

FINANSDEPARTEMENTET
Postboks 8008 DEP
0030 OSLO

Dato: 01.09.2026
Deres ref.:
Vår ref.: 26/01089-7

Geopolitisk risiko og konsentrasjonsrisiko i aksjeindeksen for Statens pensjonsfond utland (SPU)

Vi viser til Finansdepartementets brev 25. februar 2026. I dette brevet svarer vi på spørsmålene om geopolitisk risiko og konsentrasjonsrisiko i aksjeindeksen for SPU. Spørsmålene knyttet til investeringsstrategien for obligasjoner besvares i et separat brev datert 31. august 2026. I begge brevene legger Norges Bank vekt på bred diversifisering som strategi i møte med en skiftende verden.

Finansdepartementet viser til at geopolitisk risiko har økt de senere årene og ber Norges Bank utarbeide relevante scenarioer for å øke kunnskapen om og forståelsen av hvordan geopolitisk risiko kan påvirke fondets investeringer. I første del av dette brevet redegjør Norges Bank for arbeidet med scenarioanalyser i forvaltningen av SPU. Departementet viser videre til at konsentrasjonen i fondets aksjeindeks har økt over tid og ber om bankens analyser og vurderinger. Dette er omtalt i andre del av dette brevet. Avslutningsvis knytter banken noen merknader til trekk som er felles for disse to typene risiko.

Geopolitisk risiko

Bakgrunn

Fondet ble etablert i en periode preget av økt internasjonal handel og økonomisk integrasjon mellom land. Slik integrasjon har vært en viktig drivkraft bak fondets vekst siden det første innskuddet for 30 år siden. Sverdrup-utvalget (NOU 2022: 12) pekte på at flere av de utviklingstrekkene som har vært særlig gunstige for fondet, kan være i ferd med å ta en annen retning. De senere årene har krig og konflikt, proteksjonisme og en mer fragmentert verdensøkonomi skapt usikkerhet. Denne utviklingen kan påvirke rammebetingelsene for forvaltningen av fondet. Usikkerheten forsterkes av at geopolitiske hendelser ofte skjer brått og kan ramme bredt på tvers av aktiva og markeder.

Geopolitiske hendelser kan få implikasjoner både for verdien av SPU og for gjennomføringen av forvaltningen. Verdien av fondets investeringer kan bli påvirket gjennom markedsuro, høyere risikopremier og svakere inntjening i selskapene fondet er investert i. En mer fragmentert verden kan også påvirke fondets investeringsmuligheter. Sverdrup-utvalget viste til at et stort statlig fond kan tiltrekke seg oppmerksomhet, både fra allierte og fra trusselaktører. Utvalget viste også til at SPU som et stort statlig fond kan

være mer eksponert for geopolitisk risiko enn andre fond, og at risikoen for at fondets midler blir frosset eller konfiskert kan være høyere enn for tilsvarende private midler. Utvalget understreket at situasjonen da ikke ga holdepunkter for å si at dette er et gjennomgående fenomen, men at det bør inngå i vurderingsgrunnlaget ved senere vurderinger av investeringsstrategien.

Ekspertrådet for SPU pekte i sin rapport fra januar 2026 på at økte geopolitiske spenninger og usikkerhet innebærer at den politiske risikoen fondets investeringer er eksponert for i utlandet, øker, og at fondets størrelse og aktivitet samtidig har bidratt til å gjøre det mer synlig, noe som forsterker den politiske risikoen ytterligere.¹ Rådet pekte på at fondet i ytterste konsekvens kan komme til å bli gjenstand for skjerpet beskatning, regulatoriske inngrep og til og med konfiskering.

Til tross for en mer urolig verden har avkastningen på fondet de siste årene vært god. De siste tre årene har den samlede avkastningen på fondets aksjeportefølje vært over 70 prosent. Dette er en utvikling vi ikke kan vente at vil fortsette.

