

# V-stil for nasjonalformuen\*

Espen Henriksen

*Mork-utvalget spredte skiene for å få oppdrift, men samlet dem for landing og satte balansert nedslag*

Mork-utvalget la frem sin rapport om aksjeandelen denne uken. Siden innstillingen var delt, har noen funnet det opportunt å spøke med at utvalget kom ut med sprikende ski. De har forstått lite av anbefalingene til utvalget eller utfordringene finanspolitikken står overfor.

Flertallet i utvalget anbefaler regjeringen å øke aksjeandelen i «Oljefondet» til 70 prosent. Et mindretall som består av utvalgslederen, anbefaler at aksjeandelen reduseres til 50 prosent. Selv var jeg del av flertallet. Mork har imidlertid svært gode og vektige argumenter som finanspolitikkerne bør vurdere nøye.

Utvalget er samstemte på nær alle punkter.

- Utvalget er enig i at risikoen knyttet til den samlede nasjonalformuen er redusert siden forrige vurdering av den strategiske allokeringen, og at dette er et argument for øke aksjeandelen.
- Utvalget er også enig i at jo større andel av statsbudsjettet som dekkes av overføringer fra «Oljefondet», desto lavere bør aksjeandelen være.
- Utvalget legger videre til grunn at så lenge omfanget av tilfeldige aksjeveddemål og unoterte investeringer er nær neglisjerbart, kan fondet eksponeres for mer systematisk (aksje-)markedsrisiko.

Uenigheten som ga opphav til dissensen, dreier seg om det er realistisk å forvente omfattende strukturelle endringer i finanspolitikken. Den setter således søkelyset på at finanspolitiske beslutninger og portefølje-beslutninger må sees i sammenheng.

## Nasjonens balanse og grunnleggende finans

Nasjonens balanse og grunnleggende finans er utvalgets enkle analytiske utgangspunkt. Faget finans dreier seg om hvordan vi kan dele risiko slik at alle i forventning får det bedre. «Oljefondet» er et eksempel på anvendelse av faget finans i praksis. Norge som nasjon ble mye rikere da det ble oppdaget olje og gass på kontinentalsokkelen – inntekts- og eiendelssiden (heretter «inntektssiden») av nasjonens balanse ble langt større. Nasjonens utgifts- og forpliktelsesside (heretter «utgiftssiden») er fremtidig privat og offentlig konsum. Det økte som følge av at inntektssiden økte.

---

\*«V-stil for nasjonalformuen», *Finansavisen* lørdag 22. oktober 2016

Prisvariasjoner gjør formue i form av olje- og gass-reserver risikabelt. Fremsynte politikere etablerte da «Oljefondet» og handlingsregelen slik at nasjonen kunne omplassere formue fra olje- og gass-reserver til et krav på verdens fremtidige verdiskaping. Risikoen ble med dette redusert siden en globalt veldiversifisert portefølje av aksjer og obligasjoner er langt mindre risikabel enn olje- og gass-reserver. Forbedringen i forholdet mellom forventet verdi og risiko på inntekts- og eiendelssiden av balansen har gjort det mulig å ha et høyere og mer stabilt forbruk enn det som ellers ville vært mulig.

## Vurdering av aksjeandelen

Utvalget la de samme enkle, analytiske prinsippene til grunn da det vurderte aksjeandelen i den finansielle delen av nasjonalformuen.

- *Inntektssiden* av balansen har endret sammensetning siden sist ble vurdert i 2007. Sammenlignet med dengang har nasjonen mindre utestående olje- og gass-reserver og en større finansiell formue. Siden den finansielle formuen er mindre risikabel enn olje- og gass-reserver, trekker dette isolert i retning av å øke aksjeandelen.
- *Utgiftssiden* av balansen har også endret seg siden forrige vurdering av aksjeandelen. Inntektene fra den finansielle delen av formuen blir kanalisert inn i økonomien gjennom en overføring til statsbudsjettet. Denne overføringen skal dekke differansen mellom statens øvrige inntekter og utgifter. Valget av aksjeandel avhenger derfor også av størrelsen på denne overføringen relativt til budsjettet og av hvordan den varierer over tid.

Overføringen fra «Oljefondet» utgjør nå nesten en sjettedel av utgiftene. I tillegg varierer de. Siden skattesatser ikke bør endres mye fra år til år, vil statens øvrige inntekter tendere til å gå ned i lavkonjunktur og opp i høykonjunktur. Statens utgifter vil ha det motsatte konjunkturmønsteret. Samlet betyr det at overføringene fra fondet vil gå opp i lavkonjunktur og ned i høykonjunktur.

Størrelsen på overføringen trekker i seg selv mot å redusere risikoen og aksjeandelen i «Oljefondet». I tillegg er det grunn til å tro at Norge etter hvert vil få konjunkturer som er mer synkronisert med andre land. Da vil bruken og overføringene fra fondet kunne bli størst når risikopremiene er høyest og aksjekursene lavest. Det trekker ytterligere i retning av å redusere risikoen og aksjeandelen.

Endringene på inntekts- og utgiftssiden av balansen trekker med andre ord i hver sin retning.

## **Bruk over statsbudsjettet og porteføljeallokering i sammenheng**

Forskjellen i avveininger som ga opphav til dissensen, dreier seg om hvor store strukturelle endringer i finanspolitikken som det er realistisk å forvente. Det må uansett gjennomføres endringer i finanspolitikken for bedre å tilpasse seg at risiko i finansielle markeder i stadig større grad slår rett inn i statsbudsjettet. De nødvendige tilpasningene er imidlertid større jo høyere (aksje-)markedsrisikoen i fondet er.

Flertallet mener at slike tilpasninger er mulige, og at dersom politikerne gjennomfører dem, vil det være tilrådelig å øke aksjeandelen til 70 prosent. Mindretallet er mer skeptisk til om slike tilpasninger vil kunne bli gjennomført, og anbefaler dermed en reduksjon i aksjeandelen til 50 prosent.

Den delte innstillingen er instruktiv og styrker utvalgets rapport. Den bidrar til å vise hvilke resultater som trekker entydig i én retning og hvilke som forutsetter andre politiske valg. Helt konkret så setter den søkelyset på det faktum at finanspolitikkerne må se beslutningene om bruk over statsbudsjettet og om porteføljeallokering i sammenheng.

Utvalget som helhet satte et balansert nedslag. Men sammenlignet med utfordringene finanspolitikkerne står overfor, kan skihopping fremstå som en enkel øvelse.