

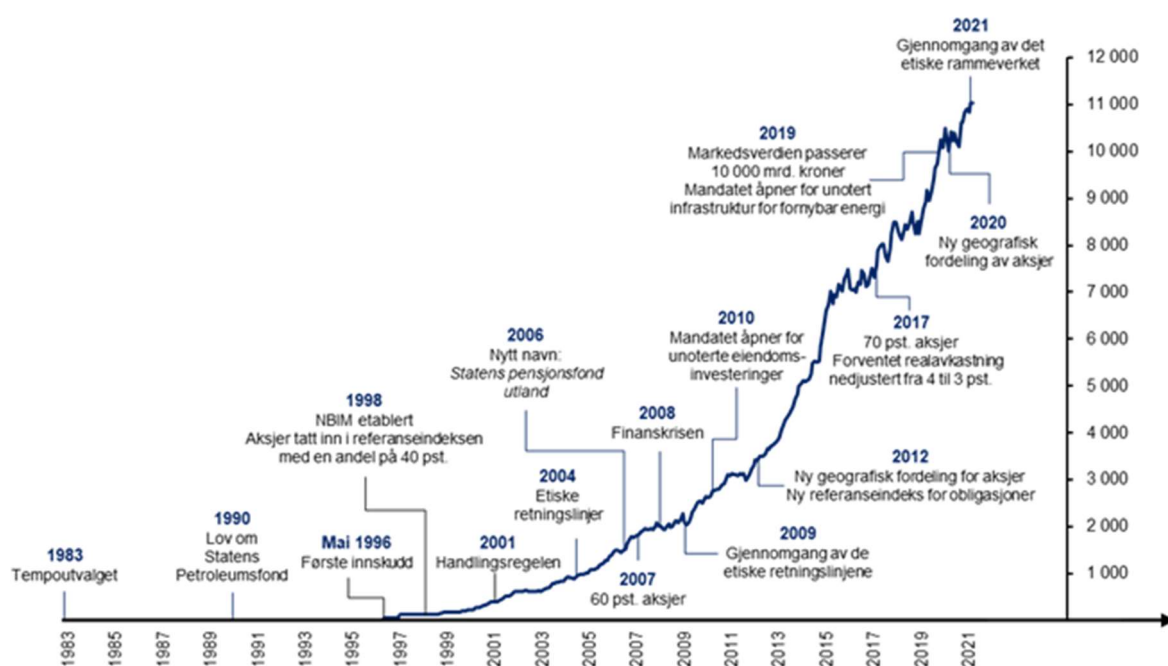
Mandat for et utvalg som skal vurdere langsiktige perspektiver for Statens pensjonsfond utland

1. Bakgrunn

Innledning

Utviklingen i internasjonale forhold og finansmarkedene kan innebære endringer som har betydning for risikobildet for Statens pensjonsfond utland (SPU). For å få et solid faglig grunnlag for Finansdepartementets vurderinger, settes det ned et eksternt utvalg. Utvalget skal både vurdere hvilke utviklingstrekk som kan være relevante for SPU noen år frem i tid (del 1), og hvilken betydning disse kan ha for forvaltning og styring av fondet (del 2).

Viktige beslutninger og veivalg som er fattet og gjennomført i fondets levetid er illustrert i figuren nedenfor. Formålet med utvalget er å få vurderinger som kan danne grunnlag for videreutvikling av forvaltningen av våre felles sparepenger i SPU, i takt med endringer i de eksterne omgivelsene, og innenfor det fastsatte formålet med fondet.



Behovet for en slik gjennomgang er også reflektert i en merknad fra finanskomiteen, jf. Innst. 556 S (2020-2021), i forbindelse med Stortingets behandling av meldingen om Statens pensjonsfond 2021 (Meld. St. 24 (2020-2021)). Komiteen viser blant annet til at utviklingen i samfunnet nasjonalt og globalt legger viktige premisser for de rammene SPU opererer innenfor, samt til at årene fremover vil gi nye og andre utfordringer for fondet.¹

¹ "Komiteen viser til at SPU har hatt en svært god utvikling, med tydelige politiske rammer og god forvaltning. Komiteen viser til at målet for SPU er høyest mulig finansiell avkastning til akseptabel risiko. SPU er ikke et politisk virkemiddel, men utviklingen i samfunnet nasjonalt og globalt legger viktige premisser for de rammene fondet opererer innenfor. Komiteen mener SPU skal forvaltes i et langsiktig perspektiv.

Komiteen viser til at årene fremover vil gi nye og andre utfordringer for SPU enn tidligere år og at styringen og forvaltningen av SPU kontinuerlig må utvikles.

