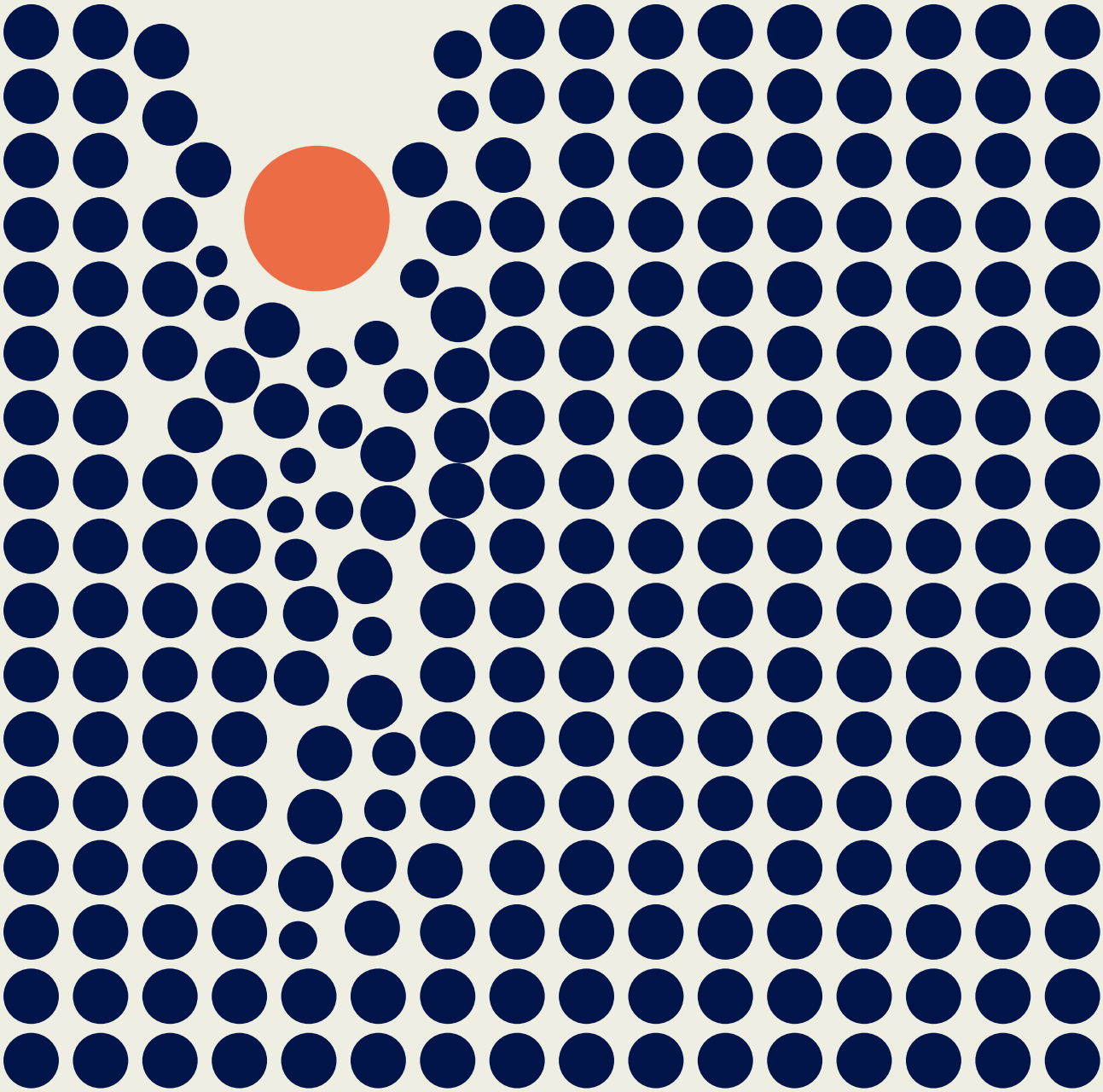
Alm | SENTER FOR ØKONOMISK POLITIKK

Institute for Energy Economics and Financial Analysis

Å eie en andel av verdensøkonomien

Statens pensjonsfond utland i møte med systemisk risiko



Om rapporten

Formålet med denne rapporten er å gjøre kunnskap om *systemisk risiko* i finansmarkedene tilgjengelig og relevant for flere. Vi undersøker hvordan slik risiko kan påvirke Statens pensjonsfond utland (SPU).

Første del handler om hva systemisk risiko er, og hvilke typer systemisk risiko som er særlig relevante for SPU i vår tid. Vi diskuterer om og hvordan en universell eier kan redusere slike risikoer. Videre drøfter vi hvordan systemiske risikoer kan påvirke Norges offentlige finanser, og hva norske beslutningstakere kan gjøre i møte med et endret risikobilde.

Andre del består av essays fra utvalgte fagpersoner med ulik bakgrunn. Vi har hentet inn disse fordi vi ønsker en bred debatt om fondets framtid i møte med et endret risikobilde. Bidragsyterne står selv ansvarlige for sine tekster. Bidragsyterne er ikke ansvarlige for meninger som fremkommer i del 1, selv om del 1 delvis er inspirert av analysene og meningene i del 2.

Rapporten dreier seg om hvordan systemiske risikoer kan påvirke fondet finansielt. Det finnes også andre sentrale spørsmål om fondets framtid, for eksempel knyttet til etisk forvaltning av fondet. Etikk per se er ikke tema for denne rapporten.

Rapporten er finansiert av Finansmarkedsfondets støtteordning for allmennopplysningsprosjekter. Rapporten er skrevet av Alm – Senter for økonomisk politikk, i samarbeid med Institute for Energy Economics and Financial Analysis (IEEFA). InfoDesignLab har illustrert forsiden og de fleste av figurene i rapporten.

Innholdsfortegnelse

1. Sammendrag og anbefalinger til beslutningstakere 4
2. Systemisk risiko og finansmarkeder 7
3. Systemisk risiko og Statens pensjonsfond utland 17
4. Hva betyr dette for Norges offentlige finanser? 24
5. Hva kan universelle eiere gjøre med systemisk risiko? 36
6. Hvordan kan Norge og NBIM bedre møte systemisk risiko? 42
Del 2: Essaybidrag 53
Oljefondets risikobegrep er formet av politiske valg 55
Et strategisk fond for Europa 60
Statsbudsjettet er prisgitt USAs aksjemarked: Hvordan ta ned risikoen? 65
Konfiskert, beskattet eller nedskrevet? SPU i en ny tid[1] 74
Undervurderer Norges Bank klima- og naturrisikoen for oljefondet? 79
En boble er ikke den største KI-risikoen Oljefondet står overfor 83
Fra statsobligasjoner til fornybar energi – en investering i fremtidens energiforsyning 88
Credible Commitment to Future Generations via Sovereign Wealth Funds? Comparing the GPFG to the Alaska Permanent Fund (APF) and the German RAG-Foundation. 93

1. Sammendrag og anbefalinger til beslutningstakere

Risikobildet for Statens pensjonsfond utland (SPU) har endret seg. Å forvalte SPU som et bredt diversifisert indeksfond har vært en vellykket strategi. Den bør man beholde. Diversifisering har åpnet for et godt forhold mellom avkastning og risiko. Men SPU kan ikke diversifisere seg bort fra faren for at verdensøkonomiens underliggende tilstand forverrer seg. Slik *systemisk risiko* skiller seg fra markedsrisiko, som kan gi store tap uten at økonomiens virkemåte forvitrer. Systemiske risikoer kan svekke de sosiale, politiske, teknologiske og naturlige systemene som ligger til grunn for finansiell avkastning. Forstyrrelser i ett system kan forplante seg til andre systemer. Eksempler på slik risiko er geopolitisk fragmentering, klimaendringer og finansiell ustabilitet knyttet til høy gjeld. Man kan argumentere for at slike risikoer er blitt mer fremtredende enn før. Videre opplever SPU i økende grad risiko på grunn av sin størrelse og sin identitet som et norsk, statlig eid investeringsfond. Dette handler for eksempel om politisk press, begrensninger på markedstilgang og mulige rettslige krav.

Som bred og langsiktig eier er det i SPUs interesse at verdensøkonomien utvikler seg på en sunn og bærekraftig måte. Fondet eier en andel av verdensøkonomien. Det betyr at den langsiktige avkastningen avhenger av systemer som understøtter markedenes og økonomienes virkemåte. Da er det avgjørende å tenke i et generasjonsperspektiv. Hvordan kan så en universell eier som SPU bidra til å redusere systemisk risiko? Blant praktikere og akademikere pågår debatter om dette. Rapporten ser på ulike tiltak som bruk av kapitalallokering og rettede investeringer, eierskapsutøvelse i selskaper, sette forventninger til forvaltere, og dialog om politikk og regulering. Det er usikkert om en enkelt investor, selv en av SPUs størrelse, på en troverdig måte kan redusere systemisk risiko til en overkommelig pris. Vi har ikke alle svarene, men spørsmålene er verdt å stille. Å la være å gjøre noe kan være fornuftig hvis kostnadene er større enn realistisk anslått gevinst. Men det er i seg selv et valg som bør baseres på en grundig og informert vurdering.

Norges Bank Investment Management (NBIM) sine stresstester anslår potensielt store tap. Hvordan forholder vi oss til det? Stresstestene vurderer fire scenarioer: geopolitisk fragmentering, regional gjeldskrise, korreksjon i KI-markedet og ekstremvær. Hver for seg kan de forårsake tap på 20–37 prosent av fondets verdi. Dette er hypotetiske utfall over korte tidshorisonter. Analysene viser ikke hvor lang tid det vil ta å hente seg inn etter tap. Finansdepartementet og Norges Bank har i senere år satt i gang arbeid for å vurdere det nye risikobildet. Det inkluderer et nytt ekspertråd, som ser på investeringsstrategien. Men foreløpig har man fokusert på hvordan risiko kan dempes med eksisterende virkemidler, på kortere sikt. Det er viet mindre oppmerksomhet til hovedspørsmålet i denne rapporten: Kan Norge bidra til å redusere systemiske risikoer, eller begrense spredningen av deres mulige konsekvenser? Foreløpig

er analysene av slike risikoer relativt få og begrensede, men omfanget vokser. I dag finnes det ikke prosesser som sikrer at slike analyser blir vurdert, eller at Stortinget får vite hvilke risikodempende tiltak som eksisterer. Kostnader og fordeler med risikodempende tiltak, og hvem som eventuelt kan utføre dem, er det lite debatt rundt.

Økte uttak fra SPU gjør Norges offentlige finanser mer utsatt for endringer i verdensøkonomien. Men en gradvis forverring kan over tid være mer alvorlig enn enkeltstående krakk. Når uttaket fra fondet vokser, blir offentlige finanser mer sårbare for svingninger i finansmarkedene. Våre beregninger viser at et kraftig sjokk i størrelsesordenen NBIM har modellert, kan håndteres innenfor myndighetenes nåværende handlingsrom, jf. særlig handlingsregelen. Men en varig svekkelse i vekstpotensialet i verdensøkonomien, for eksempel som følge av systemiske risikoer knyttet til statsgjeld, KI eller klimaendringer, kan svekke fondets evne til å finansiere offentlige utgifter på sikt.

Anbefalinger til norske beslutningstakere:

Norge og NBIM har allerede tatt grep for å tilpasse seg et endret risikobilde. Finansdepartementet har opprettet et ekspertråd som vurderer fondets investeringsstrategi, og har bestilt utredninger for å gjennomgå konsentrasjons- og obligasjonsmarkedsrisiko og etiske retningslinjer. Resultatene kan forhåpentlig bidra til å styrke fondets evne til å håndtere et endret risikobilde. Videre har NBIM kompetanse og erfaringer få andre investorer kan måle seg med, fra aktivt eierskap og myndighetsdialog til avansert risikoanalyse.

Likevel er det begrenset hvor stor beskyttelse dagens virkemiddelbruk kan gi mot systemiske risikoer som dem vi peker på i denne rapporten. Vi oppfordrer myndighetene til å vurdere, utover eksisterende praksis, hvorvidt deler av Norges midler og innflytelse kan brukes mer bevisst for å redusere systemiske risikoer. Målet med dette er å beskytte SPUs finansielle resultater på lengre sikt. Vi foreslår fire anbefalinger som utgangspunkt for videre diskusjon:

1. **Gjør analyser av systemiske risikoer informative for beslutningstakere**
   Bygg videre på NBIMs eksisterende ekspertise og analyser for å belyse systemiske risikoer og mulige tiltak for å redusere disse. Vi anbefaler å etablere prosesser for å vurdere systemiske risikoer som en del av arbeidet med stortingsmeldingen om Statens pensjonsfond. Den bør inkludere vurderinger av mulige tiltak, og deres kostnader og gevinster gjøres synlig for beslutningstakere.

2. **Styrk NBIMs eierskapsutøvelse overfor selskaper som driver politisk påvirkning**
   NBIM bør i større grad drive eierskapsutøvelse overfor selskaper som driver lobbyvirksomhet og annen aktivitet som bidrar vesentlig til systemisk risiko. Man bør vurdere å eskalere virkemidler i selskapsdialogen og det aktive eierskapet overfor slike selskaper. Dette kan for eksempel innebære å avstå fra å delta i nye obligasjonsutstedelser også når selskaper refinansierer eksisterende gjeld.

3. **Gjennomgå dagens restriksjoner på investeringer i fornybar energiinfrastruktur**
   Vurder om fondets nåværende restriksjoner knyttet til geografi, prosjektfase og investeringsstrukturer, utelukker finansielt attraktive muligheter innenfor en aktivaklasse som fornybar energiinfrastruktur. Disse investeringene kan potensielt bidra til å redusere systemisk risiko og styrke langsiktig motstandskraft i realøkonomien.

4. **Utred et investeringsprogram som reduserer systemisk risiko**
   Undersøk hvordan et investeringsprogram, plassert utenfor SPU, kan bruke tålmodig kapital og spesialkompetanse til å finansiere prosjekter som reduserer systemisk risiko, samtidig som det søker akseptabel finansiell avkastning på sikt.

