



Finansdepartementet
Akersgt. 40
Postboks 8008, Dep 0030
Oslo

Dato
5.1.2023

Høringsuttalelse fra Handelshøyskolen NMBU til «NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid»

Vedlagt oversendes høringsuttalelse til Sverdrup-utvalgets rapport om langsiktige perspektiver på Statens pensjonsfond utland, «NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid». Høringsuttalelsen oversendes fra Handelshøyskolen NMBU v. førsteamanuensis Torun Fretheim, professor emeritus Ole Gjelberg, og professor II Knut Norheim Kjær.

Med vennlig hilsen

Casper Claudi Rasmussen
Dekan
Handelshøyskolen, NMBU

Høringsuttalelse om NOU 2022:12, Fondet i en brytningstid

Sverdrup-utvalgets utredning gir et viktig og godt bidrag til den videre utformingen av strategien for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (heretter kalt Fondet). Den dekker mange temaer, og bredden i analysen reflekterer nettopp at det er svært mange variabler som må vurderes når strategien for Fondet skal revurderes og utvikles videre. Rapporten er velskrevet og kan leses av personer uten dybdekompetanse i økonomi og finans. Dette er prisverdig fordi Fondet eies av nåværende og fremtidige generasjoner, og det er avgjørende at alle vesentlige veivalg debatteres bredt og er godt forankret på Stortinget.

Et viktig perspektiv, som utvalget selv fremhever, er at Norge hittil har forvaltet petroleumsinntektene på en klok måte. Målet for forvaltningen av Fondet er avklart, resultatene har vært gode, og det er bred tillit til at Fondet forvaltes vel. Alle endringer som gjøres i tiden som kommer bør baseres på forståelse av hva som har fungert bra og hvorfor.

Utredningen er først og fremst en påminnelse om kompleksiteten bak de valg som skal gjøres videre i forvaltningen av Fondet. Historiske data for økonomisk utvikling, finansmarkedenes virkemåte, og avkastningen på finansielle aktiva har begrenset relevans for å vurdere langsiktig fremtidig risiko og avkastning. Geopolitiske og økonomiske regimer kan endres, og fordelingsfunksjoner for finansiell avkastning og korrelasjoner mellom aktivaklasser kan over lange perioder ta andre former enn vi er vant med. Vår egen atferd og hvordan vårt eget styringssystem fungerer og utøver beslutninger, kan påvirkes av møter med en virkelighet vi ikke har vært forberedt på.

Fondet har blitt langt større i forhold til nasjonaløkonomien enn opprinnelig forventet. Det innebærer at strategien for forvaltningen må vurderes i en bred politisk-økonomisk sammenheng utover å optimalisere forventet avkastning mot risiko for Fondet isolert sett.

I vår uttalelse berører vi særlig fire forhold:

1. Det er nødvendig å tenke bredere enn i dag ved utformingen av strategien for Fondet, og inkludere samspillet med andre viktige forhold som påvirker statsfinansene og nasjonaløkonomien.

2. Fondet bør diversifiseres bredere i kapitalmarkedene i de land hvor Fondet fortsatt vil være investert.
3. Mandatet fra Finansdepartementet bør gjøres mindre detaljert og mer overordnet, og flere oppgaver bør delegeres til Hovedstyret i Norges Bank.
4. Det bør innføres en systematisk tilnærming til å ta ned risikoen for store tap i Fondet under spesielle omstendigheter.

Strategien for Fondet må forankres i Norges nasjonaløkonomiske utfordringer

Fondet har mange formål og gjør det mulig å skille statens bruk av petroleumsinntektene fra inntjeningen av dem. Forskyvningen av inntektsstrømmen gjør det mulig å la fremtidige generasjoner ta del i verdien av den ikke-fornybare petroleumsressursen. Flyttingen av en komponent av formuen, petroleum i bakken, til en diversifisert portefølje av globale finansinstrumenter utjevner risiko og øker den forventede avkastningen av formuen. Ved en disiplinert bruk av inntektene bidrar fondet til makroøkonomisk stabilitet og til å redusere risikoen for at konkurranseutsatte sektorer blir skviset ut («Hollandsk syke»). Sårbarheten for svingninger i olje- og gassprisene reduseres, mens volatiliteten i de globale finansmarkedene slår sterkere inn etter hvert som Fondet øker i størrelse.