Scenarioanalyser

Konsekvensene av potensielle geopolitiske hendelser kan være vanskelig å vurdere og prise. Scenarioanalyser er derfor nyttige. Norges Bank har en etablert prosess for scenarioanalyser for å styrke forståelsen av hvordan blant annet geopolitisk risiko kan påvirke fondets investeringer. Scenarioanalysene brukes i stresstester og inngår som del av bankens helhetlige risikostyring. Analysene benyttes også i beredskapsarbeidet, blant annet som grunnlag for interne øvelser, og for å kartlegge og håndtere operasjonell risiko i forvaltningen av fondet.

Stresstester

Norges Bank gjennomfører regelmessige stresstester av investeringsporteføljen. Formålet er å beregne mulige tap for porteføljen under svært ugunstige omstendigheter. Årlig publiseres en egen rapport med utvalgte stresstester på bankens nettsider.² Disse stresstestene omtales også i årsrapporten.

Stresstestene omfatter både historiske og hypotetiske scenarioer. Førstnevnte tar utgangspunkt i tidligere kriser, som finanskrisen i 2008, og beregner hva tilsvarende hendelser ville betydd for dagens portefølje. De hypotetiske stresstestene er fremoverskuende og utformet for å fange opp ekstreme hendelser som kan ha stor negativ innvirkning på fondets portefølje. Scenarioene som brukes i stresstester velges ut basert på en samlet vurdering av sannsynlighet og alvorlighetsgrad. Utvalget justeres fra år til år i takt med endringer i risikobildet. I stresstestene konkretiseres ulike utfall som endringer i kontantstrømmer, risikopremier, inflasjonsforventninger mv. Disse endringene anvendes

¹ Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland, Rapport 2025, 23. januar 2026, s. 17.

² 2022: <https://www.nbim.no/contentassets/dca9fe25bacb4cbc97bee89173a35474/stress-testing-2022.pdf>

2023: <https://www.nbim.no/contentassets/1fa1b9d3c2bd4bd6b3e4833add584be1/stress-testing-2023.pdf>

2024: <https://www.nbim.no/contentassets/1c26bc90eb274356a60fd77ae5a5bf49/gpfg-stress-testing-2024.pdf>

2025: https://www.nbim.no/contentassets/1c26bc90eb274356a60fd77ae5a5bf49/gpfg_stresstesting-2025.pdf

deretter på porteføljens faktiske sammensetning for å beregne mulige tap på mellomlang sikt.

De hypotetiske stresstestene har de senere årene inkludert flere geopolitiske scenarioer. I 2022 ble potensielle effekter av en større geopolitisk konflikt og påfølgende frakopling i verdensøkonomien analysert. Antakelsene omfattet blant annet redusert økonomisk vekst, fall i selskapers kontantstrømmer og økte risikopremier, etterfulgt av vedvarende høye inflasjonsforventninger og svak realavkastning på statsobligasjoner. I 2023 publiserte vi et scenario der samarbeidet mellom to store økonomiske blokker bryter sammen, og i 2024 et bredere scenario der verden fragmenteres i flere distinkte blokker. Antagelsene her var blant annet høyere tollsatser, økt regulering, restriksjoner på utenlandsinvesteringer og svekket finanspolitisk disiplin, som samlet ville gi lavere global vekst, permanent lavere kontantstrømmer og økt markedsvolatilitet. I 2025 ble scenarioet videreutviklet med mer omfattende tollsatser og mottiltak.

Norges Bank har estimert at fondsverdien kan falle 30–40 prosent som følge av geopolitiske omveltninger av denne typen. Til tross for betydelig usikkerhet, blant annet knyttet til forhold som har vært analysert i stresstestene beskrevet over, har markedene den siste tiden levert svært god avkastning. Etter Norges Banks vurdering er imidlertid scenarioene beskrevet i disse stresstestene, i lys av den siste tids utvikling, fortsatt relevante.

