

# I sannhet en suksesshistorie\*

Espen Henriksen

*Året som gikk, har vist hvor viktig det er at sentrale statstjenestemenn formidler sanne historier, herunder om hva finans er og hvorfor Oljefondet har vært en suksess.*

Statens pensjonsfond utland («Oljefondet») har vært en formidabel suksess. Men kunne presisjonsnivået vært høyere når forvaltningsstrategien formidles?

2016 har vist hvor viktig det er at sentrale statstjenestemenn formidler sanne historier og forankrer viktige valg. Om noen skulle være systematisk unøyaktige, så har året som gikk gjort det klart at de risikerer å undergrave tilliten til institusjonen de er satt til å forvalte. Dette gjelder også de som er satt til å forvalte Oljefondet.

Mork-utvalget presenterte rapporten om aksje- og obligasjonsvektene i Oljefondet i midten av oktober. Dette er det viktigste valget i den strategiske referanseporteføljen. Andre viktige valg er de strategiske sammensetningene av aksje- og obligasjonsporteføljene på tvers av industrier og på tvers av land. Forventet avkastning og risiko på fondet blir nesten fullstendig avgjort av disse valgene.

Rapporten til Mork-utvalget skisserer de analytiske rammeverkene som er nødvendige for å ta disse strategiske valgene. Det muliggjør en åpen og vel-dokumentert prosess for både å beskrive de kritiske avveiningene og sikre bred demokratisk forankring.

**«Finans» og «forsøk på næringsvirksomhet i finansielle markeder»**  
Mork-utvalget skiller videre mellom anvendelse av «finans» på den ene siden og «forsøk på næringsvirksomhet i finansielle markeder» på den andre siden. Finans dreier seg grunnleggende sett om hvordan risiko kan fordeles på en måte som alle berørte parter tjener på. Markedet for brannforsikring er et enkelt eksempel på anvendelse av finans. Ved at risiko samles i forsikringskontrakter, reduseres risikoen som hver husholdning står overfor. Finans er med andre ord studiet av vinn-vinn situasjoner.

Forsøk på næringsvirksomhet i finansielle markeder handler for eksempel om produksjon av analyser av børsnoterte selskaper, investeringsanalyser i unoterte markeder, eiendomsforvaltning og lignende. Mer- eller mindreavkastning er da primært et resultat av om institusjonen er i stand til bedre forretningsmessig

---

\*«I sannhet en suksesshistorie», *Finansavisen* lørdag 31. desember 2016

drift enn konkurrentene. Forsøk på næringsvirksomhet i finansielle markeder er (i kontrast til anvendelse av finans) nær et null-sum spill.

**Finans i praksis** Oljefondet er et eksempel på anvendelse av finans i praksis. Da olje- og gassreserver ble oppdaget på kontinentalsokkelen, ble vi alle med ett svært mye rikere. Vår felles nasjonalformue var imidlertid ikke bare blitt betydelig større, men den var også blitt mye mer risikabel. Verdien av fellesskapets andel av olje- og gassreservene varierer med prisen på olje og gass.

Ved å anvende nøkkelinnsikter fra finans kunne forholdet mellom forventet verdi og risiko knyttet til nasjonalformuen forbedres. Dette ble i praksis gjort ved å omplassere formue fra olje i bakken til aksjer og obligasjoner utenfor Norge og med det et krav på en liten andel av verdens fremtidige verdiskaping. Forbedringen i forholdet mellom størrelsen på nasjonalformuen og risikoen knyttet til denne muliggjorde en høyere og mer stabil velstandsøkning enn det som ellers ville vært mulig.

Å kjøpe aksjer har flere fellestrekk med å selge forsikring. En veldiversifisert eier i verdens aksjemarkeder tar støyten dersom den økonomiske situasjonen i verden skulle forverres, men får en forventet premie, eller meravkastning, i kompensasjon. Vi bærer således en del av den samlede globale risikoen. Det er med andre ord ikke bare vi som har fått det bedre, men resten av verden har også fått det bedre ved at vi tar på oss en liten del av den samlede globale risikoen.

**Formidle suksesshistorien og se fremover** Norges Bank har på fremragende vis implementert den strategiske referanseindeksen. Det er en teknisk krevende øvelse som etter alle solemerker har blitt løst på en svært god måte. Kostnadene ved forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljene er eksempelvis under et tidels prosentpoeng.

Mork-utvalget tar utgangspunkt i elementær finans og de systematiske strategier som har gitt enorme økonomiske gevinster for Norge. Utvalget bruker så de samme rammeverkene for å formidle hvilke avveininger Stortingspolitikere bør ta. En svakhet ved utvalgets rapport er imidlertid at det knapt finnes kvantitative analyser. Før en beslutning om den strategiske referanseindeksen blir tatt, bør disse utestående analysene enten ha blitt gjennomført eller det bør ha blitt etablert prosesser for å gjennomføre dem.

En av mange lærdommer fra 2016 er at folkelig opplutning om sentrale samfunnsinstitusjoner er mer flyktig enn tidligere antatt. Selv om Banken har en sann suksesshistorie som kan fortelles, synes den av forunderlig grunner heller å forsø-

ke å fortelle historiene om forsøkene på næringsvirksomhet i finansielle markeder. Det verken har vært eller bør være sentralt for forvaltningen.

Norges Bank har en suksesshistorie som nøkternt kan formidles, med elementer som:

- Fondet har skapt enorme verdier for Norge ved å forbedre forholdet mellom verdi og risiko ved nasjonalformuen
- Fondet er anvendelse av finans som er studiet av vinn-vinn situasjoner
- Resten av verden har også fått det også bedre ved at vi bærer en del av global risiko
- Da fondet ble etablert som et *de facto* indeks-fond var det langt forut for sin tid
- Norges Banks tekniske gjennomføring av forvaltningsmandatet har tilsynelatende vært fremragende

En konsekvens av at presisjonsnivået økes, kan også være at det vil kunne gi sterkere incentiver for å etablere prosesser for å besvare utestående strategiske spørsmål. Når vi har kommet til 2017 og rår over et fond på omtrent 7500 milliarder kroner, burde ikke slike elementære analyser være for mye å forvente.