En bred drøfting av strategien for Fondet bør ta utgangspunkt i den langsiktige bærekraften for statsfinansene. Særlig viktig er betydningen av norsk økonomis egenart som en liten og åpen økonomi; vi er «pristakere» i en omskiftende verden. Sverdrup-utvalget peker på mange geopolitiske og økonomiske forhold som kan ha stor betydning også for norsk økonomi og statsfinanser, og hvor det er grunnleggende usikkerhet om hva som faktisk vil skje. To forhold er særlig viktig for Norge å utvikle i møte med denne usikkerheten: Robusthet og tilpasningsdyktighet.

Fondet bidrar til å sikre robusthet for norsk økonomi ved at det er en reserve landet kan trekke på under lange perioder med svak global økonomisk utvikling. Samtidig vil høyt løpende uttak av oljeinntektene svekke vår tilpasningsdyktighet gjennom å bygge opp stivheter i den økonomiske strukturen, eksemplifisert ved trenden med økt andel sysselsatte i offentlig sektor der Norge nå er på topp i OECD-området. Bærekraften til statsfinansene påvirkes sterkt av hvor robust og tilpasningsdyktig norsk økonomi blir.

En slik bred drøfting faller nært sammen med å vurdere Fondets strategi i sammenheng med nasjonalformuen. Fondet er en relativt liten del av denne (10%) sett i forhold til den neddiskonterte verdien av arbeidsinnsatsen (74%).¹

Fondets bidrag til å gjøre norsk økonomi og statsfinanser mer robuste ivaretas ved en strategi som gir rimelig god sikkerhet for realverdien av hovedstolen. Vi kommer tilbake til dette. Hensynet til tilpasningsdyktighet for norsk økonomi kan blant annet ivaretas ved en revidering av rammeverk og retningslinjer for det løpende uttaket. Handlingsregelen, som ble innført i 2001, har for mange år siden mistet sin modererende funksjon for bruken av oljepenger over statsbudsjettet ved at Fondet i kroner har blitt langt større enn man forventet den gangen.

En kombinasjon av høy risiko i strategien for forvaltningen med store svingninger i verdien på Fondet, og et høyt løpende uttak fra Fondet, kan i gitte situasjoner lede til en negativ spiraleffekt der verdien av Fondet synker. Sverdrup-utvalget gir med scenariet kalt «Norskesyken» et eksempel på selvforsterkende situasjoner der Fondet tappes. Svekket tilpasningsdyktighet i økonomien grunnet høy bruk av oljepenger er en del av dette scenariet. Utvalget drøfter også mekanismer som kan bidra til at store uttak fra Fondet i perioder med lavkonjunktur og fallende aksjemarkeder kan lede til at Fondet selger seg ned i aksjemarkedet (handler medsyklisk). Det stiller videre spørsmål ved om denne problemstillingen bør tillegges mer vekt i arbeidet med å forstå statens risikotoleranse og utforme Fondets investerings- og uttaksstrategi.

Handlingsregelen ble etablert for å løse ett problem: Skape forutsigbarhet og disiplin i det løpende uttak fra Fondet med bibetingelsen at Fondets realverdi skulle opprettholdes. Så lenge Fondet var av moderat størrelse var det forsvarlig kun å se på forvaltningen av denne formuen isolert. Men Fondet er mer enn dobbelt så stort i dag (målt som andel av Fastlands-BNP) sammenlignet med det som var forventet i 2001. Det innebærer en ikke ubetydelig sannsynlighet for at uttak fra Fondet kan påvirke andre komponenter av Nasjonalformuen negativt gjennom de velkjente «Hollandsk syke»-mekanismene. Dette kan blant annet melde seg som svekket produktivitet av arbeidskraften og dermed en svakere utvikling i den desidert største komponenten av nasjonalformuen.