Bruk av scenarioanalyser i den løpende risikoovervåkingen

Dynamiske geopolitiske scenarioanalyser inngår som del av bankens løpende risikoovervåking. Scenarioene brukes også i beredskapsøvelser, både internt i Norges Bank og i felles øvelser med Finansdepartementet. Øvelser med utgangspunkt i scenarier er nyttige som arbeidsmetodikk, da slike øvelser kan avdekke om man har tilstrekkelig fleksibilitet i mandatet og organisasjonen til å håndtere kriser. Scenariene vi ser på, er i sin natur av en slik størrelse at de må håndteres i fellesskap med Finansdepartementet. Detaljene i disse scenarioanalysene er ikke offentlige. Det løpende arbeidet med de dynamiske scenarioene er organisert i fire faser: identifisering av hovedrisikoer, scenarioutvikling, overvåking av ulike indikatorer og sannsynlighetsvurderinger.

Utgangspunktet er en årlig kartlegging av geopolitisk risiko. De risikoene som vurderes å ha de største potensielle konsekvensene for fondsverdien følges løpende opp, blant annet ved bruk av scenarioer. Scenarioene beskriver mulige utviklingsforløp, med særlig vekt på utfall med lav sannsynlighet, men store mulige konsekvenser. I analysene vurderes hvordan ulike scenarioer kan slå ut på tvers av aktivaklasser, sektorer og geografier. Det identifiseres også nøkkelindikatorer som gjør det mulig å følge utviklingen løpende og fange opp endringer i risikobildet. Ulike utviklingsforløp i hvert scenario tilordnes en sannsynlighet som gjennomgås kvartalsvis og justeres i takt med endringer i risikobildet. Sannsynlighetsvurderingene tar utgangspunkt blant annet i observerbar markedsinformasjon.

Oppsummering og Norges Banks vurderinger

De internasjonale omgivelsene har blitt mer krevende de senere årene, og det er lite som tilsier at denne utviklingen vil snu. Investeringsstrategien for fondet bygger på at eksponering mot markedsrisiko over tid gjør det mulig å høste markedets risikopremier. Det forutsetter vilje til å bære risiko, også i perioder med stor usikkerhet. Investeringer i internasjonale markeder innebærer i dag en vesentlig eksponering mot geopolitisk risiko. Fondets særtrekk kan også innebære at enkelte geopolitiske risikoer kan treffe fondet på andre måter enn for andre investorer. Det er i denne sammenheng viktig at fondets finansielle formål ligger fast og oppfattes slik av omverdenen.

Norges Banks stresstester viser at verdien av fondet kan falle vesentlig ved alvorlige geopolitiske omveltninger. Ekspertrådet for SPU pekte i sin rapport fra januar 2026 på at geopolitisk risiko bør håndteres med fortsatt bred geografisk diversifisering. Samtidig, og som belyst i bankens stresstester, vil ikke diversifisering skjerme fondet fra geopolitiske hendelser og omveltninger som påvirker et bredt spekter av markeder, aktivaklasser og sektorer på samme tid.

Norges Bank har etablert omfattende systemer for å identifisere, overvåke og analysere geopolitisk risiko langs mange dimensjoner. Banken har også omfattende rammeverk for å håndtere beslektede former for operasjonell risiko som kan forsterkes i perioder med geopolitisk uro, herunder svindelforsøk og cyberangrep. Banken overvåker også løpende selskaper i porteføljen som kan knyttes til krig og konfliktsituasjoner. Geopolitiske hendelser lar seg imidlertid i liten grad forutse. Selv med omfattende systemer for risikoovervåkning er det ikke nødvendigvis mulig å redusere eksponeringen mot berørte markeder før en krise inntreffer. Finansielle tap vil i mange tilfeller ha inntruffet før det er mulig å iverksette tiltak. Fondets størrelse innebærer også at mulighetene for å gjennomføre raske nedslag i en krisesituasjon er svært begrenset.

Fondets investeringer består av eierandeler og utlån plassert i markeder over hele verden. Denne spredningen gjør at fondets midler ikke uten videre kan rammes av enkelthendelser i ett land eller ett marked. Samtidig er forvaltningen avhengig av velfungerende markeder, et forutsigbart rettslig rammeverk og en pålitelig finansiell infrastruktur, herunder oppgjørssystemer, depotløsninger og tjenester levert av sentrale markedsaktører. Historien gir eksempler på at slike rammebetingelser kan endres som følge av geopolitiske hendelser, og på at investorers tilgang til egne midler i enkelte tilfeller er blitt begrenset. Banken overvåker løpende denne typen risiko. Samtidig vil flere av disse forholdene ligge utenfor det banken selv kan påvirke, og overvåkning vil ikke i alle tilfeller gjøre det mulig å avverge konsekvensene.