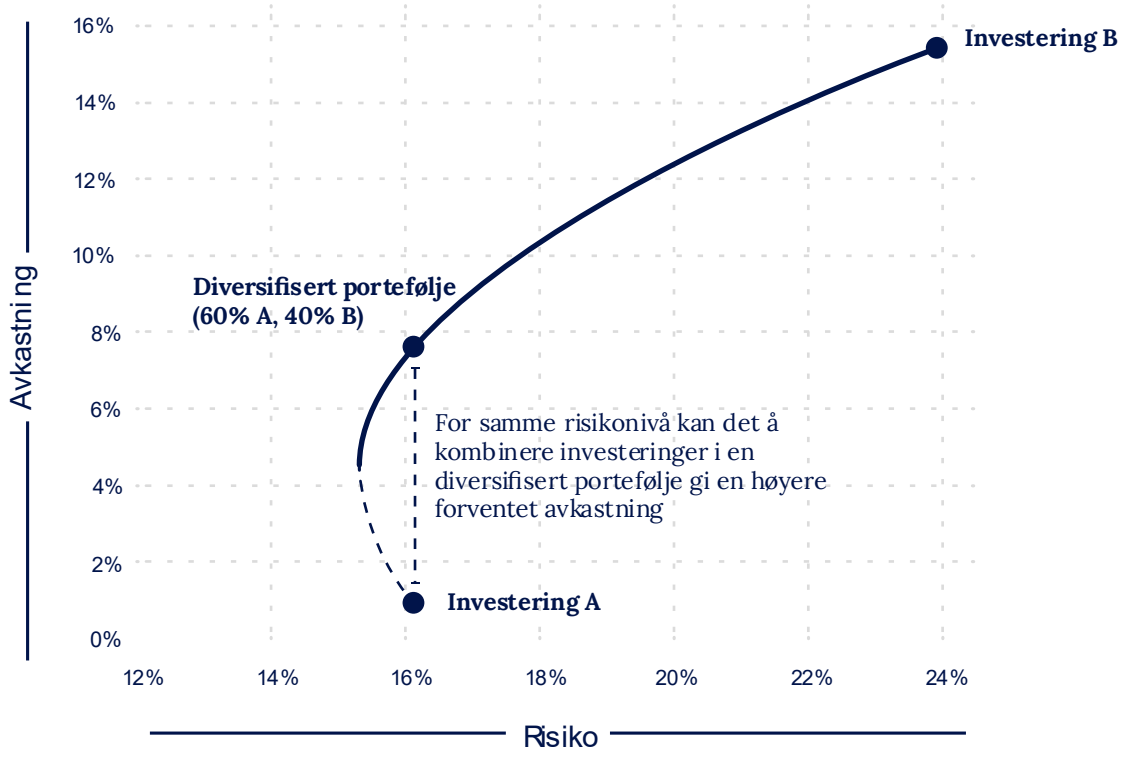
2. Systemisk risiko og finansmarkeder

All investering innebærer risiko. Et selskap kan miste en viktig kunde, en bransje kan bli utkonkurrert av ny teknologi, og et land kan oppleve resesjon. Investorer kan beskytte seg mot slik risiko ved å eie en bred portefølje av investeringer som reagerer ulikt på utviklingen i markeder og økonomien generelt. En slik tilnærming, som kalles *diversifisering*, står sentralt i moderne porteføljeteori. Når avkastningen på ulike investeringer ikke svinger helt i takt, kan en kombinasjon av dem redusere risiko[1] uten at man nødvendigvis må gi avkall på forventet avkastning.

Figur 1 illustrerer fordelen med diversifisering, med to investeringsmuligheter som eksempel. Ulike investeringskombinasjoner gir ulik risiko og avkastning. Når alle kombinasjonene tegnes inn, danner de ikke en rett linje, men en kurve som viser at en blanding av investeringer kan gi en bedre balanse mellom risiko og avkastning. Den heltrukne blå linjen viser de beste kombinasjonene, den såkalte "effisiente fronten".

[1]Målt som avkastningens volatilitet.

Figur 1: Diversifisering kan gi bedre balanse mellom risiko og avkastning



Diversifisering som bærende prinsipp for Statens pensjonsfond utland

Statens pensjonsfond utland (SPU) er bygget på en forvaltningsmodell der investeringer spres over hele verden for å speile markedet, og der resultater måles mot en referanseindeks (det som kalles å være en passiv investor). Grunntanken er å diversifisere investeringene, i stedet for å plukke aksjer som kan slå markedet (som kalles å være en aktiv investor). Fondet var tidlig ute med denne tilnærmingen, lenge før lignende strategier ble så utbredt som de er i dag. Valget har vist seg å være klokt. Det har gitt Norge en åpen, skalerbar og kostnadseffektiv måte å forvalte en viktig del av nasjonalformuen på.

Investorer kan vurdere hvor mye markedsrisiko de er villig til å ta ved å justere den langsiktige fordelingen av investeringer mellom ulike aktivaklasser. Dette kalles *strategisk aktivaallokering*.

Aksjer er for eksempel en aktivaklasse som normalt forventes å gi høyere avkastning enn obligasjoner (rentebærende, omsettelige gjeldsbrev), men den regnes også som mer risikabel.

For SPU er den strategiske aktivaallokeringen politisk bestemt. Stortinget vedtar de overordnede veivalgene for SPU. Finansdepartementet fastsetter et mandat basert på Stortingets vedtak. Mandatet slår fast at SPUs strategiske referanseindeks skal bestå av 70 prosent aksjer og 30 prosent obligasjoner.

Forvaltningsmodellen til Norges Bank Investment Management (NBIM), som forvalter SPU, har utviklet seg over tid. Bred markedseksponering gjennom diversifisering har vært og er det bærende prinsippet for fondet. Fondet er likevel ikke bare en passiv investor. Diversifisering beskytter godt mot risiko som rammer selskaper, bransjer eller land, men gir mindre beskyttelse mot sjokk eller tendenser som rammer betydelige deler av verdensøkonomien samtidig. Vårt argument er *ikke* at diversifisering har vært mislykket. Snarere at noen former for risiko innebærer at selv en bredt diversifisert portefølje er sårbar.

Det er ikke mulig å diversifisere seg bort fra all risiko

Vi skiller mellom tre ulike risikogrupper, som vist i Tabell 1. De tre kan være overlappende. Forstyrrelser i systemene som økonomisk aktivitet avhenger av, kan for eksempel føre til at markedsrisikoer som kraftig inflasjon eller svekket tillit blant investorer materialiserer seg. Videre kan et problem som først oppstår i et enkelt selskap, for eksempel en bankkonkurs, bli et systemisk problem dersom det får omfattende ringvirkninger i finansmarkedene.

Tabell 1: Tre typer risiko: selskaps-, markeds- og systemisk risiko

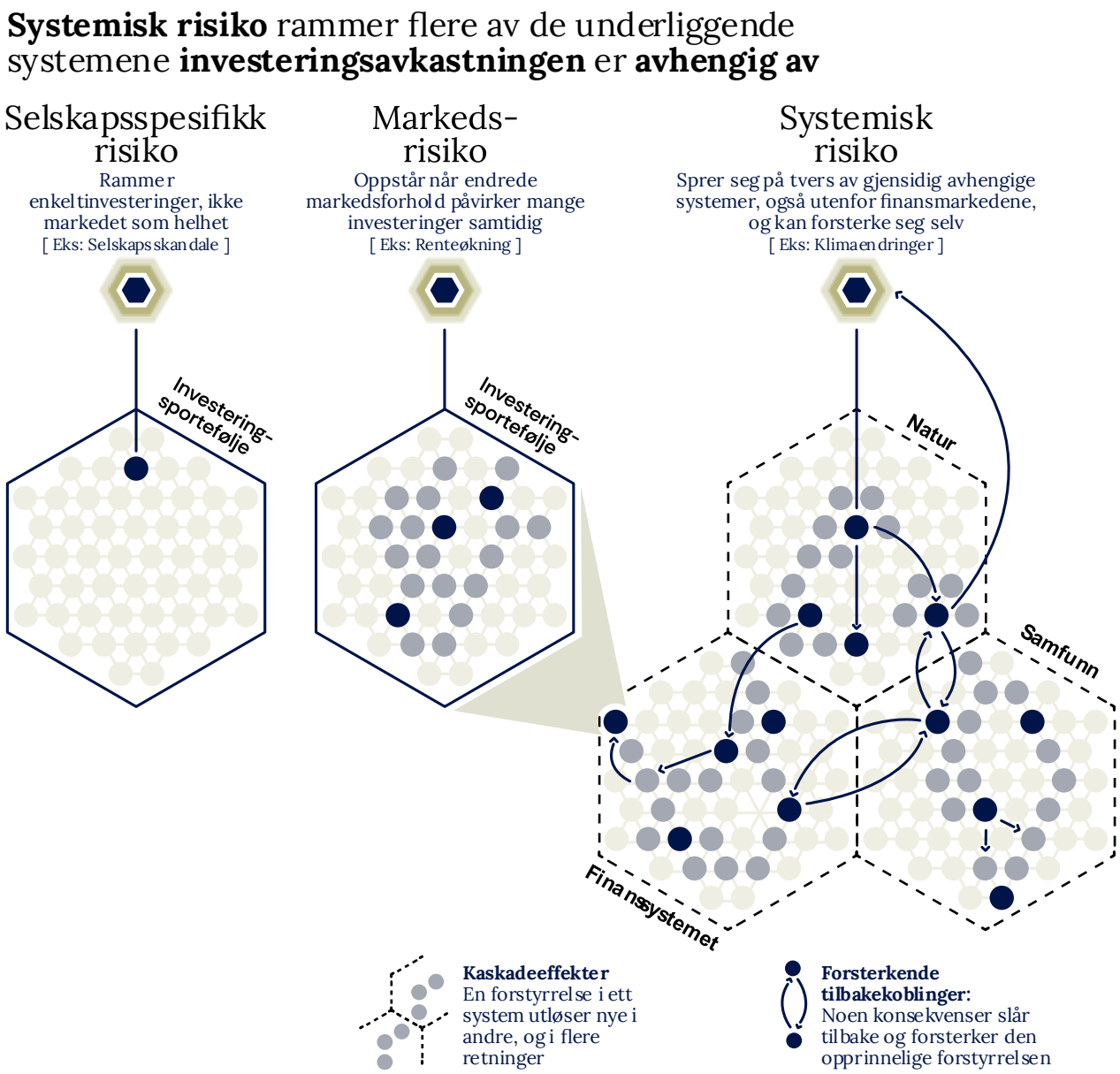
Type risiko	Beskrivelse	Eksempler
Selskapsrisiko	Problemer som rammer enkeltinvesteringer eller en gruppe lignende investeringer.	Et produkt mislykkes, eller en regnskapsskandale som skader et selskap uten å påvirke resten av markedet nevneverdig.
Markedsrisiko	Endringer i markedsforhold som påvirker mange investeringer samtidig.	Renter, valutakurser, inflasjon eller investorers tillit påvirker investeringer på tvers av sektorer og land.

Type risiko	Beskrivelse	Eksempler
Systemisk risiko	Forstyrrelser som kan forringe de underliggende systemene som den finansielle avkastningen avhenger av. Kaskadeeffekter og selvforsterkende mekanismer kan øke skadeomfanget (se figur 2).	En finanskrise, en pandemi, AI-relaterte problemer, akselererende klimaendringer eller et sammenbrudd i internasjonalt handelssamarbeid.

Merknad: *Definisjonen av systemisk risiko er basert arbeidet til Principles for Responsible Investment.*

Det vi kaller for selskapsrisiko og markedsrisiko i denne rapporten blir ofte omtalt som idiosynkratisk og systematisk risiko i kapitalforvaltningsmiljøer. Vi har valgt å bruke det vi mener er mer intuitive begreper, for å unngå at systematisk og systemisk risiko blandes sammen. Dette gjør vi også for å tydeliggjøre skillet mellom de mulige finansielle konsekvensene av systemiske risikoer, og deres underliggende årsaker.

Figur 2: Tre risikonivåer: investeringer, marked og sammenvevde systemer



Store tap trenger ikke bety at de underliggende systemene svikter

Verdiene på aksjer og obligasjoner stiger og faller når markedene reagerer på endringer i og forventningene til økonomien. Selv store tap betyr ikke nødvendigvis at noe er galt. For eksempel

er en renteheving en typisk markedsrisiko for investorer. Høyere renter kan presse ned verdiene på både aksjer og obligasjoner i porteføljen til en investor. Likevel kan bankene fortsette å låne ut penger, betalinger kan gjennomføres, og finanssystemet vil dermed fortsette å fungere som normalt.

En tenkt bankkrise, utløst av store tap på bankens balanse, representerer derimot et annet problem. Her kan forstyrrelsen føre til at viktige funksjoner i finanssystemet svikter. For eksempel kan bankene slutte å låne ut penger, betalingssystemene kan bli presset eller fungere dårligere, og folks tillit til finansinstitusjonene kan svekkes. Når finanssystemet ikke lenger fungerer som det skal, begynner det å spre og forsterke det opprinnelige sjokket i resten av økonomien.

Systemisk risiko handler om mer enn finansiell stabilitet

Siden finanssektoren muliggjør mye annen økonomisk aktivitet, har systemisk risiko tradisjonelt blitt forbundet med finanskriser. Men forstyrrelser kan også oppstå i naturen, i samfunnslivet, i teknologiske systemer og andre systemer som økonomien er avhengig av. Covid-19 pandemien er et klart eksempel. Det som startet som en helsekrise, påvirket etterhvert arbeidsmarkeder og internasjonale forsyningskjeder som hadde store konsekvenser for økonomier og finansmarkeder verden over.

En slik forståelse preger også i økende grad finansinstitusjoner sitt risikoarbeid. NBIM erkjenner for eksempel at klimarisiko ikke kan håndteres fullt ut gjennom dagens diversifiseringsstrategi, når virkningene av klimaendringer kan forplante seg gjennom landbruket, påvirke arbeidsproduktiviteten, handelen av råvarer og andre sammenvevde deler av økonomien. Slik har også Sarah Breeden i Bank of England argumentert for at finanssystemet ikke kan diversifisere seg bort fra klimarisiko: Hvis en skal redusere de mulige negative konsekvensene av klimaendringer på finansmarkedene, må de underliggende forholdene i realøkonomien håndteres. Den europeiske sentralbanken (ESB) har også undersøkt hvordan forringelse av naturen og biologisk mangfold kan true økonomisk aktivitet og finansiell stabilitet.

Et annet eksempel, som Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS) advarer mot, er at geopolitisk fragmentering kan føre til såkalte kaskadeeffekter. Når land begynner å isolere seg, kan handels- og investeringsrestriksjoner forstyrre forsyningskjeder og bremse spredningen av ny teknologi. Disse effektene kan forsterke hverandre over tid og gjennom sjokk, noe som kan svekke økonomisk vekst og langsiktig avkastning.