En revidering av Handlingsregelen må også løse dette problemet – at uttak kan være så store at de i seg selv påvirker økonomiens virkemåte på en måte som ikke er forenelig med å oppnå

¹ Figur 2.7 i Utvalgets rapport, basert på Perspektivmeldingen 2021

bærekraftige statsfinanser på lang sikt. I analysene bør det legges vekt på asymmetri påvirket av institusjonelle tregheter: Det er vanskeligere å ta offentlige utgifter ned enn opp (for eksempel etter et kraftig fall i verdien av Fondet), og det er vanskeligere å bygge opp en konkurransedyktig næringsvirksomhet enn å legge den ned (etter å ha vært skviset ut ved stor bruk av oljepenger).

Vår anbefaling:

Vi støtter på denne bakgrunnen Utvalgets 3. anbefaling (side 215): *Finansdepartementet bør analysere nærmere scenarioer hvor uttakene fra fondet kan gi opphav til medsyklisk investeringsatferd, og vurdere om det kan ha betydning for valg av uttaksmodell, fondets investeringshorisont, risikobærende evne, investeringsstrategi og forventede avkastning.*

Vi anbefaler videre at strategien bør baseres på et helhetlig perspektiv der det tas hensyn til at fremtidig bærekraft i statsfinansene er avhengig av robustheten og tilpasningsdyktigheten til norsk økonomi.

For å gjøre dette på en faglig god måte bør Finansdepartementet utforme en eksplisitt målfunksjon for Fondet som legges til grunn for optimalisering av strategi og uttak. Den bør i prinsippet favne alle viktige forhold som påvirker den fremtidige bærekraften til statsfinansene og ta høyde for at det er korrelasjoner/sammenhenger mellom svingninger i avkastningen på Fondet og endringer på statens balanse (for eksempel er det meget sannsynlig at et sterkt fall i aksjekursene går sammen med svekkede skatteinntekter og høyere utgifter for staten). Ved revidering av handlingsregelen må det innføres prinsipper om forsiktighet – av to grunner: (1) Å bruke forventet realavkastning kan innebære en betydelig finansiell risiko, med høy sannsynlighet for at det før eller senere vil inntreffe et kraftig fall i Fondets verdi (som påpekt av Rådgivende utvalg for finanspolitiske analyser²). Det er ikke realistisk å anta at pengebruken i nominelle kroner vil kunne tilpasses raskt ved et stort fall i Fondets verdi. (2) Anvendelse av oljepenger virker asymmetrisk på økonomiens funksjonsmåte. De næringer og markedstilpassede aktiviteter som skvises ut ved høy bruk av oljepenger kan det være vanskelig å reetablere.

² Finansdepartementets rådgivende utvalg for finanspolitiske analyser, Uttalelse 2022

Smalere geografisk univers krever større bredde i typer investeringsaktiva

En av de sentrale konklusjonene i Sverdrup-utvalget er tiltakende rivaliseringen mellom stormaktene. Økonomi, handel og investeringer brukes i økende grad som virkemidler i den geopolitiske rivaliseringen. Det vil bli krevende å navigere i en mer oppdelt verden, og utvalget kan ikke utelukke at Fondet i større grad vil måtte velge side.

Dette kan lede til at Fondet bør vurdere å trekke seg ut av markeder der det i dag er investert, og at man ikke går inn i markeder hvor det ellers ville ha vært naturlig å investere. Dette innebærer en redusert geografisk diversifisering som bør kompenseres med å utvide instrumentbredden i de land hvor Fondet fortsatt bør investere. I prinsippet bør Fondet investere så nær markedsporteføljen som mulig i disse landene og være plassert i hele kapitalstrukturen.

Det mest åpenbare avviket mellom Fondet og beste internasjonale praksis er at man i liten grad er i private investeringer. Unntaket er i eiendomsinvesteringer med rundt 3% av porteføljen og investeringer i fornybar energi der Fondet hittil utnytter kun litt av en øvre ramme på 2%.

Fondet er ikke plassert i private aksjer selv om dette er en viktig aktivaklasse i andre sammenlignbare fond, og til tross for en tydelig trend i at mer av verdiskapingen i næringslivet skjer utenfor de organiserte børsene.