Norges Bank har i henhold til mandatet en rådgivningsplikt overfor Finansdepartementet. Dersom bankens vurdering skulle tilsi at forvaltningen ikke kan gjennomføres på en forsvarlig måte innenfor gjeldende rammer, vil banken kunne gi departementet råd om å endre mandatet.

Konsentrasjon i aksjeindeksen

Utviklingen i konsentrasjon i aksjeindeksen

Konsentrasjonen i aksjeindeksen kan måles på flere måter. Vanlige mål er de største selskapenes andel av indeksvekt og risikobidrag, samt det effektive antallet selskaper.³ Uavhengig av hvilken målemetode som benyttes, har konsentrasjonen økt de senere årene, se figur 1 i vedlegget. Dette har vært drevet av utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet og har hatt betydning for graden av diversifisering i en global markedsvektet indeks. Tilsvarende nivåer av konsentrasjon har imidlertid også forekommet tidligere, globalt blant annet på 1980-tallet og rundt årtusenskiftet, og i det amerikanske markedet frem til 1960-tallet.⁴

Konsentrasjonen i aksjeindeksen i dag gjenspeiler underliggende forskjeller i inntjeningsvekst. Amerikanske selskaper har over tid hatt høyere realvekst enn selskaper i andre regioner, og konsensusanslag fra økonomiske prognosemiljøer tilsier at dette vil fortsette.⁵ På sektornivå har teknologisektoren, og særlig amerikanske teknologiselskaper, hatt høyere vekst enn økonomien for øvrig over flere tiår. Fremveksten av kunstig intelligens har de siste årene forsterket denne utviklingen. Globalisering og teknologiske endringer har også gjort det lettere for dominerende selskaper å ta markedsandeler.⁶ Konsentrasjonen drives dermed av en kombinasjon av høyere amerikansk vekst, teknologisektorens økende andel av verdiskapingen og fremveksten av store selskaper med globale markedsposisjoner.

Amerikanske selskapers andel av samlet inntjening i den globale aksjeindeksen MSCI ACWI, som omfatter aksjer fra både utviklede markeder og fremvoksende markeder, har økt jevnt. Konsentrasjonen målt i markedsverdi er høyere enn konsentrasjonen målt i inntjening, som indikerer at investorer priser inn forventninger om fortsatt høyere vekst for amerikanske aksjer, se figur 3 i vedlegget. Det innebærer at konsentrasjonen i indeksen ikke bare gjenspeiler dagens inntjeningsfordeling, men også markedets forventninger om fremtidig vekst.

Mulige implikasjoner av konsentrasjon

Økt konsentrasjon kan gjøre en markedsvektet indeks mindre diversifisert og mer sårbar overfor utviklingen i enkeltmarkeder, -sektorer og -selskaper. Ekspertrådet for SPU pekte i sin rapport fra januar 2026 på at dagens styringsmodell for fondet kan gi mindre oppmerksomhet om konsentrasjon på sektornivå enn i fond med større innslag av såkalt taktisk aktivaallokering, og at konsentrasjon bør være et prioritert område i risikostyringen av fondet. Ekspertrådet pekte samtidig på at få og store selskaper ikke nødvendigvis

³ Effektivt antall selskaper beregnes ut fra Herfindahl-Hirschman-indeksen (HHI). Lavere verdier innebærer at markedsverdien er fordelt på færre selskaper.

⁴ Pastor et al. (2026), Bye, Soerlie Kvaerner and Werker (2026).

⁵ Konsensusestimater er en sammenstilling av prognoser fra flere profesjonelle finansanalytikere eller makroøkonomiske prognosemiljøer. På selskapsnivå utarbeider analytikere typisk anslag for inntjening og vekst. På makronivå utarbeides anslag for variabler som BNP-vekst og inflasjon. Konsensusestimater beregnes som et gjennomsnitt av de individuelle prognosene, og gir et uttrykk for markedets samlede forventninger.