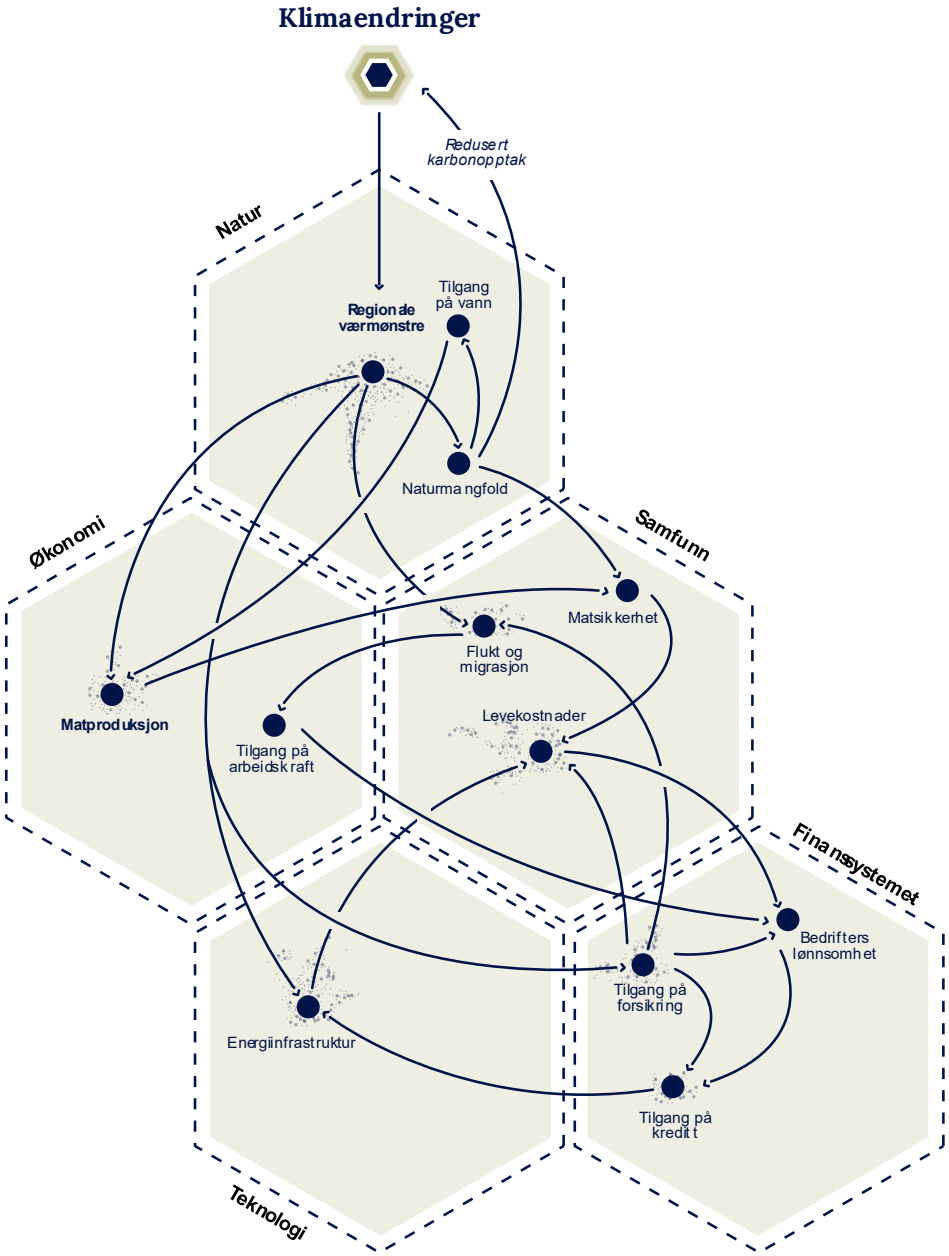
Investormiljøer som Principles for Responsible Investment (PRI) har begynt å skille mellom systemisk risiko og markedsrisiko. PRI har også utviklet et investeringsrammeverk som hensyntar risikoer på systemnivå, ved å vurdere hvordan samspillet mellom finansielle, økonomiske, miljømessige og politiske systemer former risiko og avkastning.

Denne rapporten fokuserer primært på de økonomiske konsekvensene av systemiske risikoer for SPU. Slike risikoer er derimot ikke begrenset til finansielle markeder, men kan i stor grad også påvirke leve- og arbeidsforhold. For eksempel kan klimaendringer øke risikoen for flom, tørke og skogbranner i Norge og Europa, ikke minst fordi kontinentet anslås å varmes opp dobbelt så raskt som det globale gjennomsnittet. Dette øker sannsynligheten for negative konsekvenser for infrastruktur, landbruk og økonomisk aktivitet. Figur 3 illustrerer hvordan klimaforstyrrelser kan forplante seg gjennom natur, sosiale, økonomiske, teknologiske og finansielle systemer.

Figur 3: Systemisk risiko illustrert gjennom mulige kaskadeeffekter på tvers av sammenvevde systemer.

EKSEMPEL

De fysiske virkningene av klimaendringene **sprer seg gjennom** sammenvevde systemer, og skadene kan **forsterke hverandre** underveis. Det kan svekke selve grunnlaget for langsiktig avkastning



Hva betyr det å eie en liten bit av verdensøkonomien?

Store og bredt diversifiserte investorer som SPU, som i praksis eier «en liten bit av verdensøkonomien», omtales noen ganger som universelle eiere. Selv om bred diversifisering beskytter slike investorer mot at enkeltinvesteringer slår feil, er avveiningen at jo mer av porteføljen som gjenspeiler markedet, desto mer knyttes dens verdi til verdensøkonomiens tilstand. Langsiktig avkastning avhenger da stadig mindre av å plukke enkeltvinnere, og stadig mer av å opprettholde gunstige forhold som legger til rette for at markedene som helhet fungerer godt.

Finansdepartementet anslår at 97 prosent av fondets verdi har kommet fra innskutt kapital og avkastning på referanseindeksen. Universelle eiere er derfor særlig utsatt for systemisk risiko som truer de grunnleggende forholdene i økonomien som har lagt til rette for avkastningen.

SPU som universell eier

Tanken om SPU som en universell eier er ikke ny. I 2003 la Graver-utvalget til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig økonomisk, økologisk og sosial utvikling. Dette var utgangspunktet for fondets første etiske retningslinjer. Utvalget anerkjente at fondet kunne tape verdi dersom forurensing fra et selskap påførte kostnader på et annet selskap i porteføljen. Fondet har ut ifra en slik logikk en økonomisk egeninteresse i å fremme en mer bærekraftig utvikling. I 2007 argumenterte Ola Peter Gjessing og Henrik Syse for at universelle eiere burde gå i dialog med selskaper og standardsettere, i tillegg til å samarbeide med andre investorer. Gjessing har i dag en ledende rolle i NBIMs eierskapsutøvelse, og Syse var den gang NBIMs leder for eierstyring. I 2010 viet Finansdepartementet et helt kapittel i den årlige fondsmeldingen til det å være en universell eier. De konkluderte med at "fondet er per definisjon en universell eier, og bør derfor ha et konkret forhold til hva dette betyr i praksis".

Er det mulig å redusere systemiske risikoer?

Det kan være mulig å redusere noen systemiske risikoer "ved rota" eller hindre at de sprer seg. Et nyttig eksempel er reguleringer av finansmarkedene. Verken kapitalkrav til bankene, innskuddsgarantier eller sentralbankens mulighet til å tilføre ekstraordinær likviditet kan fjerne alle risikoer i banksektoren. Men de kan redusere muligheten for at problemer i enkeltbanker utvikler seg til finanskriser som påvirker hele sektoren.

Et annet eksempel er SPU sin rebalanseringsregel, som forplikter fondet til å kjøpe og selge aksjer og obligasjoner for å opprettholde den politisk bestemte fordelingen av aktivaklasser. Regelen gjør

at fondet kan ende opp med å oppføre seg annerledes enn andre investorer. I tilfelle et kraftig verdifall på aksjeporteføljen vil andelen obligasjoner i fondet bli midlertidig større enn det som er angitt i referanseindeksen. Da må SPU kjøpe flere aksjer for å holde på målet om 70% aksjer i porteføljen, i en nedgangstid der mange investorer velger å selge. Enkelte institusjonelle investorer har også regelverk som i praksis pålegger dem å selge når markedene går ned. SPUs rebalanseringsregel kan dermed bidra til å stabilisere markedene, selv om det er usikkert hvor stor effekten er.

Disse mekanismene adresserer likevel ikke de underliggende årsakene til forstyrrelser som oppstår utenfor det finansielle systemet. For dette kan det være nødvendig med andre tiltak, som enten kan håndtere forstyrrelsene "ved rota", eller som kan styrke økonomiens motstandskraft mot deres mulige konsekvenser.

Redusere systemisk risiko kontra å styrke økonomiens motstandskraft

Investorer kan håndtere systemiske risikoer enten ved å gjøre noe med deres underliggende årsaker, eller ved å styrke økonomiens motstandskraft mot konsekvensene. Når det gjelder klimaendringer, kan aktiv kapitalallokering, eierskapsutøvelse og dialog med myndigheter bidra til å redusere aktivitetene som forårsaker klimagassutslipp. For andre systemiske sjokk, som geopolitiske konflikter eller pandemier, kan investorer muligens ha mindre innflytelse på rotårsakene.

Et tilbudsidesjokk på energi kan illustrere hvordan å adressere rotårsaker og styrke motstandskraften kan henge sammen. Forstyrrelser i energisystemet, for eksempel som følge av geopolitisk konflikt, ekstremvær, svikt i infrastruktur eller en kombinasjon av disse, kan raskt spre seg i verdensøkonomien. Investeringer som bidrar til å diversifisere energisystemet, slik at det f.eks. er mindre avhengig av importerte fossile brensler, kan begrense skadene av slike sjokk. Når investeringene også gjør at en unngår bruk av fossile brensler, kan det bidra til å redusere langsiktige klimarisikoer.

Hvis det ikke er realistisk for investorer å investere på en måte som forhindrer at et sjokk oppstår, kan det være hensiktsmessig å investere for å redusere sårbarheter langs kjente smittekanaler i økonomien. Men å bygge motstandskraft kan ikke alltid erstatte forebygging. Når det gjelder klimaendringer, bør målet om å redusere klimagassutslipp forbli sentralt. Både fordi de fysiske konsekvensene av disse endringene er irreversible, og fordi det neppe er realistisk at klimatilpasning kan forebygge alle tap.

3. Systemisk risiko og Statens pensjonsfond utland

«De siste 30 årene har ikke vært normale»

Under Arendalsuka i 2026 stilte Nicolai Tangen, sjef for NBIM, et uvanlig spørsmål: «Kan fondet forsvinne?» Svaret hans var ja. For å illustrere risikoen ba han publikum se for seg et scenario med en økonomisk depresjon, der 80% av globale aksjeverdier falt over natta, og der verdiinnhentingen vil ta ti år. Med om lag 70 prosent av SPU investert i aksjer anslo han at over 12 000 milliarder kroner sto på spill i et slikt scenario.

Det «utenkelige» har skjedd før

I 1904 ble Statens reservefond opprettet. Det var i hovedsak investert i britiske, franske og tyske statsobligasjoner, som da var regnet blant de tryggeste verdipapirene som fantes. Men krig, høy inflasjon, politisk uro og kollaps i obligasjonsverdiene endret dette raskt. Ifølge Norges Bank var reservefondet «nesten tomt» da det ble avviklet i 1925. Dagens SPU er langt større og mer diversifisert. Likevel er det lærdom i at i en verden som endrer seg raskt, kan verdier som virker trygge slutte å være det.

Tangen mente nok ikke at et slikt scenario ville utspille seg med det første. Utspillet hans var heller ment som en advarsel. Fondets raske vekst er bygget i en uvanlig periode med globalisering, lave renter, lavere skatter, produktivitetsvekst drevet av teknologiske kvantesprang, og høyere aksjeavkastning enn ventet. «De siste 30 årene har ikke vært normale» uttalte Tangen. Vi bør ikke forvente at slike forhold vil fortsette framover.

Stresstestene til NBIM vurderer hva som kan skje når «normalen» bryter sammen

NBIM er påkrevd å vurdere hva som kan skje med verdiene i SPU dersom alvorlige scenarioer skulle inntreffe, der flere markeder og risikofaktorer påvirker fondet samtidig. I deres siste scenarioanalysene vurderer NBIM ulike forstyrrelser: en korreksjon på verdien av KI-aksjer, en mer fragmentert verden, en regional gjeldskrise, og ekstremvær som påvirker matproduksjon i flere regioner samtidig. Disse scenarioene "oversettes" til kjente markedsrisikofaktorer, som inflasjon og renter, for å anslå hvordan de kan slå ut på fondets investeringer.

Tabell 2: Hvordan fire store forstyrrelser kan påvirke SPUs investeringer

Scenario	Hvordan scenarioet påvirker markedene og økonomien	Anslått virkning i prosent (milliarder norske kroner)
KI-korreksjon	Investeringene i kunstig intelligens gir ikke den ventede produktivitetsgevinsten. Verdsettelsen av teknologiselskapene faller og svekker tillit, investeringer og vekst mer generelt.	-35% (NOK 7 400 mrd)
Fragmentert verden	Tollavgifter og restriksjoner på investeringer svekker handel, vekst og selskapers overskudd. Usikkerheten setter en demper på investeringer og finansmarkedene.	-37% (NOK 7 800 mrd)
Regional gjeldskrise	Svekket tillit til statsgjeld presser lånekostnadene opp. Det svekker investeringer, økonomisk vekst og verdien av aksjer og obligasjoner i den berørte regionen.	-32% (NOK 6 900 mrd)
Ekstremvær	Sikt i avlinger i flere regioner samtidig forstyrrer matforsyningen, driver opp priser og inflasjon og svekker den økonomiske veksten.	-20% (NOK 4 300 mrd)

Kilde: NBIM.
Merknad: *Anslagene er hypotetiske, regnet ut ifra SPUs portefølje per 31. desember 2025.*

Ikke alle større markedshendelser er systemiske. For eksempel beskriver NBIM sitt scenario for KI-korreksjon som en reprising av selskapsverdier. Selv store fall i aksjeverdier trenger ikke tilsi mer enn f.eks. at markedene er blitt skuffet over inntjeningen, og systemet fungerer dermed som normalt. Slik kan det være så lenge ikke en forstyrrelse forplanter seg til systemene som bygger opp under økonomisk aktivitet. Risikoene ved den raske utviklingen av KI kan likevel vise seg å være systemiske. For eksempel kan det tenkes at teknologien fører til omfattende forverringer i arbeidsmarkedet, eller at den misbrukes på måter som rammer cybersikkerheten over store deler av verden. Askel Braaen Sterri og Martin Sunde Eriksen skriver mer om KI-risiko i sitt essay i del to av denne rapporten.

NBIM sine stresstester viser hvorfor diversifisering gir mindre beskyttelse når hele investeringsuniverset svekkes samtidig. Obligasjoner beskytter i noen grad mot verdifall i KI-scenarioet, mens både aksjer og obligasjoner faller i de tre andre scenarioene (se figur 4). Med andre ord har forvaltere begrensede muligheter for å sikre seg mot[2] slike scenarioer.