I 2010 ble investeringer i unotert eiendom opprettet som en egen aktivaklasse hvor rammen har vært fastsatt av Stortinget. Fra 2017 ble eiendom tatt ut som strategisk allokering. Det er nå opp til NBIM/Hovedstyret i Norges Bank å bestemme om, og hvor mye, man skal plassere i eiendom innen en ramme fra 3% til 7% av Fondet. Om man velger å være i eiendom «spiser» dette av kvoten for aktiv forvaltning. Dermed blander man sammen en langsiktig beslutning, som skal være drevet av eiers ønske om diversifisering av porteføljen, med en kortsiktig beslutning av forvalter på hvordan man til enhver tid skal allokere risikobudsjettet for aktiv forvaltning.

Det er et paradoks at Fondet i hovedsak kun er investert i svært likvide instrumenter til tross for at Fondet som en svært langsiktig investor trolig har større evne til å investere i mindre likvide instrumenter enn de fleste andre investorer.

Vår anbefaling:

Sverdrup-utvalgets påpekning av mulige innsnevring i det geografiske investeringsuniverset bør følges opp med en bredere diversifisering innen de markedene hvor Fondet med høy sannsynlighet vil være plassert også på lang sikt.

Styringsstruktur – Mer delegering av beslutninger til styret

Sverdrup-utvalget tegner bilder av en verden i stor endring. Trender som har bidratt til at Fondet har hatt høyere avkastning enn forventet vil neppe vedvare. Høyere geopolitisk spenning og motkrefter innad i land der kapitaleierne har oppnådd langt bedre inntektsutvikling enn lønnstakerne, skaper stor usikkerhet om markedene Fondet investerer i fremover. Både finansiell og ikke-finansiell risiko vil øke. Vi er enige med Utvalget i at Fondets evne til å håndtere skriftende omgivelser må styrkes.

En måte å øke tilpasningsdyktigheten på er, som Utvalget påpeker, å foreta jevnlig gjennomgang av investeringsstrategien. Hittil har det kun vært gjort to dyptpløyende revideringer av Fondets strategi – i 2006 da det ble besluttet å øke aksjeandelen fra 40% til 60%, og i 2016-17 den den ble løftet videre til 70%.

I tillegg bør forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet til styret for NBIM (Hovedstyret i Norges Bank) endres. Utvalget anbefaler en vurdering av hvor hensiktsmessig det ville være med et noe mer overordnet og prinsippbasert mandat. Selv om Utvalget gir mange gode begrunnelser for hvorfor det er fornuftig å gjøre mandatet fra Finansdepartementet til NBIM mer prinsippbasert, går det ikke nærmere inn på hvordan dette kan utformes.

Et utgangspunkt for å gjøre endringer kan være å se hva som er praksis for andre store, statlige reservefond og pensjonsfond. I en bred sammenligning vi har gjort av store globale fond, er den norske modellen en «hjørneløsning». Det normale er stor grad av delegering til et styre. Eiers viktigste rolle er å gi et presist uttrykk for risikotoleransen og utforme et system for rapportering, kontroll og etterprøving av resultatene. Styrets ansvar er å bygge og drive en god forvaltningsorganisasjon med høy faglig og etisk standard. Det skal sikre at det er god styring av risiko og et forsvarlig kontrollmiljø. Forvaltningen skal utøves med gode resultater. Aktiviteter som over tid ikke gir tilfredsstillende resultater skal legges ned.

Mandatet fra Finansdepartementet til styret for NBIM er svært detaljert uttrykt i et dokument på 20 sider. Som det fremgår i departementets årlige meldinger til Stortinget, påvirker styrets

beslutninger under 1% av Fondets historiske avkastning og risiko. Med et byråkratisk utformet mandat har Norge i praksis det motsatte av den fleksibiliteten Sverdrup-utvalget etterspør – en innebygget stivhet som hemmer tilpasningen til skiftende omgivelser. Det vil etter vårt syn være bedre å flytte flere av beslutningene nærmere fagmiljøer som har spesifikk kompetanse på alle hovedsegmenter og nisjer av de ulike markedene der Fondet er investert.

