat risiko.

Bankens råd er forankret i finansteori og empiriske analyser. Råd om større endringer i investeringsstrategien har de siste årene vært understøttet av diskusjonsnotater, som er publisert på nbim.no. Diskusjonsnotatene er gjenstand for en omfattende intern og eksternt kvalitetssikringsprosess, hvor banken blant annet trekker på medlemmene av vårt Allocation Advisory Board¹¹. I den grad det er relevant, vil bankens råd også gjenspeile bankens erfaringer som forvalter av fondet. Banken ser stor verdi i å ha dialog med andre markedsaktører, og mener det er mye vi kan lære fra andre store investorer, eksterne forvaltere, tankesmier og regulatorer. Investeringsstrategien for fondet må imidlertid utformes på en måte som sikrer den beste porteføljen gitt fondets formål og særtrekk.

Banken vurderer behovet for endringer i investeringsstrategien ut fra hvordan endringene forventes å påvirke samlet avkastning og risiko, ikke hvordan rådet påvirker eventuelle meravkastningsmuligheter. Vi har ikke lagt stor vekt på om banken har hatt operasjonell forvaltningskompetanse på det aktuelle området når et råd sendes.

Bankens råd til departementet behandles i hovedstyret basert på saksfremlegg fra Norges Bank Investment Management. Arbeidet i Norges Bank Investment Management ledes av investeringsdirektøren for allokering. I tillegg til de ansatte i allokeringsavdelingen, vil ansatte med relevante ekspertise fra andre avdelinger kunne involveres i rådgivningsarbeidet. Nærhet til finansmarkedene og detaljkunnskap om forvaltningen, innebærer at banken har god innsikt i hvordan rådet faktisk vil påvirke porteføljen. Dette er en styrke ved måten arbeidet med rådgivning nå er organisert på.

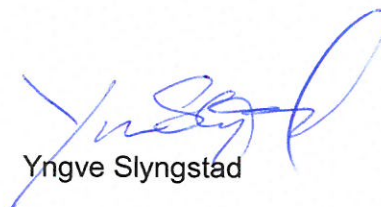
¹¹ NBIMs Allocation Advisory Board har i dag følgende medlemmer: Louis Viceira (George E. Bates professor, Harvard Business School), Lars Løchster (Gantcher associate professor of business, Columbia University) og Christoffer Polck (Professor of finance, London School of Economics)



Bankens råd om endringer av investeringsstrategien gjelder viktige valg som får konsekvenser for fondets avkastning og risiko. Effektene av noen av disse valgene analyserer vi i vår publikasjon med utvidet informasjon om avkastning og risiko. Banken mener det er viktig at denne typen analyser gjennomføres.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad

Vedlegg