Figur 4: Anslått virkning (i prosent) på SPU på tvers av aktivaklasser i ulike scenarier fra NBIM sine stresstester fra januar 2026



Kilde: NBIM.
Merknad: *Anslagene er hypotetiske, regnet ut ifra SPUs portefølje per 31. desember 2025.*

Hva sier stresstester oss egentlig?

Stresstester kan avdekke sårbarheter og vise oss når diversifisering gir mindre beskyttelse. Men slike tester er forenklede scenarioer, de er basert på mulige beskrivelser av framtidige hendelser. Stresstestene kan i noen grad hjelpe oss å forstå systemiske risikoer, men det er viktig å understreke at de har begrensinger.

Scenarioer er ikke prognoser

NBIM velger årlig et knippe scenarioer fra en lengre liste med mulige hendelser. Hendelsene velges ut fra hvor sannsynlige de anses å være, og hvor alvorlige konsekvenser de kan få. Hvilke scenarioer som plukkes ut endrer seg, i tråd med utsiktene for verdensøkonomien og markedene.

[2] Omtalt som "hedging" på engelsk

Stresstestene er ikke prognoser, og NBIM tallfester ikke sannsynligheten for at hendelsene kan oppstå.

Det er vanskelig å anslå hvor sannsynlig det er at systemiske forstyrrelser oppstår. Historiske markedsdata kan hjelpe investorer med å vurdere selskaps- og markedsrisiko. Slike data er nok mindre egnet for å vurdere hendelser som er uten historisk presedens, svært sjeldne eller skyldes fundamentale endringer i systemer som er viktige for verdensøkonomien. Klimarisikoutvalget advarte i 2018 om at "mange virkninger med potensielt katastrofale effekter kan ikke inkluderes i modellene som brukes i dag, selv om det er flere indikasjoner på at de kan inntreffe".

Risiko og usikkerhet

Tenk deg at du kaster to terninger. Vi kan ikke vite hva terningene vil vise, men basert på erfaringer fra tidligere kast kan vi tallfeste sannsynligheten for utfallet. Vi vet for eksempel at syv er den mest sannsynlige kombinasjonen. Store deler av tradisjonell finansiell risikoanalyse bygger på en lignende logikk. Historiske observasjoner brukes til å anslå sannsynligheten for ulike utfall.

Økonomen John Maynard Keynes skilte mellom slik målbar risiko, og mer grunnleggende usikkerhet, der det finnes for lite relevant erfaring til å kunne beregne sannsynligheten for mulige utfall på en god måte. Selv om vi kan observere at systemets tilstand forverrer seg, for eksempel at den globale oppvarmingen øker, er det ikke gitt at vi kan vite nøyaktig hva som vil utløse en stor forstyrrelse. Heller ikke når den kan oppstå, eller hvor alvorlige følgene blir.

Mange systemiske risikoer må antas å høre hjemme i denne andre kategorien. De kan være vanskelige å tallfeste, men er likevel relevante for en forvalter.

Scenarioer fanger ikke nødvendigvis opp hvordan risikoer interagerer

Systemisk risiko oppstår sjelden isolert. NBIM påpeker at geopolitisk fragmentering kan bremse spredningen av ny teknologi og svekke avkastningen på KI-investeringer. Lavere vekst kan forverre noen staters gjeldsproblemer, mens klimahendelser kan øke inflasjonen og begrense myndigheters handlingsrom. Disse risikoene kan henge sammen og forsterke hverandre. Sjokk i ett system kan øke sannsynligheten for sjokk i andre systemer. Resultatet kan bli tap som er større enn enkeltscenarioene tilsier. Såkalte vippepunkter i klimasystemet kan også trigge kaskadeeffekter som er vanskelig å modellere. Det er derfor mulig at man undervurderer de potensielle skadeeffektene når man vurderer scenarioer separat.

Sjokk er ikke alt

NBIMs stresstester fokuserer på ekstreme markedsutfall over korte og mellomlange tidsperioder. Noen systemiske risikoer utvikler seg derimot sakte, ved at de underliggende systemene som avkastningen avhenger av, forverres over tid. Klimaendringer og geopolitisk fragmentering kan for eksempel svekke den økonomiske utviklingen over flere tiår, heller enn å utløse enkeltstående "krakk". Førstnevnte kan også føre til irreversible fysiske endringer, som igjen kan ha langvarige konsekvenser for økonomisk aktivitet og avkastning.

Slik gradvis forverring kan være viktigere for en langsiktig investor enn et brått krakk. En varig svekkelse av potensiell vekst er noe annet enn et fall på 30 prosent som markedene raskt henter seg inn igjen fra. Selv små reduksjoner i årlig vekst og avkastning blir store når de akkumuleres over generasjoner. Hva dette kan bety for norske offentlige finanser, ser vi nærmere på i kapittel 4.

Sverdrup-utvalget fra 2021 omtalte slike langsiktige risikoer. Utvalget brukte historiske data for å modellere utfall av de-globalisering, langvarig stagflasjon og gjentakelse av tidligere kriser. I tillegg beskrev det mulige konsekvenser av en vedvarende forringelse av verdensøkonomien på SPUs avkastning gjennom tre kvalitative scenarioer.

I det første scenarioet fører klimaendringene til stagnasjon, finansiell ustabilitet og brå politiske endringer. Samtidig svekkes SPUs legitimitet, fordi fondet er bygget på store olje- og gassinntekter. Det utsetter Norge for rettslige krav. I det andre scenarioet forårsaker geopolitisk rivalisering at verdensøkonomien deles opp i konkurrerende "blokker", og fondets investeringsunivers krymper. I det tredje scenarioet lykkes verden med det grønne skiftet, men norsk økonomi har ikke klart å omstille seg. Fondet kan ikke dekke de økte utgiftene og tappes gradvis. Scenarioene innebærer at vedvarende endringer i verdensøkonomien kan ramme systemene som SPU er avhengig av.

Langsiktige tap er vanskelige å tallfeste

NBIMs klimaanalyser viser hvor vanskelig det kan være å anslå de finansielle konsekvensene av systemisk risiko. I sin rapport fra 2024 estimerte NBIM et tap på 19 prosent i nåverdien av den amerikanske aksjeporteføljen i et scenario der klimapolitikken er "business-as-usual". Dette var med en tilnærming som inkluderte bredere makroøkonomiske virkninger. Utslagene ble mye større enn i en analyse gjort med MSCIs *Climate VaR-modell*, som viste et tap på kun 2 prosent. NBIM mente det høyeste anslaget var mest troverdig fordi det fanget opp flere økonomiske virkninger, men erkjente at begge modellene utelot viktige systemiske virkninger.

Arbeidet som lå til grunn for det høye anslaget til NBIM ble senere trukket tilbake, på grunn av metodeproblemer. I februar 2026 publiserte NBIM nye anslag med oppdatert metode for å rette opp dette. Den nyeste analysen anslo et tap på 8-10 prosent av aksjeverdier i det samme policy-scenarioet, mot 14-21 prosent sammenlignet med den gamle metoden. Anslagene er ikke direkte

sammenlignbare, men spriket viser hvor mye resultatene avhenger av forutsetningene i modellene. Klimarisikoutvalget gikk lenger og advarte om at noen klimavirkninger ikke lar seg tallfeste på en meningsfull måte.

Til tross for usikkerhet er stresstester og klimamodellering verdifulle verktøy. Men å tallfeste presise tapsanslag for hendelser som er grunnleggende usikre, kan gi inntrykk av en "falsk" trygghet utover det kunnskapsgrunnlaget gir dekning for. For en langsiktig investor som SPU er ikke utfordringen å gi de mest presise punktanslagene på utfall som uansett er svært usikre, men å bruke tilgjengelig kunnskap for å ta fornuftige beslutninger for framtiden.

Risiko utover fondets investeringer

De risikoene vi har drøftet så langt, er hovedsakelig knyttet til verdiene på fondets investeringer når viktige systemer kommer under press. I en verden som endrer seg raskt kan også risikoer knyttet til eierskapet øke. Disse kan være ekstra relevante for SPU, ikke minst på grunn av fondets størrelse, og som er heleid av den norske staten og en synlig aktør.

Tabell 3: Juridisk-, ansvars- og eierskapsrisiko for SPU

Type	Hvordan det kan ramme SPU
Identitetsspesifikk risiko	Fondets størrelse, synlighet internasjonalt og statlige eierskap kan utsette det for politisk press, ulik behandling fra andre fond samt investeringsrestriksjoner. I ytterste konsekvens kan fondet også bli utsatt for konfiskering.
Juridisk risiko og ansvar	Norske myndigheter kan møte rettslige krav, eller få utfordringer med omdømme, for måten de forholder seg til og håndterer risiko

Risiko knyttet til fondets identitet

Sverdrup-utvalget advarte i 2022 om at økende geopolitisk rivalisering kan utsette fondet for restriksjoner rettet spesifikt mot statlige eiere, og at fondet i økende grad kan bli oppfattet som nært knyttet til norsk politikk. Da fondet i 2025 ekskluderte selskapet Caterpillar etter anbefaling fra etikkrådet, tok den amerikanske senatoren Lindsey Graham til orde for tollavgift og visumrestriksjoner mot Norge. En annen senator, Dave McCormick, oppfordret til å vurdere å begrense SPUs tilgang til amerikanske finansmarkeder. Trym Riksen beskriver hvordan disse hendelsene belyser den økte identitetsspesifikke risikoen knyttet til fondets størrelse og eierskap, og at disse ikke er grundig nok belyst.

Som eksempel kan økte geopolitiske spenninger kan ha en dobbel negativ effekt på fondet. På den ene siden ved at verdien av investeringene kan falle på grunn av geopolitisk fragmentering, som beskrevet i NBIM sitt scenario. Og på den andre siden ved at sannsynligheten øker for at tiltak rettes direkte mot fondet fordi det er eid av den norske staten. Denne risikoen kan også øke hvis fondet fortsetter å vokse og bli mer synlig. Trym Riksen påpeker videre i sitt arbeid at både konvensjonell finansteori og de årlige stortingsmeldingene om Statens pensjonsfond har en mangelfull drøfting av slike identitetsspesifikke risikoer.

Juridisk risiko og ansvar

Klimarisikoutvalget advarte i 2018 om at klimasøksmål kan føre til betydelige kostnader finansielt og omdømmemessig, selv om søksmålene ikke fører fram. Utvalget pekte også på at normene for hva som regnes som uaktsomhet, kan endre seg i takt med kunnskapsutviklingen og forventninger i samfunnet.

Noen nylige saker illustrerer dette. I 2025 saksøkte fire unge pensjonssparere det kanadiske pensjonsfondet CPP Investments. De hevdet at fondet ikke i tilstrekkelig grad hadde vurdert og håndtert klimarelatert finansiell risiko, og at det kunne sette pensjonene deres i fare. Lignende søksmål er også reist mot pensjonsfond i Australia og Storbritannia.

Selv om sakene ikke har etablert noen juridiske forpliktelser til å måtte redusere systemisk risiko, viser de at det blir stilt spørsmål ved hvordan finansinstitusjoner håndterer langsiktige problemer.

Risikoen ved å handle og ved å la være

Disse såkalte eierspesifikke risikoene medfører avveininger og muligens noen vanskelige valg for Norge.

Tiltak som har som formål å redusere systemisk risiko kan også utsette fondet for *mer* politisk press utenfor Norge. Særlig hvis investeringsbeslutninger blir oppfattet som politisk motiverte. Men det kan også få konsekvenser å la være å gjøre noe. For det første kan fondet selvsagt bli stadig mer eksponert for problemer knyttet til systemisk risiko. For det andre kan fondet møte rettslige utfordringer, der det stilles spørsmål ved om fremtidige trusler ble godt nok håndtert, gitt at de har en grad av forutsigbarhet. Begge disse mulige konsekvensene må tillegges vekt når man vurderer hvordan Norge bør opptre.

4. Hva betyr dette for Norges offentlige finanser?

SPU er blitt en stadig viktigere finansieringskilde for norske offentlige budsjetter. Uttak fra fondet dekket 19,7 pst. av offentlige utgifter i 2025, opp fra 11,1 pst. et tiår før.[3] Dette er først og fremst gode nyheter. Det betyr at Norge har kunnet bruke mer på helse, forsvar, skole og andre offentlige tjenester, uten å heve skattene. De siste 25 årene har Norge både økt utgiftene og redusert det samlede skattetrykket[4], og har heller ikke trengt å låne penger for å få det til. Dette har vært mulig på grunn av økte uttak fra SPU.

Samtidig medfører suksessen sårbarhet. Hvis fondet plutselig skulle falle mye, kan det være problematisk for budsjettene. Hvis avkastningen i finansmarkedene over tid skulle bli langvarig svekket, kan det svekke handlingsrommet for flere generasjoner. Begge disse sårbarhetene kan ses opp mot systemiske risikoer.

Handlingsregelens begrunnelse

Norge har i internasjonal sammenheng et unikt oppsett for statsbudsjettet. Hvert år går budsjettet i utgangspunktet i minus. Det vil si at staten bruker mer penger enn den tar inn i skatter og avgifter. Dette underskuddet må dekkes. I de fleste land dekkes et budsjettunderskudd med gjeldsopptak. I Norge trenger man ikke det, fordi staten har en stor finansiell formue å trekke på. Underskuddet dekkes derfor med en overføring fra SPU. På fint kaller man dette for det oljekorrigerte underskuddet. Navnet henspiller på hvor stort underskuddet ville vært dersom man ikke hadde pengene fra oljefondet å trekke på.

Egentlig er det en forenkling å kalle det for oljepenger. Opprinnelig kommer selvsagt formuen fra olje og gass, men i årenes løp har mye avkastning fra finansmarkedene kommet til, både i form av renter og utbytte (kontantgevinster), men også i form av økt verdsettelse på aksjene og obligasjonene Norge eier (verdsettingsgevinster).[5]

Handlingsregelen for finanspolitikken skal sikre bærekraft i statsfinansene over tid. I den løpende debatten kan man av og til få inntrykk av at hovedbegrunnelsen for regelen er å hindre inflasjon i Norge. Dette er ikke riktig. Inflasjonseffekter er tatt hensyn til i budsjetteffektberegningene, men slike effekter ville det også være naturlig å inkludere selv om man ikke hadde hatt noen

---

[3] Beregnet som strukturelt, oljekorrigert underskudd (528,4 mrd. i 2025), hentet fra statsregnskapet, delt på samlede offentlige utgifter (2684,5 mrd. i 2025), hentet fra SSBs statistikk for offentlig forvaltnings inntekter og utgifter.