Det vanlige i andre store fond er at styret utformer et rimelig presist forvaltningsmandat til forvalteren, basert på en overordnet referanseportefølje gitt av eieren. I Singapore har for eksempel regjeringen nedfelt en referanseportefølje med 65% globale aksjer og 35% globale obligasjoner for styringen av det store fondet GIC. Basert på denne har styret utformet en «policyportefølje» som angir retningen for GIC og som styret bruker ved etterprøvingen av resultatene. Det er styret som har ansvaret for at resultatene over tid er gode sett i forhold til referanseporteføljen.

Klimarisiko vil, som påpekt av Utvalget, bli langt viktigere i forvaltningen av Fondet. Hovedstyret er gitt et relativt stort ansvar for oppfølgingen av dette. Med større grad av delegering kan styret ta Fondet inn i en mer aktiv rolle basert på rent faglige vurderinger, for eksempel ved å fastsette referanseporteføljer for forvaltningen der det inngår miljø/klimaindikatorer (som for eksempel karbonfotavtrykk) som man mener kombinerer hensynene til avkastning/risiko med hensynene til å bidra til å redusere klimarisiko.

Styret for forvaltningsvirksomheten er langt tettere på den løpende forvaltningen enn embetsverket i Finansdepartementet. Derfor må styret ha høy faglig kompetanse på markedenes virkemåter og på løpende analyser av risiko og mulige situasjoner som tilsier høy aktsomhet. Tett interaksjon med NBIM gir kunnskap om markedene og også innsikt om kvaliteten på de ulike delene av organisasjonen og hvilke avkastningsmuligheter NBIM har realistisk mulighet til å utnytte.

Et paradoks med den norske forvaltningsmodellen er at det kun er resultatbidragene fra NBIMs aktive forvaltning som etterprøves. Det har hittil ikke blitt gjennomført systematiske etterprøvinger av alle valgene Finansdepartementet har gjort direkte eller indirekte gjennom rådene til Stortinget. Dette på tross av at disse valgene kan ha langt større konsekvenser for avkastning og risiko i Fondet. Med utvidelsen av mandatet til styret bør prinsippene om resultatansvar og måling videreføres. Samlet kan dette øke tilliten til forvaltningen av Fondet ved at en større andel av resultatet gjøres til gjenstand for etterprøving.

Vår anbefaling

Utvalgets antydning om et mer overordnet og prinsippbasert mandat bør følges opp. Stortinget bør som i dag utforme en referanseportefølje som et konkret uttrykk for risikotoleranse, og for over tid å etterprøve resultatene til forvalteren. Denne bør være overordnet, mens Hovedstyret overtar mye av rollen Finansdepartementet har hatt med spesifiseringene av detaljene. Dette vil øke avstanden mellom de politiske myndighetene og fondets operative investeringsbeslutninger, som utvalget påpeker viktigheten av, og vil kunne gi Fondet større fleksibilitet til å håndtere skiftende omgivelser.

Bedre styring av risikoen for store tap

Utvalget påpeker at Norge bør være forberedt på en svakere verdiutvikling for Fondet fremover, sammen med høyere finansiell og ikke-finansiell risiko. Dette bør i seg selv vies stor oppmerksomhet ved den neste, brede gjennomgangen av strategien for forvaltningen av Fondet. Siden den tidlige fasen av forvaltningen har det vært en vel forankret forståelse for at Fondet må ta markedsrisiko for å oppnå avkastning som over lang tid er høyere enn inflasjonen. Det er et «bytteforhold» mellom risiko og avkastning; vi tar risiko for å oppnå høyere avkastning. Men skal man fortsette å ta like høy risiko hvis forventet uttelling av dette går ned? Dette grunnleggende spørsmålet må besvares innen en helhet som skissert ovenfor, der også Fondets betydning nasjonaløkonomisk og for bærekraften i statsfinansene blir vurdert sammen med beslutningene som styrer årlige uttak. For eksempel: Jo større sannsynlighet det er for at store tap bidrar til medsyklisk investeringsatferd, desto viktigere blir det å unngå at det oppstår store tap.