Komiteen viser til at SPU's størrelse og rolle i norsk økonomi og som global investor er en helt annen enn for bare få år siden. Videre vil veksten i SPU fremover primært komme fra den finansielle avkastningen, ikke fra kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten, og lave renter gir nye forutsetninger. Komiteen viser videre til at SPU er investert i mange og sammensatte markeder, med til dels krevende og vekslende politiske omgivelser. Dessuten vil komiteen peke på at klima og bærekraft legger stadig tydeligere føringer for utvikling i de fleste bransjer og selskaper, og dette har stor betydning for SPU's investeringer fremover.

Kontekst

Finansdepartementet er i lov om Statens pensjonsfond gitt det overordnede ansvaret for forvaltningen av fondet. Norges Bank ivaretar den operative gjennomføringen av forvaltningen av SPU innenfor et mandat fastsatt av departementet. Viktige veivalg er forankret i Stortinget. Investeringsstrategien for SPU som er fastsatt av Finansdepartementet bygger på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Strategien tar utgangspunkt i målet om høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. Den bygger på antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer, herunder at markedene gjennomgående er effisiente og velfungerende. Videre bygger strategien på særtrekk ved fondet, som at det er statlig eid og har en lang tidshorison. Strategien er ikke basert på et bestemt markedssyn eller forsøk på å predikere fremtidig utvikling. Derimot er det lagt vekt på bred spredning av investeringene mellom ulike markeder, sektorer, selskaper og finansielle instrumenter. En slik investeringsstrategi gir god diversifisering og mindre risiko for tap enn om investeringene hadde vært konsentrert til enkeltmarkeder, -sektorer, eller -selskaper.

Investeringsstrategien for SPU er utviklet gradvis over tid. Endringer er basert på faglige utredninger, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. De siste årene har det vært gjennomført eller satt i gang en rekke utredninger av endringer i strategi, forvaltning og styring, blant annet referanseindeksen for aksjer, klimarisiko, referanseindeksen for obligasjoner, aksjeandelen, energiaksjer, unoterte aksjer, ansvarlig forvaltning og etiske retningslinjer, samt styringsstruktur.²

Investeringsstrategi og ansvarlig forvaltning

Gjeldende investeringsstrategi for SPU uttrykkes gjennom en strategisk referanseindeks som er sammensatt av referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Aksjer har en andel på 70 pst. i indeksen, mens obligasjoner utgjør 30 pst. Indeksen tar utgangspunkt i brede, globale indekser fra ledende indeksleverandører. Referanseindeksene gjenspeiler i stor grad investeringsmulighetene i de globale aksje- og obligasjonsmarkedene. Gjennom tilslutningen til fordelingen mellom aksjer og obligasjoner i referanseindeksen, har politiske myndigheter gitt uttrykk for hva som anses å være et akseptabelt nivå på risiko i fondet. Forvaltningen kan videre betegnes som indekxnær, og utviklingen i fondsverdien vil i stor grad gjenspeile utviklingen i verdiskapingen i noterte selskaper internasjonalt. Historisk har 99 pst. av svingningene i fondets avkastning vært bestemt av referanseindeksen som Finansdepartementet fastsetter, med forankring i Stortinget. Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen innenfor en begrenset ramme. Formålet med slike avvik er å sikre en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget samt å oppnå meravkastning. Det er åpnet for at fondet kan investeres i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi innenfor en moderat ramme. Det antas at strategien med at SPU i hovedsak er investert i noterte markeder vil ligge fast.

I forvaltningen av SPU legges det vekt på størst mulig grad av åpenhet, innenfor de begrensninger som settes ut fra hensynet til en kostnadseffektiv og forsvarlig gjennomføring av investeringsstrategien. Det er viktig for tilliten til forvaltningen av fondet at alle kan følge med

Komiteen viser til at Stortinget årlig diskuterer sentrale tema knyttet til utviklingen av SPU. Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Senterpartiet, mener det i tillegg vil være hensiktsmessig, med noen års mellomrom, å få en vurdering fra departementet av sentrale langsiktige utviklingstrekk relevant for SPU, herunder de nevnt ovenfor, og hvilke konsekvenser disse vil ha for styring og forvaltning av SPU. Flertallet ber derfor regjeringen på egnet måte komme tilbake til Stortinget med en slik samlet vurdering."