[4] Skatter og avgifter fra fastlandsøkonomien som andel av fastlands-BNP. Kilde: SSB

[5] I absolutte tall utgjorde avkastningen rundt 15 000 milliarder kroner fra 1996 til 2025, inkludert valutaeffekter, og fondet er i dag på rundt 22 000 milliarder kroner. Men det betyr ikke at avkastningen utgjør 68 % av fondets verdi. Dette skyldes at det har vært løpende uttak helt siden starten. Disse beløper seg til rundt 4 500 milliarder kroner. Petroleumsinntektene har utgjort rundt 10 000 milliarder kroner.

handlingsregel. Hovedbegrunnelsen for regelen er at man skal fordele formuen mellom generasjoner på en måte som lar seg opprettholde over tid, i prinsippet til evig tid.

Norges interesser sammenfaller med verdensøkonomiens

Fra tidlig 1970-tall til 2001 brukte Norge oljepenger løpende, uten å ha en handlingsregel. Da var budsjettets handlingsrom naturlig nok følsomt for svingninger i petroleumspriser. Med handlingsregelen og oljefondet er denne risikoen i prinsippet frakoblet. Isteden har offentlige budsjetter blitt utsatt for en annen risiko, nemlig faren for svingninger og store fall i verdens finansmarkeder.

På lang sikt er SPUs verdiutvikling helt avhengig av tilstanden i verdensøkonomien. En global investor som den norske kan ikke over lang tid opprettholde en finansiell avkastning uten at det finner sted en bærekraftig vekst i verdensøkonomien.

Her kan man innvende at de siste 40 årene har det vært en høy avkastning i finansmarkedene som har kommet på andre måter: Mindre av verdiskapingen har gått til arbeid i form av lønn, og mer til kapital. Dessuten har fallende renter bidratt til å øke verdsettelsen på en del verdipapirer.[6] Man kan altså mistenke at det ikke nødvendigvis er sammenfall mellom verdensøkonomiens interesser og store kapitaleiere som SPU sine interesser. På kort til mellomlang sikt kan dette være riktig nok, men slike trender kan neppe pågå til evig tid. Det er en grense for hvor mye kapitalavkastningen kan øke ved å skvise arbeidernes andel, det er begrenset hvor lave skattene kan bli, og det er nok en grense for hvor mye fallende renter kan presse opp verdsettelser. En langsiktig avkastning på kapital må derfor henge sammen med sunn realøkonomisk utvikling.

Dette poenget ligger til grunn for hovedtesen i dette kapittelet: Etter hvert som Norges offentlige finanser avhenger stadig mer av tilstanden i finansmarkedene, får landet stadig større egeninteresse i å sørge for at verdensøkonomien utvikler seg på en sunn måte. De systemiske risikoene som bygger seg opp, vil kunne ramme store deler av verdens befolkning hvis de fører til en systemkrise av noe slag, eller til en gradvis degradering av verdensøkonomiens vekstevne. Men Norge er spesielt ved at de kan ramme grunnlaget for våre offentlige finanser enda mer direkte.

Få land har statsfinansielle muskler til å håndtere systemisk risiko på en meningsfull måte. Det er mulig at Norge er et unntak. Landet har både sterke insentiver til å agere, og et usedvanlig stort handlingsrom, og bør derfor vurdere hva det kan gjøre med slike risikoer.

[6] Se Greenwald m. fl. (2025) for en oversikt.

Stresstester og kraftige fall

Som vist i kapittel 3 ser NBIMs stresstester og scenarioanalyser på fire mulige store hendelser: KI-boblen sprekker, geopolitikken fragmenteres, en statsgjeldskrise i viktige regioner, samt ekstreme værutfall. Så er det anslått hvor mye fondet kan falle for hver av de fire scenarioene. Analysen sier derimot ingenting om hvor lenge et slikt fall vil vedvare. Det er jo også vanskelig å vite noe om, men man kan trekke lærdom fra historien.

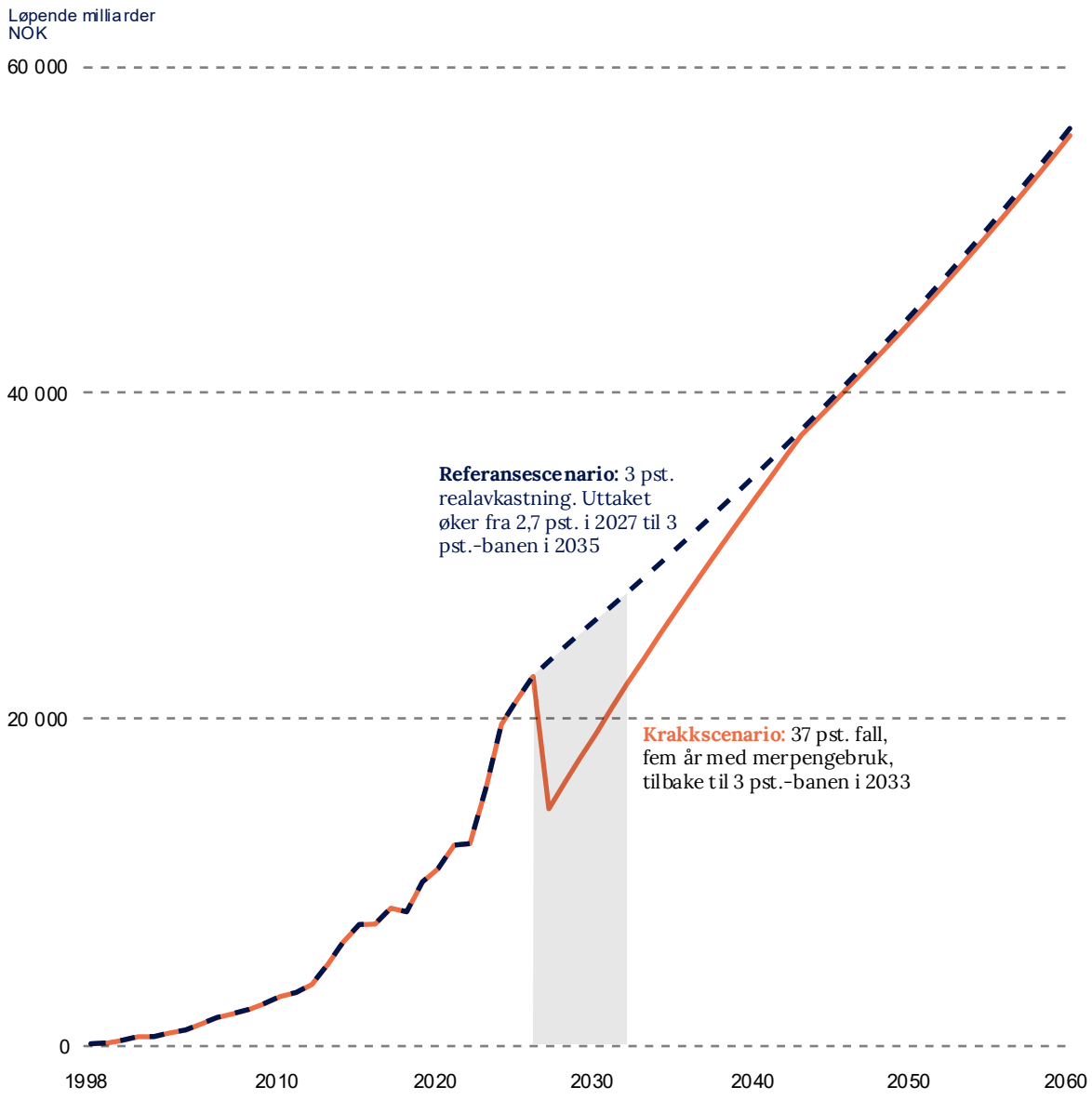
Sverdrup-utvalget (NOU 2022:12) illustrerte utviklingen i verdens verdipapirmarkeder gjennom det siste århundret, en periode med rikelig med kriser, kriger og geopolitisk uro. Utvalget viser utviklingen i en 70/30-portefølje, bredt og globalt diversifisert, fra 1899 til 2021. Til tross for kriger, økonomiske kriser og nok av geopolitisk uro i denne perioden, tok det på det verste aldri mer enn 15 år før verdien av et krakk var hentet inn, justert for inflasjon. De tre mest langvarige episodene var begynnelsen på 1900-tallet, med russisk revolusjon og 1. verdenskrig, 70-80-tallets stagflatoriske periode og dotcom-krisen rundt årtusenskiftet. Vi legger til grunn at et lignende scenario ikke er urealistisk, og modellerer hvordan tilsvarende krakk i dag kunne påvirket offentlige finanser i Norge.

Figur 5 og 6 illustrerer hvordan et kraftig fall med en treg innhenting kan se ut. Vi har valgt 37 pst. fall fordi det er det kraftigste utslaget i NBIMs stresstester. Så har vi modellert reell gjeninnhenting over cirka 15 år, nettopp fordi det er i tråd med de mest langvarige nedgangsperiodene for en global portefølje historisk sett. Dette er sammenlignet med et referansescenario. I begge er valutakursene antatt uendret, og påfyllet av olje- og gassinntekter følger banen fra Nasjonalbudsjettet 2027.

At oljepengebruken som andel av Fastlands-BNP i figur 6 på kort sikt blir høyere enn uten krakk, skyldes to ting: For det første ekstraordinært høy pengebruk som motkonjunkturtiltak i fem år. Først 4 pst. av fondet, så 3,8 pst. og så videre ned mot 3. En slik politikk er i tråd med handlingsregelen. For det andre at Fastlands-BNP faller 5 prosent samme år som krakket, for så å hente seg inn. Dette er i tråd med at krisen antas å være global.

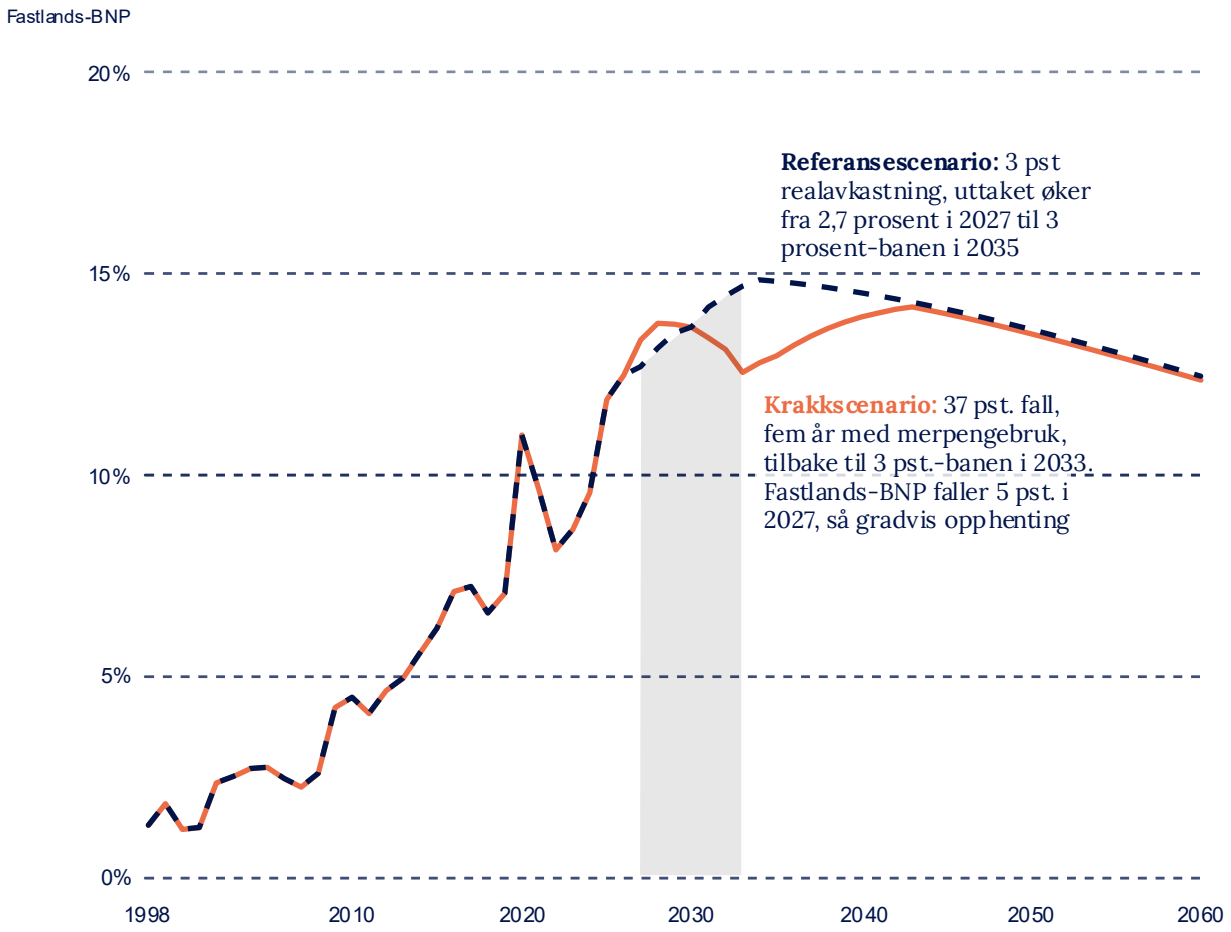
Etter denne første fasen faller oljepengebruken som andel av Fastlands-BNP relativt raskt. Det vil virke kontraktivt på norsk økonomi. Deretter øker det opp til det når samme bane som uten krakk litt utpå 2040-tallet. Dette vil virke ekspansivt på norsk økonomi. Alt i alt får vi omtrent 10 år med lavere pengebruk enn vi kunne tillatt oss uten krakk, før man er tilbake på gammel bane.

Verdiutvikling SPU i to scenarioer



Figur 5. Verdi på oljefondet i løpende norske kroner.
Den stiplete blå linjen viser fondsutvikling om 3 pst-banen følges (dvs. 3 pst. realavkastning og 3 pst. uttak. 2 pst. nominell vekst (inflasjon) kommer i tillegg). Den oransje linjen viser fondsutvikling ved krakk på 37 pst. av fondsverdien i 2027, deretter innhenting som tar cirka 15 år. For årene 2027-2032 er det lagt inn en merpengebruk over statsbudsjettene, angitt som 4 pst. uttak i 2027, 3,8 pst. i 2028 og så gradvis nedtrapping til 3 pst.-banen.

Uttak fra oljefondet som andel av fastlands-BNP



Figur 6. Strukturelt oljekorrigert underskudd. Målt som andel av BNP Fastlands-Norge.
Den stiplete blå linjen er 3 prosentbanen. Den oransje linjen viser krakk på 37 pst. av fondsverdien i 2027, deretter innhenting som tar cirka 15 år. For årene 2027-2032 er det lagt inn en merpengebruk over statsbudsjettene, angitt som 4 pst uttak i 2027, 3,8 pst i 2028 og så gradvis nedtrapping til 3 pst-banen. For årene 2027-2032 er det også lagt inn et kraftig tilbakefall i norsk økonomi, under antagelsen om en større internasjonal krise. 5 pst lavere fastlands-BNP i 2027, deretter innhenting over fem år.