⁶ Se blant annet Autor et al. (2020).

innebærer mindre diversifisering. Mange av de ledende teknologiselskapene har brede plattformer som dekker ulike teknologier og markeder, både produktmessig og geografisk.

Norges Bank har tidligere pekt på at den mest relevante finansielle risikoen for en langsiktig investor er risikoen for varige tap. I bankens råd om den geografiske fordelingen av aksjeindeksen fra august 2019⁷ ble det vist til at varige tap kan oppstå som følge av endringer i forventet inntjening. Den økte konsentrasjonen i aksjeindeksen har de siste årene blitt forsterket av forventninger til kunstig intelligens. Mange av de største selskapene i referanseindeksen er avhengige av de samme forholdene, herunder avkastningen på investeringer i infrastruktur for kunstig intelligens, utviklingen i amerikansk teknologiregulering og tilgangen på avanserte halvledere. Et sjokk som rammer disse forholdene vil dermed kunne påvirke en stor del av indeksen.

Bankens stresstester illustrerer dette. I et hypotetisk scenario fra 2024 la vi til grunn at selskaper innen kunstig intelligens ikke innfrir forventningene til fremtidig inntjening. I 2025 modellerte vi et tilsvarende scenario, der markedsutviklingen i mellomtiden hadde gitt enda sterkere konsentrasjon. I scenarioet fra 2025 la vi til grunn at kunstig intelligens ikke innfrir markedets forventninger til produktivitetsgevinster, med lavere forventede kontantstrømmer og høyere aksjerisikopremie som følge. Resultatet for fondsverdien ble estimert til fall på henholdsvis 18 og 35 prosent i de to scenariene.

Som beskrevet over har det også tidligere vært perioder med høy konsentrasjon i aksjemarkedet. I antall er det imidlertid få historiske perioder med høy konsentrasjon. I det amerikanske aksjemarkedet nådde konsentrasjonen toppunkter mot slutten av 1960-tallet og i forbindelse med IT-boblen på starten av 2000-tallet. I begge tilfeller ble toppunktet etterfulgt av om lag et tiår med svak avkastning. Forskjellene i realisert avkastning de påfølgende ti årene mellom perioder med høy og lav konsentrasjon er imidlertid beskjedne, se tabell 1 i vedlegget. Det er dermed vanskelig å trekke konklusjoner om hvilken betydning konsentrasjon har for fremtidig indeksavkastning basert på historiske data.

Fondets referanseindeks

Norges Bank har tidligere vist til at en friflytjustert markedsvektet indeks er det naturlige utgangspunktet for referanseindeksen for aksjer, og at eventuelle avvik fra en friflytjustert markedsvektet indeks bør begrunnes og ha et konkret formål.⁸ Referanseindeksen for aksjer har i dag en noe lavere andel i Nord-Amerika og dermed noe lavere konsentrasjon enn hva som følger av en friflytjustert markedsindeks.⁹ Dette skyldes de geografiske justeringsfaktorene departementet har fastsatt i forvaltningsmandatet. Departementet viste i 2020¹⁰ blant annet til ønske om bred geografisk spredning som begrunnelse for at andelen av referanseindeksen i Nord-Amerika fortsatt burde være noe lavere enn det som følger av friflytjusterte markedsvekter.

⁷ Se brev til departementet 27. august 2019.

⁸ Se blant annet brev til departementet 21. august 2019.

⁹ Se figur 7 i vedlegg.

¹⁰ Meld. St. 32 (2019–2020)

Departementet har i tillegg fastsatt en rebalanseringsregel mellom aksjer og obligasjoner i referanseindeksen som sørger for at aksjeandelen i fondet ligger rundt det strategiske målet på 70 prosent. Det er viktig at rammeverket for forvaltningen av fondet inneholder mekanismer som gir disiplin i perioder med stor usikkerhet. Rebalanseringsregelen legger til rette for at fondet systematisk kjøper aksjer etter store kursfall og selger aksjer etter perioder med kursstigning. Forutsigbare og regelbaserte mekanismer er en viktig egenskap ved rammeverket for et fond med SPUs særtrekk.