² Stortinget sluttet seg i 2019 til regjeringens forslag i Meld. St. 7 (2018-2019) om at forvaltningen av fondet fortsatt skal ligge i Norges Bank, jf. Innst. 165 S (2018-2019). Sentralbanklovutvalget foreslo i NOU 2017: 13 at forvaltningen av SPU skilles ut og legges til eget særlovsselskap.

på hvordan det forvaltes, hva det er investert i, hvilken risiko som tas og hvordan markedsværdien utvikler seg. Det legges også vekt på at fondet skal forvaltes på en ansvarlig måte, innenfor den overordnede finansielle målsettingen. I mandatet fra Finansdepartementet er det stilt krav om at hensyn til miljø, samfunn og god selskapsstyring (ESG) skal integreres i forvaltningen. I tillegg har departementet fastsatt etiske retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper. Retningslinjene ble innført i 2004, og bygget på forslag i NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden. Regjeringen oppnevnte i 2019 et utvalg for å vurdere og foreslå eventuelle endringer i det etiske rammeverket for fondet. Utvalget pekte i sin utredning NOU 2020: 7 Verdier og ansvar på at det etiske rammeverket for SPU har fungert godt, men foreslo noen endringer i retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper samt enkelte justeringer i Norges Banks forvaltningsmandat. Departementet la i meldingen Statens pensjonsfond 2021 opp til at utvalgets forslag i all hovedsak følges opp, men med enkelte justeringer, jf. Meld. St. 24 (2020-2021). Stortinget sluttet seg til dette, jf. Innst. 556 S (2020-2021).

Samlet sett innebærer mandatet og de etiske retningslinjene at politiske myndigheter har avgrenset fondets investeringsmuligheter og stilt krav til den ansvarlige forvaltningen og eierskapsutøvelsen overfor selskapene fondet er investert i. Det er samtidig bred enighet om at fondet ikke skal være et politisk verktøy og at terskelen for å utelukke selskaper etter de etiske retningslinjene skal være høy.

En ekspertgruppe ledet av Martin Skancke har nylig har vurdert finansiell klimarisiko og klimarelaterte investeringsmuligheter i forvaltningen av fondet. Gruppen mener de grunnleggende prinsippene for investeringsstrategien bør ligge fast og at referanseindeksen ikke er egnet for å adressere fondets klimarisiko. Videre mener gruppen at SPU er tjent med at Parismålene nås og at overgangen til et lavutslippssamfunn skjer uten brå politikkendringer. Ekspertgruppen peker på eierskapsutøvelse som det sentrale virkemiddelet for å dekarbonisere selskapene fondet er investert i, og den anbefaler at eierskapsarbeidet forankres i et langsiktig mål om netto nullutslipp i porteføljeselskapene innen 2050. Departementet har også fått råd og vurderinger fra Norges Bank. Arbeidet med klimarisiko og klimarelaterte investeringsmuligheter vil fra departementets side bli fulgt opp i fondsmeldingen våren 2022.

Endrede rammebetingelser og økt usikkerhet i årene fremover

Figuren over viser at SPU har vokst markert siden det første innskuddet ble foretatt i 1996. Det skyldes blant annet at utvinningen av olje og gass fortsatte å øke i flere etterfølgende år. Kinas inntreden i WTO i 2001 ga impulser til verdensøkonomien. I årene etter 2003 steg oljeprisen kraftig. Veksten i fondet har også sammenheng med at fastlandsøkonomien vokste sterkt i deler av perioden. Det ga god skatteinntang og bidro til å holde nede det oljekorrigerte underskuddet, og dermed behovet for overføringer fra fondet. I tillegg er fondets verdi blitt løftet av en høy avkastning av investeringene frem til nå. I 2016 oversteg avkastningen av fondet for første gang de løpende petroleumsinntektene. Fremover vil utviklingen i de globale finansmarkedene bety mest for verdiutviklingen i fondet, og dermed også for grunnlaget for overføringer til statsbudsjettet.

Ettersom fondet er bredt investert både i utviklede og fremvoksende markeder, tar det del i den globale verdiskapingen. Viktige drivere for utviklingen i verdensøkonomien har over mange år vært tettere økonomisk integrasjon og teknologisk utvikling. Innen produksjon av konsumvarer er internasjonale verdikjeder drevet av at produksjon er flyttet dit arbeidskraften er billig, men også økt digitalisering har bidratt til utviklingen av verdikjeder. Videre har en rekke nye land fått tilgang til globale markeder. I kombinasjon har teknologisk utvikling og økonomisk integrasjon løftet produktiviteten globalt.

Disse utviklingstrekkene har gitt gode vilkår for børsnoterte selskaper som har fått tilgang til nye markeder i fremvoksende økonomier og billig arbeidskraft. Større konsentrasjon i produksjonen og økt markedsrett i flere markeder har bidratt til høy lønnsomhet og vekst i overskudd og utbytter. Kombinert med fall i rentene til rekordlave nivåer, har denne utviklingen drevet aksjekursene og den underliggende verdsetningen av aksjer oppover. Fall i rentene har gitt kursgevinster for investorene, samtidig som det innebærer lav avkastning på obligasjonsinvesteringer fremover. Det lave rentenivået var en del av grunnlaget for at anslaget for forventet realavkastning av SPU ble justert ned fra 4 pst. til 3 pst. i 2017. Fallet i rentene må ses i sammenheng med blant annet lav inflasjon, demografiske trender, produktivitetsutvikling og sentralbankenes pengepolitikk.