Dette er selvsagt et stilisert scenario, men samtidig er det også langt på vei et «worst case» sett opp mot historiske erfaringer. Innhentingen tar mye lengre tid enn det som er vanlig, og det initielle fallet er usedvanlig stort. Scenarioet vil definitivt ramme norsk økonomi og offentlige finanser vil bli trangere enn de ellers kunne blitt, men det ville ikke være uhåndterlig. Faktisk blir det ikke en særlig kraftigere nedgang i offentlig pengebruk som andel av Fastlands-BNP enn man har opplevd tidligere, jf. figur 6.

Betyr dette at risikoen for store krakk er overvurdert som faremoment? I noen grad. Selvsagt kunne vi modellert et stort verdensomspennende krakk der det aldri kom noen gjeninnhenting. Det kan skje. Men da kan man argumentere for at det egentlig ikke er selve krakket som er hovedproblemet, men en svekket verdensøkonomi med tilhørende svakere avkastning.

Likevel viser scenarioet at sårbarheten ved krakk ikke er 0, og det bør derfor tillegges vekt på en eller annen måte. Hvordan kan man gjøre det? Man kan se for seg minst tre måter å tenke på.

Tre måter å håndtere offentlige finansers sårbarhet på

1. "Spar til en regnværsdag"

Den første tilnærmingen går ut på å opprettholde en sikkerhetsmargin, ved å bruke mindre enn fondets forventede langsiktige avkastning. Dette vil begrense hvor stor andel av statsbudsjettet som finansieres gjennom overføringer fra fondet. Så langt er dette tilnærmingen som har vært mest diskutert i norske medier, og den som benyttes i praksis.

Grunntanken i handlingsregelen er at Norge kun bør bruke forventet realavkastning. I praksis har pengebruken ligget langt under både realisert årlige avkastning, som har vært 4,4 % reelt de siste 20 årene, og den forventede avkastningen på 3%.

Fra og med Nasjonalbudsjettet 2024 er en ny praksis lagt til grunn. Den innebærer at man i normale år bruker 2,7 % i stedet for 3 %, selv om den forventede avkastningen er uendret. Formålet med endringen er å skape større handlingsrom for motkonjunkturtiltak under fremtidige kriser.[7]

Det er verdt å merke seg at denne tilnærmingen ikke er formelt vedtatt av Stortinget. Utover et arbeidsnotat fra Finansdepartementet har den heller ikke vært gjenstand for særlig offentlig debatt. I dokumenter som redegjør for logikken bak 2,7 %-regelen, fremstilles den ganske enkelt

[7] Formelt omtales praksisen som en "asymmetribuffer".

som et virkemiddel for å sikre at 3 %-målet nås over tid. Handlingsregelens logikk, at man skal bruke den forventede avkastningen, skulle dermed fortsatt ligge til grunn.

Men noen spørsmål melder seg om begrunnelsen for den «nye normalen». Departementets beregninger legger til grunn en krise omtrent hvert tiende år, som vil kreve motkonjunkturtiltak tilsvarende totalt 4 % av trend-BNP for Fastlands-Norge. Dette inkluderer både diskresjonære tiltak og automatiske stabilisatorer. Men en ekstra sparing på 0,3 % av fondet hvert år i de foregående ni årene vil medføre en ekstrasparing som langt overstiger dette anslåtte behovet. Med fondets nåværende størrelse utgjør differansen over 500 milliarder kroner. Dermed ser det ikke ut som man vil komme opp på 3 pst. over tid.

Enten planlegger departementet å bruke betydelig mer under og etter fremtidige kriser enn noen gang tidligere i historien – for eksempel mange ganger mer enn det som ble brukt under og etter pandemien – eller så er målet om å bruke forventet avkastning lagt vekk. Det siste virker mest sannsynlig.[8] I den offentlige debatten legges det fortsatt til grunn at handlingsregelen står støtt, men tallmessig er dette vanskelig å forene med begrunnelsen for den nye praksisen.

Dette er ikke bare et teknisk spørsmål. Fra et demokratisk ståsted er det problematisk at selve hjørnesteinen i norsk finanspolitikk de siste 25 årene er blitt grunnleggende endret uten særlig debatt eller kritisk granskning (og muligens som følge av en beregningsmessig inkonsistens fra Finansdepartementet).

Å «spare til en regnværsdag» reduserer risikoen for offentlige utgifter ved et eventuelt verdifall i fondet, men det er ikke uten bivirkninger. Når man bruker mindre, vokser fondet mer enn det ellers ville gjort. Det betyr at uttaket, målt i kroner, også vil fortsette å vokse mer enn om man hadde fulgt handlingsregelen fra starten av. For å løse dette «problemet» må man kontinuerlig redusere prosentandelen som tas ut av fondet. Gitt en forventet realavkastning på 3 % vil årlige uttak på 2 % etter 40 år faktisk overstige uttakene man ville fått ved et fast uttak på 3 %.

2. Hold pengebruken konstant som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge

Det andre alternativet er intuitivt tiltalende. Siden pengebruken ville være knyttet til økonomiens snarere enn fondets størrelse, ville det dempe «problemet» med at uttak stimulerer økonomien, samtidig som petroleumsinntektene fortsetter å bygge opp fondet. Dette ville også kunne forhindre innstramming i finanspolitikken på et senere tidspunkt, når petroleumsinntektene avtar og veksten i fondet bremser opp.

---

[8] Man kan hevde at Norge nå befinner seg i en form for krise. Det er krig i Europa, et behov for rask militær opprustning, og stadige hybride angrep fra Russland. Norge har også fallende sysselsetting og høy inflasjon. Likevel har uttakene fra fondet i årevis ligget under forventet avkastning. Dette styrker antakelsen om at de svært høye kriseutgiftene som ligger implisitt i departementets beregninger, fremstår som lite sannsynlige.

Det er imidlertid tre problemer knyttet til denne tilnærmingen.

Det første er av teknisk art. Det er vanskelig å anslå trend-BNP, og fondets fremtidige størrelse er usikker. Derfor er det utfordrende å fastsette en pålitelig bane for pengebruken. Dette kan trolig løses gjennom gradvis tilpasning.

Det andre gjelder rettferdighet mellom generasjoner. Dersom økonomien fortsetter å vokse, vil fremtidige generasjoner sannsynligvis være rikere enn dagens. Å opprettholde pengebruken som en konstant andel av BNP ville innebære en omfattende omfordeling fra dagens generasjon til fremtidige generasjoner.

For det tredje ville endringen bety en markant reduksjon i pengebruken i dag. Siden handlingsregelen ble innført i 2001, har en viss fremtidig nedgang i pengebruken – målt som andel av BNP for Fastlands-Norge – vært både forventet og akseptert, ut fra hensynet til fordeling mellom generasjoner.

3. Tilpass pengebruken til fondets faktiske avkastning, med en sikkerhetsmargin

En tredje tilnærming er å basere uttakene på fondets realiserte langsiktige avkastning, samtidig som man beholder en sikkerhetsmargin mot fremtidige tap. Dette ligner på den første tilnærmingen, men er mer empirisk orientert.

Som nevnt legger Norge til grunn at Statens pensjonsfond utland (SPU) skal gi en årlig realavkastning på 3 %. Dette er lavt sett i lys av historiske erfaringer. Sverdrup-utvalget (2022) viser at den gjennomsnittlige årlige realavkastningen på en globalt diversifisert portefølje var 5,3 % i perioden 1899–2021 – en periode som på ingen måte var fri for kriser eller hendelser med systemisk risiko.

Beslutningen om å justere handlingsregelen ned fra 4 % til 3 % ble begrunnet med at de langsiktige globale rentene var på vei ned. Den trenden har siden snudd, samtidig som fondet har hatt en årlig realavkastning på rundt 4,4 % de siste 20 årene. Historisk avkastning gir ikke et nøyaktig bilde av hva investorer kan forvente i fremtiden, og det er mange grunner til å tro at fremtidig avkastning vil bli lavere, men tallene reiser berettigede spørsmål om hvor konservative anslagene fremover bør være.

Dette handler også om å sikre legitimitet. Det kan være vanskelig å opprettholde støtten til en budsjettregel dersom staten konsekvent tar ut langt mindre enn det fondet faktisk genererer i avkastning, særlig når det er veldig synlig at avkastningen er god. En slik praksis kan skape

misnøye i befolkningen.[9] Foreløpig er spenningen begrenset, ettersom petroleumsinntektene fortsatt bidrar til betydelig vekst i fondet, slik at kroneuttaket kan øke til tross for at prosentuttaket er mindre enn avkastningen. Men spenningen kan bli mer merkbar etter hvert som oljeinntektene avtar.

Et alternativ ville derfor være å beregne uttakene basert på fondets realiserte avkastning over en lengre periode, for eksempel de siste 20 årene, og deretter trekke fra en viss andel som en sikkerhetsmargin i tilfelle et eventuelt krakk. Sikkerhetsmarginen kunne for eksempel være på ett prosentpoeng, men den kunne også vært høyere dersom det var bred støtte for en mer forsiktig tilnærming. En slik beslutning må uansett ligge hos Stortinget.

Med denne tilnærmingen utgjør det implisitte fradraget i dag 1,7 prosentpoeng (4,4 % realisert avkastning mot 2,7 % i uttak i et normalår). Dette tilsvarer en årlig buffer – eller «ekstra sparing» – på 380 milliarder kroner. Vi anser denne marginen for å være noe høyere enn nødvendig. En del av den implisitte bufferen kan heller benyttes til målrettede tiltak for å redusere systemrisiko, noe som potensielt kan styrke langsiktig motstandskraft, både for fondet og de offentlige finansene som avhenger av det. Anbefaling 4 i kapittel 6 i denne rapporten drøfter én mulig tilnærming.

Risikoreduserende tiltak som en integrert del av forvaltningen av statens formue

Dette leder oss til neste spørsmål. Hvorfor er tiltak for å redusere systemisk risiko viktig for norske offentlige finanser? Svaret ligger i Statens pensjonsfond utlands (SPU) evne til å generere langsiktig avkastning.

De tre tilnærmingene som er drøftet over, fokuserer på å håndtere konsekvensene av svingninger i finansmarkedene for offentlige utgifter. Ingen av dem tar direkte for seg muligheten for at systemisk risiko kan svekke potensiell produktivitetsvekst, den internasjonale økonomiske utviklingen og fondets langsiktige avkastning permanent. Det kan argumenteres for at det er her Norge nå bør rette innsatsen.

En hyppig sitert artikkel viser at minst 90 % av produktivitetsveksten i de fleste land kan spores tilbake til teknologiske fremskritt gjort i utlandet, som deretter tas i bruk nasjonalt. Internasjonal handel er viktig for å spre teknologien. Ethvert avbrudd i denne prosessen utgjør en risiko for norsk økonomisk utvikling. Dette gjelder for mange land, men Norge er eksponert på to fronter:

[9] Sjølie (2019) argumenterer for at slike bekymringer var en hovedårsak da handlingsregelen ble innført i 2001. Altså ikke for å begrense bruken av oljepenger, men for å øke den, uten å gå på bekostning av en ansvarlig langsiktig forvaltning.

gjennom sin egen nasjonale økonomi og gjennom SPU, hvis avkastning i økende grad finansierer offentlige utgifter.

Geopolitisk fragmentering, som er en form for systemisk risiko, er relevant her. Restriksjoner på handel og utenlandske direkteinvesteringer, redusert internasjonalt samarbeid og langsommere teknologioverføring kan alle hemme produktivitetsveksten. Se for deg et scenario der en slik fragmentering reduserer den årlige produktivitetsveksten med 0,5 prosentpoeng. Alt annet likt vil den internasjonale BNP-veksten falle med like mye. Dette virker ikke bare hemmende på norsk økonomi, men også på den produktive aktiviteten som ligger til grunn for fondets avkastning.

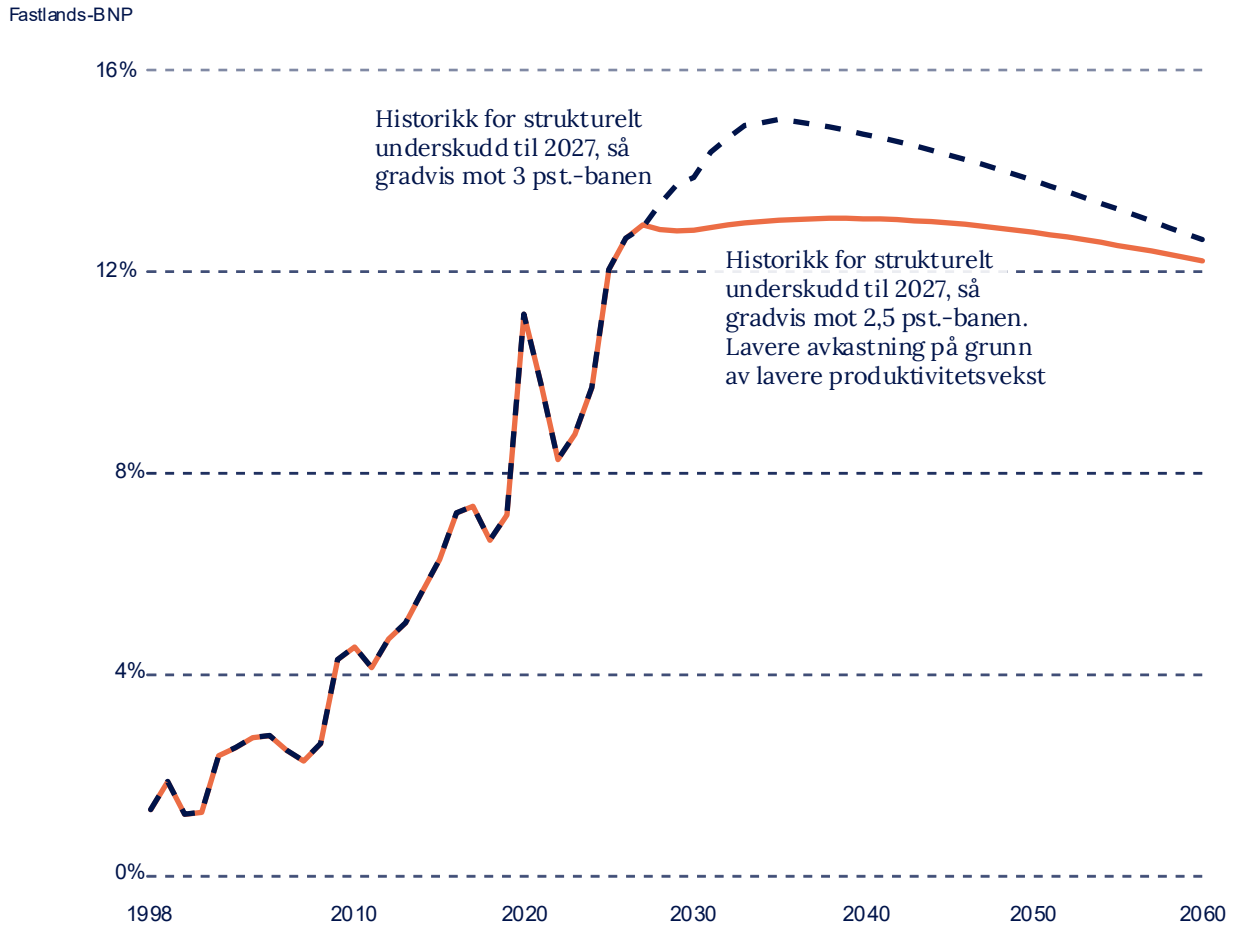
Sammenhengen mellom produktivitetsvekst og avkastning er ikke nødvendigvis en-til-en, men vedvarende svakere vekst må ventes å tynge SPUs langsiktige resultater. Med fondets nåværende størrelse vil en reduksjon i den årlige avkastningen på 0,5 prosentpoeng utgjøre 110 milliarder kroner i absolutte tall.