Norges Bank vurderte i brev 27. august 2020 hvordan et eventuelt tak på enkeltmarkeder i fremvoksende aksjemarkeder kunne utformes. Tak på sektorer og land ble også omtalt i brev 21. august 2019 om geografisk fordeling av referanseindeksen. Formålet med slike tak er å begrense risikoen for varige tap fra hendelser som rammer et enkeltmarked eller en enkeltsektor. Høy grad av konsentrasjon innebærer imidlertid ikke nødvendigvis i seg selv at referanseindeksen bør avvike fra markedsvekter. Markedsvekter gjenspeiler markedets samlede vurdering av selskapenes utsikter. Å introdusere tak på markeder, sektorer eller enkeltelskaper kan resultere i at en investor går glipp av avkastningen fra selskapene med de beste fremtidsutsiktene.¹¹ Dette illustreres av analyser av utviklingen i referanseindeksen siden 1994, som viser at et lavere tak på enkeltelskaper gjennomgående har gitt lavere avkastning enn et høyere tak eller ingen tak, se figur 8 og tabell 2 i vedlegget. Et tak forutsetter videre en skjønnsmessig vurdering av hva som utgjør uakseptabel konsentrasjon. Tak innfører også økt kompleksitet i indeksen og medfører transaksjonskostnader som øker jo lavere taket settes.

Konsentrasjonen i aksjeindeksen er i dag i betydelig grad knyttet til forventninger om kunstig intelligens. Selskapene dette gjelder, er spredt på tvers av tradisjonelle sektorgrenser, og også selskaper utenfor det indeksleverandøren definerer som teknologisektoren prises ut fra forventet nytte av kunstig intelligens. Sektorklassifiseringer kan også endres over tid. Et sektortak ville dermed bare delvis fange eksponeringen. Eventuelle tak på enkeltelskap vil knytte seg til den juridiske enheten, ikke til den underliggende risikoeksponeringen. Dersom et selskap deles opp, vil et tak potensielt ikke lenger gjelde for de nye enhetene, selv om den samlede eksponeringen er uendret.

Oppsummering og Norges Banks vurdering

Konsentrasjonen i aksjeindeksen har økt de senere årene, i hovedsak drevet av utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet og forventninger til kunstig intelligens. Departementet har omtalt den økte konsentrasjonen i aksjeindeksen i flere fondsmeldinger. Departementet har samtidig vist til at det er krevende å vurdere risikoen knyttet til denne konsentrasjonen, og i hvilken grad den tilsier justeringer i referanseindeksen. Departementet vurderte i fondsmeldingen 2021 tak på enkeltmarkeder i fremvoksende aksjemarkeder og fant at ulempene, herunder kompleksitet, behovet for skjønnsmessige avgrensninger og avstand til den brede indeksen, ikke rettferdiggjorde tiltaket. De samme innvendingene er etter bankens syn også gjeldende for et eventuelt sektor- og selskapstak. Slike tak er også mindre treffsikre verktøy for å styre den typen konsentrasjon fondet nå er eksponert mot. Banken gir på dette grunnlag ikke råd om innføring av tak på enkeltmarkeder, -sektorer eller

¹¹ Se Pastor et al., 2026.

-selskaper nå. Risikoen knyttet til nivået på konsentrasjonen i dagens referanseindeks må etter bankens vurdering aksepteres som en egenskap ved en markedsvektet indeks.

Fondets størrelse, langsiktighet og evne til å bære risiko er særtrekk som kan gi fortrinn som kan utnyttes til å skape meravkastning. Rammen for avvik fra referanseindeksen gir rom for å utnytte disse fortrinnene. Rammen for avvik fra referanseindeksen er etter bankens vurdering mindre egnet til håndtering av konsentrasjonsrisiko, da dette ikke åpenbart er knyttet til meravkastning og derfor vil gjøre det vanskelig å evaluere den aktive forvaltningen. I tillegg vil det redusere handlingsrommet for verdiskapende strategier.