Flere forhold gjør utviklingen i verdensøkonomien usikker fremover. Omstillingen av verdensøkonomien i mer bærekraftig retning som følge av strammere klimapolitikk i tråd med Parisavtalens mål, gir både muligheter og utfordringer. Samtidig viser forskningen at et endret klima i stor grad kan påvirke natur, samfunn og økonomi i årene fremover. De lave rentene faller sammen med en økende gjeldsbelastning i både privat og offentlig sektor, og en har begrenset erfaring med den svært ekspansive pengepolitikken som sentralbankene har gjennomført i flere land. Produktivitetsveksten i OECD-landene er også vesentlig lavere enn i store deler av etterkrigstiden. Videre er usikkerheten rundt fremtidig inflasjon økt. Disse forholdene gir et sammensatt risikobilde for utviklingen i økonomien og finansmarkedene fremover.

Samtidig er det tendenser til økte spenninger, både innad i og mellom land. Globaliseringen har løftet inntektene på verdensbasis, men gevinstene er ulikt fordelt både mellom land og internt i mange land. Dette har gitt grobunn for økt proteksjonisme, økt risiko for politisk ustabilitet og svakere oppslutning om internasjonalt samarbeid. I tillegg har stormaktsrivaliseringen tiltatt i styrke de siste årene, og demokrati og rettsstatsprinsipper står svakere. Verdensøkonomien og finansmarkedene er tett sammenvevd, og problemer i ett marked kan raskt smitte over på andre markeder. Det reduserer gevinsten ved bred diversifisering og gjør globale investorer mer sårbare, også overfor geopolitiske utviklingstrekk.

Siden det første innskuddet i SPU i 1996, har fondet vært gjennom flere opp- og nedture i finansmarkedene. Nedturene har blant annet omfattet perioden etter at IT-boblen sprakk, finanskrisen og nå nylig en pandemi. Investeringsstrategien og styringen av fondet har vært i stand til å håndtere disse og andre utfordringer. Rammebetingelsene vil likevel kunne bli mer krevende og utfordringene større for SPU de neste 25 årene enn de 25 første. Da må det også løpende vurderes hvordan fondet best styres og forvaltes, og gjøres justeringer ved behov. Endringer skal baseres på et solid faglig grunnlag og grundige vurderinger.

2. Oppdrag

Utvalget skal legge frem en utredning som omhandler følgende:

Del 1. Hvilke utviklingstrekk kan være relevante for SPU noen år frem i tid?

Utvalget skal i lys av ovennevnte bakgrunn beskrive og vurdere hvordan og i hvilken grad utviklingstrekk internasjonalt og i finansmarkedene, herunder sentrale drivere, kan påvirke avkastning og risiko. Relevant risiko i denne sammenheng er blant annet finansiell risiko, omdømmerisiko for SPU og Norge og sikkerhets- og utenrikspolitisk risiko. Utviklingstrekk kan være:

1. Viktige makroøkonomiske utviklingstrekk og sentrale drivere, herunder økonomisk integrasjon, produktivitet og teknologisk utvikling, klimaendringer, omstilling av verdensøkonomien i tråd med Parisavtalen, eieravkastning, renter og risikopremier, samt endringer i institusjonelle forhold rundt finansmarkedene og betydningen av økt konsentrasjon av selskapers markedsrett.

2. Viktige politiske utviklingstrekk, herunder utvikling i styresett, maktforskyvning og geopolitisk rivalisering og sårbarhet som følge av teknologisk utvikling.

Drøftingen kan blant annet omfatte illustrasjon av mulige scenarioer.

Del 2. Hvilken betydning kan utviklingstrekkene ha for forvaltning og styring av SPU?

Utvalget skal vurdere om forholdene belyst i del 1 kan ha betydning for:

1. Grunnlaget for fondets investeringsstrategi, som hensynet til bred spredning av investeringene for å redusere risiko og høsting av risikopremier, og rollen som en finansiell og ansvarlig investor internasjonalt med høy grad av åpenhet om forvaltningen. Utvalget skal også vurdere om forholdene tilsier at det bør gjøres en ny vurdering av enkelte av de endringer i investeringsstrategien som er blitt gjennomført de senere årene.
2. Styringen av fondet, herunder styring, måling og kontroll av risiko, kravene til kompetanse og forankring av risiko, fordelingen av ansvar mellom eier og forvalter. Utvalget skal også vurdere om dagens plassering av SPU i Norges Bank vil være den mest hensiktsmessige fremover, eller om nye utfordringer trekker i retning av utskilling.

Utvalget har ikke som oppgave å foreslå konkrete endringer i investeringsstrategien for SPU. Retningslinjene for finanspolitikken faller også utenfor mandatet.

Utvalget skal levere sin utredning innen 1. oktober 2022.