I teorien er svingninger i avkastningen ikke problematisk for en langsiktig investor som Fondet. Det er jo nettopp evnen til å bære slik volatilitet som bidrar til en stor del av forventet avkastning. Fondet innkasserer forsikringspremier fra investorer som ikke vil, eller kan, bære slik risiko. Men teorien går over til svært kostbar praksis dersom store tap medfører at forvaltningsstrategien endres før markedene har normalisert seg. Norge har, som Utvalget påpeker, hittil unngått slik realisering av tap. Under finanskrisen bidro sterk svekkelse av kronekursen til at fallene i markedsverdi ikke virket så store.

Sverdrup-utvalget gir en viktig og god analyse av hvordan Norge bør håndtere dette fremover. Mulig store endringer i geopolitiske regimer og markedenes virkemåter kan bety at aktivaprisene slutter å tendere mot gjennomsnittet. For eksempel kan man etter et kraftig fall

risikere at markedene forblir lavt priset over lang tid. Det øker sannsynligheten for at tap blir realisert.

Noen av utvalgets analyser kan stå som eksempler på at skift i økonomiske regimer kan være langvarige. Fra 1995 til 2021 økte avkastningen på egenkapitalen i en bred global markedsindeks fra 14,3% til 22,1%. De viktigste bidragene til dette var fallende skatterate for bedrifter, fallende rentekostnader, og stigende profittmargin. Bak sistnevnte lå fallende lønnsandeler i verdiskapingen og fallende enhetskostnader på investeringer mv – skapt av blant annet sterk handelsintegrasjon i kjølvannet av at Kina ble medlem av WTO i 2001.³

Analysen gir viktige forklaringer på hvorfor avkastningen fra Fondet hittil har vært høyere enn forventet. Den gir også et utgangspunkt for å anta at avkastningen fremover blir lavere, for det er svært vanskelig å tenke seg at skattesatser, renter og lønnsandeler kan falle mer eller at økonomisk globalisering fortsetter videre. Snarere tvert imot. Perioden med endringer i motsatt retning kan kanskje strekke seg over ett eller to ti-år.

Analysene er en påminnelse om at man ikke skal ta konvergering mot gjennomsnittet for gitt i analyser av fremtidig strategi for Fondet. Den illustrerer også et viktig poeng for risikostyringen av Fondet fremover: Der man kan tenkes å stå på terskelen til en endring i økonomisk regime med tydelig skjevhet i forventet utfallsrom kan det være riktig å justere hvor stor markedsrisiko Fondet skal ta.

Analysene til Utvalget og også det vi skriver ovenfor viser at det ikke er tilstrekkelig å bruke en referanseportefølje som uttrykk for eiers risikotoleranse. Risikoen i referanseporteføljen er ikke konstant, men varierer over tid basert på hvor høyt aktiva som inngår i porteføljen er priset, samt hvordan disse samvarierer (graden av diversifikasjonsgevinst i porteføljen).

Om vi definerer risiko ut fra sannsynligheten for realisert tap i porteføljen (og ikke ut fra kortsiktig volatilitet som er et svært upresist uttrykk for risiko), og inkluderer i analysen høyere risiko for at forvaltningsstrategien kan bli lagt om når det skjer store og kanskje varige fall i markedsverdi, holder en portefølje der både aksjer og obligasjoner er priset svært høyt i forhold til det langsiktige normale langt høyere risiko enn en portefølje der verdipapirene er normalt priset.

³ Side 126-133 i utredningen.

Dette innebærer at risikotoleransen må uttrykkes bredere enn kun som en referanseportefølje. En mer eksplisitt styring av risiko for store tap kan gjennomføres på ulike måter og på ulike nivåer i styringsstrukturen. Vi antyder her noen, og drøfter dette avslutningsvis opp mot faren for at mindre grad av fasthet i langsiktig strategi kan bidra til at Fondet opptrer medsyklisk.