Figur 7 illustrerer et scenario der systemisk geopolitisk risiko svekker handel og produktivitetsvekst. Dette resulterer i lavere langsiktig avkastning, noe som reduserer Norges evne til å finansiere offentlige utgifter gjennom SPU.

I motsetning til markedskrakkene i figur 5 og 6, forutsetter ikke dette scenarioet en tilbakevending til den tidligere banen for økonomisk vekst. Svakere vekst og avkastning vedvarer, og konsekvensene for norsk offentlig økonomi blir likeledes varige.

For en investor med et generasjonsperspektiv, slik som SPU, kan en varig svekkelse av global produktivitetsvekst og avkastning over tid medføre større kostnader enn selv de mest alvorlige krakkene i historien.

Oljepengebruk i et scenario med 0,5 prosentpoeng lavere produktivitetsvekst og realavkastning

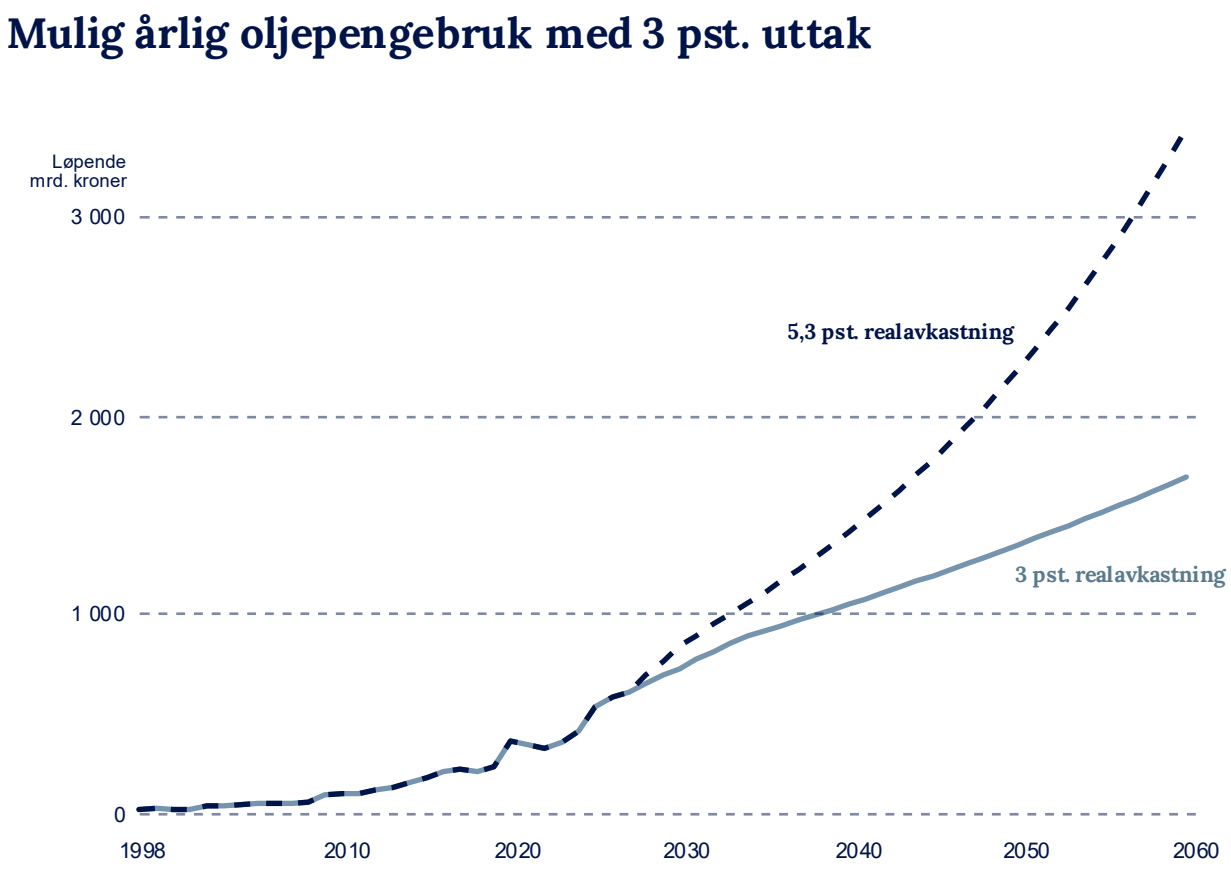


Figur 7. Effekter på mulig oljepengebruk av lavere produktivitetsvekst i verdensøkonomien, som slår direkte ut i lavere fondsavkastning.

Oppsiderisiko: Hva om fondet vokser raskere enn forventet?

Framskrivinger av fondets størrelse har konsekvent vært for lave. I Perspektivmeldingen 2017 var den implisitte anslåtte verdien for 2026 bare litt over halvparten av det fondet faktisk er verdt i dag.

Det er ikke utenkelig at fondet vil fortsette å vokse raskere enn antatt. Selv om dette ikke bør legges til grunn som hovedscenario, bør norske beslutningstakere vurdere hvordan en slik utvikling skal håndteres. Figur 8 illustrerer hvordan dette kan se ut. Den viser også hvilken kraft som ligger i eksponentiell vekst. Med en årlig avkastning på 5,3 % kan handlingsrommet for bruk av midler i 2060 bli dobbelt så stort som ved en årlig avkastning på 3 %, selv om man i begge tilfeller legger til grunn et uttak på 3 %. Nivåforskjellen på 2000 milliarder kroner tilsvarer nesten størrelsen på dagens statsbudsjett. Selv justert for inflasjon vil dette være et betydelig beløp.



Figur 8: Mulig årlig oljepengebruk med 3 prosent uttak.

5. Hva kan universelle eiere gjøre med systemisk risiko?

Hvordan investorer kan hensynta risikoer på systemnivå får stadig mer oppmerksomhet i akademia[10]. Det handler om hvordan langsiktige, bredt diversifiserte investorer kan bruke sin kapital og innflytelse mer bevisst for å beskytte de sammenvevde systemene som avkastningen deres avhenger av. Tabell 4 viser hvordan slike investeringer kan gjøres gjennom fire ulike kanaler.

Tabell 4: Fire kanaler universelle eiere kan bruke for å redusere systemisk risiko

Kanal	Hva investorer kan gjøre	Eksempler
Kapitalallokering	Finansiere aktiviteter som reduserer risiko eller styrker økonomiens motstandskraft, og begrense ny finansiering som øker risikoen	Økt investering i grunnleggende infrastruktur som strømnett, begrense aktivitet som bidrar til økt gjeld for selskaper
Eierskapsutøvelse	Dialog og stemmegivning for å påvirke hvordan selskaper opptrer	Stemme imot styremedlemmer, utfordre skadelig lobbyvirksomhet fra selskaper, oppmuntre til bedre risikostyring
Dialog med myndigheter og standardsettere	Samarbeide med institusjoner som kan endre regler og insentiver i hele markeder	Påvirke finansregulering, regler i energimarkedet og standarder
Samarbeid med forvaltere og andre investorer	Stille forventninger til eksterne forvaltere og samarbeide med andre investorer	Stille forventninger til forvaltningsmandater, samordne dialog med selskaper og beslutningstakere.

Kilde: IEEFA. *Tilpasset fra rammeverk og praksis som er identifisert av PRI og The Investment Integration Project (TIIP). Kanalene kan brukes hver for seg eller i kombinasjon.*

[10] Omtalt som "system-level investing" på engelsk

Å redusere risikoer ved klimaendringer er en tydelig mulighet for handling

Klimaendringer er en type systemisk risiko som investorer har kommet lengre med å forsøke å redusere. Dette gjøres ved å finansiere fornybare energikilder, oppmuntre selskaper til å kutte utslipp og gå i dialog med myndigheter om politikk som kan påvirke klimapositive investeringer. Det er fortsatt utfordrende for finansielle aktører å dokumentere at enkeltinvesteringer reduserer systemiske risikoer. Men sammenlignet med andre systemiske risikoer, begynner det å bli mer tydelig hvilke investeringer som har ønsket effekt i realøkonomien for å redusere klimaendringene og de mulige negative konsekvensene. For eksempel finnes det i dag gode verktøy for å måle selskapers utslipp, noe som gjør det lettere å følge med på deres fremdrift.

Klima og energi har derfor en sentral plass i denne rapporten, selv om virkemidlene som drøftes kan overføres til annen systemisk risiko. Det betyr ikke at vi legger til grunn at klimaendringer nødvendigvis er den største systemiske trusselen, og det finnes flere eksempler på investorer som har begynt å vurdere andre type trusler (se tabell 5). For eksempel har det svenske pensjonsfondet, AP7, brukt selskapsdialog og samarbeid med andre investorer for å forsøke å motvirke trusselen fra antibiotikaresistens.

Tabell 5: Ulike risikoreduserende initiativer blant utvalgte investorer

Investor	Risikoreduserende initiativ
GPIF, Japan	Har vedtatt en investeringspolicy for bærekraft som tar sikte på å redusere bærekraftsrelatert risiko og gjøre markedene mer bærekraftige, for å støtte porteføljens avkastning på lang sikt. Fondet forsker også på hvordan virkningene av eget arbeid kan måles.
Railpen, Storbritannia	Har utviklet en strategi for eierskapsutøvelse på systemnivå, med definerte prioriteringer og dialogplaner for klima og natur, ansvarlig teknologi, finansmarkeder og arbeidstakerforhold. Arbeidet omfatter blant annet bedre governance-arbeid overfor KI og cybersikkerhet.
AP7, Sverige	Har etablert et program for universelt eierskap som tar for seg systemiske trusler, blant annet antibiotikaresistens. Arbeidet kombinerer stemmegivning og eierdialog, samarbeid med andre investorer og innsats for å påvirke praksis i investeringsbransjen.
People's Pension, Storbritannia	Er med å lede arbeidet for Asset Owner Statement on Climate Stewardship, som samlet investorer med over 2 000 milliarder dollar om felles forventninger til forvaltere. Flyttet et aksjemandat på 20 milliarder

	pund til en forvalter som i større grad deler fondets prioriteringer for eierskapsutøvelse.
CalSTRS, USA	Har gjort ansvarlig KI til en formell prioritet i eierskapsutøvelsen, sammen med risiko relatert til klima, natur og arbeidstakere. Dette er eksplisitt begrunnet med finansielle hensyn. Har også et program for investeringer i klimaløsninger, blant annet fornybar energi.
NBIM, Norge	Kombinerer risikoanalyse for porteføljen med eierdialog, forhåndspublisering av stemmeintensjoner, omfattende dialog om markedsstandarder og direkte investeringer i infrastruktur for fornybar energi.

Det finnes ingen etablert "beste praksis" for hvordan investorer bør håndtere systemisk risiko. Initiativene i tabell 5 gjenspeiler noen investorer sine tiltak for å forbedre risikoforståelsen og handle gjennom ulike mandater, forutsetninger og prioriteringer.

Dialog med myndigheter har fått større betydning

Politiske beslutningstakere og tilsynsmyndigheter bestemmer mange av forholdene som påvirker investeringer. Reguleringer av finans- og energimarkeder, støtte til industrien, planlegging av infrastrukturprosjekter og konsesjonsbehandling er alle eksempler på aktiviteter som kan påvirke hvor kapitalen flyter, og hvordan bedrifter og husholdninger tar beslutninger.

Arbeid fra London School of Economics peker på behovet for en mer politikk-orientert, tilnærming for at investorer på mer troverdig og effektivt vis kan redusere klimarisiko. Volans hevder at investorer så langt har viet for lite oppmerksomhet til forhold i realøkonomien som kan påvirke investeringer.

Investorer kan ta en mer aktiv rolle i å beskrive hvordan ulik politikk kan påvirke investeringsbeslutninger eller hvor det finnes finansieringsbarrierer for gode prosjekter. Dette gjelder spesielt problemstillinger som relaterer seg til investorenes egen kompetanse, som statsgjeld og hvordan finansmarkedene fungerer. Hvis fagkunnskapen på noen områder ligger utenfor kapitalforvaltningsmiljøet, kan investorer involvere seg i og samarbeide gjennom koalisjoner ledet av andre fagmiljøer.

NBIM driver allerede med omfattende eierskapsutøvelse rettet mot myndigheter og standardsettere. De svarte for eksempel på 34 offentlige høringer bare i 2025. Men de involverer seg ikke i initiativer som engasjerer seg direkte med politiske beslutningstakere.

Kritisk blikk på selskapers lobbyvirksomhet

Selskaper påvirker også politisk beslutningstaking, både direkte og gjennom bransjeorganisasjoner. Lobbyvirksomhet som gagner et selskap, kan øke risikoer for økonomien som helhet. For universelle eiere som SPU kan det oppstå en motsetning mellom interessene til et selskap og interessene til øvrige aktører som er en del av fondets portefølje. Investorer som tar en mer aktiv politikk-tilnærming, må også vurdere hvorvidt lobbyvirksomheten til selskaper de er investert i, undergraver dette arbeidet. NBIM anerkjenner denne problemstillingen. I sitt forventningsbrev fra 2024 om selskapers lobbyvirksomhet skriver de (på engelsk):

"*We believe that policy engagement that is rent seeking in nature, rather than supportive of long-term value creation, runs counter to our long-term interests as a universal owner. Accordingly, in the context of climate change, we expect companies to align their lobbying activities with the objectives of the Paris Agreement. In some contexts, corporate policy engagement may also contribute to higher levels of company-specific and systemic risk*".