SPU skiller seg fra flere andre store fond ved at systematisk risiko hovedsakelig tas i noterte markeder. Mandatet for forvaltningen åpner i dag for investeringer i unotert eiendom. Det er også åpnet for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, som utgjør en liten del av det samlede markedet for unotert infrastruktur. Med en strategisk aksjeandel på 70 prosent og en lavere andel unoterte investeringer enn sammenlignbare fond, er fondet i større grad eksponert mot utviklingen i de noterte aksjemarkedene.

Det kan derfor være grunn til å vurdere om en økt allokering til unoterte aktiva over tid kan gi fondet eksponering mot et bredere sett av risikokilder og redusere betydningen av konsentrasjonen i aksjeindeksen for fondets samlede risikoprofil. Ekspertrådet for SPU har anbefalt at det regelmessig vurderes om fondet bør spres bredere på tvers av aktivaklasser. Norges Bank deler denne vurderingen. Investeringer i unoterte markeder må samtidig bygges opp gradvis, og vil først få vesentlig betydning for fondets samlede risikoprofil dersom de når et visst omfang. En eventuell økt allokering til unoterte aktiva vil kreve grundige vurderinger av fordeler og ulemper, inkludert politisk og regulatorisk risiko, og bred forankring.

Avsluttende merknader

Geopolitisk risiko og konsentrasjonsrisiko er behandlet hver for seg i dette brevet, men kan være sammenvevd og stille forvaltningen overfor noen av de samme grunnleggende avveiningene. De to risikotypene kan også forsterke hverandre. Konsentrasjonen i aksjeindeksen er i dag i betydelig grad knyttet til amerikanske teknologiselskaper. Det innebærer at en geopolitisk hendelse som rammer disse selskapene kan få større betydning for fondet. Teknologien som driver konsentrasjonen, er blant forholdene som inngår i rivaliseringen mellom store økonomier. I tillegg er tjenestene de amerikanske teknologiselskapene leverer svært viktige for mange bedrifter og organisasjoner, herunder Norges Bank.

Sverdrup-utvalget pekte på at fondet har en åpenbart høy evne til å bære finansiell risiko, men at det kan bli «økende behov for å tenke gjennom, balansere og forankre fondets generelle evne til å håndtere ulike typer ikke-finansiell risiko, herunder politisk risiko». Utviklingen i de geopolitiske omgivelsene de siste årene understreker relevansen av denne vurderingen. Når en større del av fondets avkastning avhenger av politiske og regulatoriske forhold, kan grensen mellom finansiell og ikke-finansiell risiko fremstå mindre skarp enn

tidligere. Dette gjør det etter bankens vurdering viktigere enn før at fondet oppfattes som en finansiell investor, og at det finansielle formålet med forvaltningen kommuniseres tydelig.

Norges Bank legger til grunn at både geopolitisk risiko og konsentrasjonsrisiko vil være til stede i forvaltningen fremover. Gitt dagens markedssammensetning og internasjonale forhold lar hverken geopolitisk risiko eller konsentrasjonsrisiko seg eliminere i en markedsvektet aksjeindeks. Tiltak som kan redusere én form for risiko vil i mange tilfeller innebære nye avveininger mellom ønsket risikoreduksjon og økt kompleksitet, høyere transaksjonskostnader eller utilsiktede eksponeringer.

Som drøftet i dette brevet er mulighetene for å forutse geopolitiske hendelser eller tilpasse porteføljen raskt i en krise begrenset. Åpen kommunikasjon om risikoen strategien for fondet innebærer, herunder publisering av stresstester, bidrar til å bygge forståelse for at store verdifall kan inntreffe. Dette styrker grunnlaget for å holde fast ved den langsiktige strategien, også i perioder med uro.

Med hilsen

Ida Wolden Bache

Nicolai Tangen

Elektronisk signert / Signed electronically:

Nicolai Tangen

Ida Wolden Bache

Vedlegg:

Vedlegg

Kopi til:

Norges Banks representantskap