Stortinget

Med noe hyppigere gjennomganger av strategien vil Stortinget kunne gjøre kursendringer basert på ny informasjon om forhold som påvirker statsfinansene og/eller kan tenkes å påvirke fremtidig risiko og avkastning i markedet – som at det er rimelig stor sannsynlighet for et langvarig skifte i økonomisk regime.

I tillegg kan Stortinget gjøre endringer basert på situasjonsbetingede råd fra Finansdepartementet. Normalt bør forslag til endringer være offentlige slik at alle sider kan debatteres. Men i helt spesielle situasjoner der det kan dreie seg om store transaksjoner som i seg selv kan påvirke markedene, eller som kan gi politiske reaksjoner fra land man for eksempel velger å trekke seg ut fra, bør Stortingets behandling være hemmelig inntil transaksjonene er gjennomført.

Hovedstyret i Norges Bank

I det utvidede mandatet beskrevet ovenfor bør det inngå en eksplisitt forventning om at Hovedstyret gjør løpende analyser av nedside-risikoen i Fondet. Disse bør inneholde geopolitiske vurderinger, oppdateringer av mulige scenarier og stress-tester av mulige tap i Fondet gitt scenariene.

Hovedstyret bør gis en ramme for hvor stor del av porteføljen man kan gjøre endringer på, gitt at metodegrunnlaget er godt kommunisert og at det i ettertid gir utførlig rapportering av både begrunnelser og resultater. Som i andre fond der dette praktiseres, bør det være en uttalt forventning om at slike beslutninger kun gjøres unntaksvis.

I henhold til dagens forvaltningsmandat har Hovedstyret en plikt til å gi Finansdepartementet råd om strategi for forvaltningen, men det kan synes som at Hovedstyret har en høy terskel for å gå i dialog om sine analyser av risikobildet for Fondet. Derfor bør det legges inn krav om at styret deler sine analyser av nedsiderisiko mv med Finansdepartementet – som dermed også kan være grunnlag for råd videre til Stortinget.

Avsluttende kommentarer

Sverdrup-utvalget gir analysegrunnlag og inspirasjon til å tenke nytt om den fremtidige strategien for Fondet. Det viser behovet for å styrke kompetanse i de ulike delene av styringsstrukturen. Strategiarbeidet må anlegge et bredt perspektiv og dekke Fondets samspill med nasjonaløkonomien. Behovene for økt fleksibilitet i møte med skiftende omgivelser bør møtes med mer delegering til Hovedstyret i Norges Bank. Med lavere forventet avkastning og mulige store skift i økonomiske regimer blir det viktigere enn tidligere å beskytte Fondet mot store tap.

Våre forslag om en noe mer aktiv styring av risikoen for store tap avviker fra hva man i tradisjonell finanst teori gjerne fremholder som optimalt: Rimelig fast strategisk allokering med rebalansering der det ikke skal være noen muligheter for å gjøre endringer, siden disse med stor sannsynlighet kan tenkes å være medsykliske. Dette har fungert bra hittil i en periode som har vært ualminnelig god for Fondet. Men Sverdrup-utvalget viser at det er nødvendig å tenke utenfor den teoretiske modellen. Man kan ikke utelukke medsyklisk atferd. Videre bør man være forsiktige med å legge til grunn forutsetninger om tilbakevending til gjennomsnittet; det kan komme langvarige avvik fra forventet økonomisk regime. En åpning for å ta ned risikoen i spesielle situasjoner kan medføre at man gir avkall på mulige gevinster. Men dette må veies opp mot risikoen for tap ved at man går inn i en langvarig nedgangsperiode med høyere risiko enn beslutningssystemet tåler – det vil si at man realiserer tap på et ugunstig tidspunkt (medsyklisk atferd). Hvorvidt våre forslag vil være en forbedring avhenger helt av hvordan styringsverktøy og rammer utformes, og av kompetansen i de ulike delene av styringsstrukturen.

Ås, 5 januar 2023

Torun Fretheim

Ole Gjølberg

Knut N. Kjær

Førsteamanuensis

Professor Emeritus

Professor II

Handelshøyskolen, NMBU

Handelshøyskolen, NMBU

Handelshøyskolen, NMBU