Det er derimot tvilsomt hvor utstrakt praksis for oppfølging av selskapers lobbyvirksomhet er blant investorer. For eksempel viser en gjennomgang av InfluenceMap fra 2024, som vurderte hvordan de 30 største investorene i verden fulgte opp selskapers lobbyvirksomhet på klimapolitikk, at nesten tre av fire investorer viste en gjennomgående mangel på eierskapsutøvelse. Selv om NBIM ble identifisert som en aktør med noe bedre praksis på feltet sammen med noen få andre aktører, gjør mangel på åpenhet rundt eierskapsutøvelse at alle investorene gjennomgått i den nevnte undersøkelsen kommer dårlig ut generelt.

Restriksjoner på ny finansiering som virkemiddel i eierskapsutøvelsen

Noen investorer har begynt å innføre restriksjoner på ny finansiering, for å påvirke selskaper. Lothian Pension Fund kombinerer eierskapsutøvelse med å avstå fra å kjøpe nyutstedte aksjer og obligasjoner fra selskaper der de vurderer at selskapenes planer ikke er forenelige med Parisavtalen. BNP Paribas Asset Management, Nordea Asset Management og Caisse des Dépôts har innført restriksjoner på finansiering av nye obligasjoner som involverer visse olje- og gassaktiviteter. Zurich Insurance bruker lignende restriksjoner når eierdialogen ikke fører fram.

Restriksjonene kan ha ulikt omfang, men de bygger på samme logikk. Når en investor selger aksjer og obligasjoner, skifter de eier, men kapital som selskapene har fått tidligere forblir den samme, altså, den trekkes ikke ut. Men, når selskaper utsteder nye obligasjoner for å hente inn kapital eller søker refinansiering, har investorer derimot en direkte påvirkning på selskapets tilgang til kapital. Det gir investorer mulighet til å påvirke selskapers atferd, særlig overfor selskaper som er avhengige av å låne jevnlig eller har lite kontanter å falle tilbake på.

Ellen Quigley ved University of Cambridge peker på restriksjoner knyttet til obligasjoner (gjeldsfinansering) som en av de mer effektive måtene universelle eiere kan påvirke selskapers atferd på. Nyere forskning av Andreas Hoepner og Fabiola Schneider ved University College Dublin videreutvikler denne ideen, og foreslår at investorer gjør refinansiering betinget av håndhevbare forpliktelser om å kutte utslipp. Slik kan selskapenes gjentatte behov for å låne penger brukes som en effektiv mulighet til å påvirke. Tilnærmingen virker lovende, men det er ikke dokumentert at den faktisk endrer selskapers atferd. Effekten avhenger i stor grad av om selskapene kan finne tilsvarende finansiering andre steder uten å godta slike vilkår.

Hvorfor brukes ikke virkemidler på systemnivå mer?

Argumentene for «system-level investing» er fortsatt omdiskuterte. Tom Gosling ved London School of Economics stiller spørsmål ved om ambisiøse klimamål nødvendigvis gir bedre porteføljeavkastning, og om investorer har nok innflytelse til å påvirke dem. Han peker på mer «beskjedne» tilnærminger som kan være lettere å begrunne finansielt. Ellen Quigley utfordrer denne vurderingen. Hun mener den undervurderer både den langsiktige finansielle risikoen ved klimaendringer og hvor effektive relativt rimelige virkemidler kan være, for eksempel å begrense ny gjeldsfinansiering og stemme mot styremedlemmer.

Gosling og Quigley vil trolig være enige om at det finnes reelle hindringer. Selv når press fra investorer endrer et selskaps atferd, kan konkurrentene ganske enkelt fylle tomrommet. På samme måte kan et selskap som nektes finansiering, finne en annen långiver. Investorene kan dermed bære kostnaden ved tiltaket uten at den underliggende risikoen reduseres nevneverdig, mens den systemiske gevinsten ved et vellykket tiltak deles av hele markedet. Mandater og spørsmål om politisk legitimitet setter ytterligere begrensninger.

Samarbeid mellom eiere kan derfor løse noen av disse utfordringene, ved å samle ekspertise, fordele kostnadene og øke påvirkningskraften.

Utfordringene ved å adressere systemisk risiko utelukker ikke at universelle eiere kan gjøre noe som monner, men de bør gjøre en grundig vurdering avgjørende. Ethvert foreslått tiltak bør bestå fire tester:

- **Vesentlighet:** Er risikoen finansielt relevant?
- **Addisjonalitet:** Kan tiltaket utgjøre en reell forskjell?
- **Forholdsmessighet:** Står den forventede gevinsten i forhold til kostnaden?
- **Legitimitet:** Er investoren rett aktør?

Investorer bør kunne forklare hvordan et tiltak kan utgjøre en forskjell, og hvorfor den forventede gevinsten forsvarer kostnadene. Hvor sterk dokumentasjonen må være, bør stå i forhold til tiltakets omfang og risiko.

Noe risiko kan være for usikker, ligge utenfor investorens innflytelse eller falle utenfor mandatet. Da kan det mest fornuftige være å forberede seg så godt som mulig på konsekvensene. Men usikkerhet alene er ikke grunn nok til å la være å handle, og passivitet bør heller ikke automatisk anses som det forsvarlige valget. Enkelte juridiske analyser tyder på at det å unnlate å vurdere effektive tiltak i seg selv kan stride mot investorens plikter. Å la være å handle er også en beslutning, og den kan måtte begrunnes senere.

6. Hvordan kan Norge og NBIM bedre møte systemisk risiko?

Norge og NBIM har allerede tatt grep for å tilpasse seg et endret risikobilde. Finansdepartementet har opprettet et ekspertråd som vurderer fondets investeringsstrategi, og har bestilt utredninger for å gjennomgå konsentrasjons- og obligasjonsmarkedsrisiko og etiske retningslinjer. Resultatene kan forhåpentlig bidra til å styrke fondets evne til å håndtere et endret risikobilde. Videre har NBIM kompetanse og erfaringer få andre investorer kan måle seg med, fra aktivt eierskap og myndighetsdialog til avansert risikoanalyse.

Likevel er det begrenset hvor stor beskyttelse dagens virkemiddelbruk kan gi mot systemiske risikoer som dem vi peker på i denne rapporten. Vi oppfordrer myndighetene til å vurdere, utover eksisterende praksis, hvorvidt deler av Norges midler og innflytelse kan brukes mer bevisst for å redusere systemiske risikoer. Målet med dette er å beskytte SPUs finansielle resultater på lengre sikt. Vi foreslår fire anbefalinger, utbrodert nedenfor, som utgangspunkt for videre diskusjon:

1. **Gjør analyser av systemiske risikoer informative for beslutningstakere**
   Bygg videre på NBIMs eksisterende ekspertise og analyser for å belyse systemiske risikoer og mulige tiltak for å redusere disse. Vi anbefaler å etablere prosesser for å vurdere systemiske risikoer som en del av arbeidet med stortingsmeldingen om Statens pensjonsfond. Den bør inkludere vurderinger av mulige tiltak, og deres kostnader og gevinster gjøres synlig for beslutningstakere.

2. **Styrk NBIMs eierskapsutøvelse overfor selskaper som driver politisk påvirkning**
   NBIM bør i større grad drive eierskapsutøvelse overfor selskaper som driver lobbyvirksomhet og annen aktivitet som bidrar vesentlig til systemisk risiko. Man bør vurdere å eskalere virkemidler i selskapsdialogen og det aktive eierskapet overfor slike selskaper. Dette kan innebære å for eksempel avstå fra å delta i nye obligasjonsutstedelser også når selskaper refinansierer eksisterende gjeld.

3. **Gjennomgå dagens restriksjoner på investeringer i fornybar energiinfrastruktur**
   Vurder om fondets nåværende restriksjoner knyttet til geografi, prosjektfase og investeringsstrukturer, utelukker finansielt attraktive muligheter innenfor en aktivaklasse som fornybar energiinfrastruktur. Disse investeringene kan potensielt bidra til å redusere systemisk risiko og styrke langsiktig motstandskraft i realøkonomien.

4. **Utred et investeringsprogram som reduserer systemisk risiko**
   Undersøk hvordan et investeringsprogram, plassert utenfor SPU, kan bruke tålmodig kapital og spesialkompetanse til å finansiere prosjekter som reduserer systemisk risiko, samtidig som det søker akseptabel finansiell avkastning på sikt.

1. Gjør analyser av systemisk risiko informative for beslutningstakere

Finansdepartementet bør be Norges Bank om en årlig gjennomgang av systemisk risiko som redegjør for vesentlige trusler mot SPU, og komme med forslag om risikoreduserende tiltak. Departementet bør rapportere funnene til Stortinget i den årlige stortingsmeldingen om Statens pensjonsfond.

NBIMs stresstester gir innsikt i hvor store tap fondet kan oppleve. Men slike anslag, som er basert på svært usikre hendelsesforløp over korte tidshorisonter, er bare en del av det beslutningstakere trenger for å ta informerte valg. Formålet bør ikke kun være å beregne tapsanslag av store forstyrrelser stadig med presist, men å forstå hvordan ulike risikoer kan samspille og forsterke hverandre, og å avdekke områder der målrettede tiltak realistisk sett kan bidra til å redusere risikoen.

La oss ta en alvorlig regional tørke som et eksempel, et scenario NBIM selv bruker i sine stresstester. Sett at lavere avlinger sammenfaller med lavere vannkraftproduksjon og ekstrem hete, så kan strømbehovet til nedkjøling øke samtidig som arbeidsproduktiviteten faller. Dette kan igjen føre til økte mat- og energipriser og økt inflasjon, noe som igjen kan ramme husholdninger og bedrifter som er mest utsatt for høye renter og stor gjeld. Redusert produktivitet kan føre til svakere selskapsresultater som igjen kan påvirke verdien på deres aksjer negativt.

Ved å kartlegge og vurdere slike sammenhenger er man i bedre stand til å forstå ulike risikoer og vurdere tiltak som bidrar til å redusere sannsynligheten for at de forplanter seg i finansmarkeder, samtidig som en kan bidra til å utvikle en mer motstandsdyktig økonomi på lengre sikt. I eksempelet over kan det dreie seg om investeringer som bidrar til et mer robust kraftsystem i møte med tørke, eierdialog med utsatte selskaper eller med myndigheter om endringer i regelverket for infrastrukturplanlegging.

2. Styrk NBIMs eierskapsutøvelse overfor selskaper som driver politisk påvirkning

NBIM bør reagere sterkere på lobbyvirksomhet som bidrar til å øke sannsynligheten for at systemisk risiko materialiserer seg. Vi foreslår at fondet eskalerer virkemiddelbruken overfor

sine interessenter og i selskapsdialogen. Det kan for eksempel innebære å avstå fra å delta i nye obligasjonsutstedelser i tilfelle dialog ikke fører til ønskede endringer.

Fordi selskapers lobbyvirksomhet kan påføre økonomien som helhet store kostnader, kan det være i en universell eiers interesse å motvirke slik atferd. Muligheten til å holde tilbake ny finansiering kan dessuten gjøre dialogen med selskaper mer effektiv ved å øke presset for endring.

Eskalere virkemiddelbruken

NBIM har allerede formulert tydelige forventninger til selskapers lobbyvirksomhet. På klimaområdet forventes det at selskaper innretter sin politiske påvirkning i tråd med målene i Parisavtalen. De har også formulert lignende forventninger for å ivareta natur. Vi foreslår å bygge videre på disse forventningsdokumentene med en tydeligere og tidsavgrenset bruk av virkemidler. NBIM kan drive eierskapsutøvelse før fondet setter målbare mål og frister for forbedring. Hvis dette ikke fører fram, bør NBIM vurdere å avstå fra å delta i nye obligasjonsutstedelser til bestemte vilkår er oppfylt. Nedsalg er ikke nødvendigvis målet, men en troverdig trussel om ekskludering kan gjøre eierdialogen mer effektiv.

For eksempel burde et kraftselskap som over tid driver politisk påvirkning som forsinker den grønne omstillingen, møte stadig sterkere tiltak i eierskapsutøvelsen, der det siste trinnet er at NBIM avstår fra å delta i nye obligasjonsutstedelser. Det kan gi sterkere insentiver for selskaper som er avhengig av å låne jevnlig, særlig hvis andre investorer gjør det samme. Det finnes norske eksempler som har eskalert mot lobbyvirksomhet. I 2025 utelukket Storebrand Asset Management Toyota etter fire år med mislykket eierdialog om selskapets klimalobbyvirksomhet.. Vårt forslag er et mer målrettet alternativ til full utelukkelse, fondet beholder eksisterende investeringer, men avstår fra å delta i nye obligasjonsutstedelser.

Denne gjeldsrettede tilnærmingen i førstehåndsmarkedet bygger på forskning av Hoepner og Schneider, som foreslår å gjøre refinansiering betinget av målbare klimaforpliktelser. Det er likevel ingen grunn til at tilnærmingen bare skal gjelde klima som systemisk risiko:

- **Finansiell stabilitet:** Banker som driver lobbyvirksomhet for å svekke kapitalkrav eller andre sikkerhetskrav, kan øke risikoen i hele finanssystemet. NBIM viser selv til forskning som knytter lobbyvirksomhet i finanssektoren til høyere risikotaking og systemisk risiko.
- **Kunstig intelligens:** Teknologiselskaper som motsetter seg hensiktsmessig sikkerhetstesting av KI, sikringstiltak for cybersikkerhet eller rapportering av alvorlige hendelser, kan bidra til risiko som går ut over teknologisektoren.

- **Folkehelse:** Landbruksselskaper som driver lobbyvirksomhet mot tiltak for å begrense rutinemessig bruk av antibiotika i husdyrhold, kan bidra til antimikrobiell resistens, med konsekvenser for helsevesen, matproduksjon og økonomien som helhet.

Dette er mulige anvendelser, og ikke en uttømmende liste. Hvert tilfelle vil kreve en troverdig sammenheng mellom selskapets atferd og finansielt vesentlig systemisk risiko.

Innenfor NBIMs eksisterende mandat

Å avstå eller begrense ny finansiering kan gi innflytelse over selskaper til en relativt beskjeden kostnad for SPU. Effekten på fondets forventede relative risiko sammenlignet med referanseindeksen (relativ volatilitet) vil være mindre enn ved utelukkelse, forutsatt at NBIM beholder eksisterende eierandeler og rettighetene som følger med eierskapet. Hvis kapitalen flyttes til sammenlignbare utstedere med mer ansvarlig lobbypraksis, kan kostnadene begrenses ytterligere. Mandatet for SPU tillater en forventet relativ volatilitet på opptil 1,25 prosentenheter, per juni 2026 brukte NBIM bare 0,33 prosentenheter. Det tyder på at det er rom for å utrede om målrettet avslag fra ny gjeld innenfor dagens risikorammer, selv om den nøyaktige virkningen må modelleres.

Det er behov for mer forskning på hvordan begrensninger på ny finansiering påvirker utstedernes atferd, og om de troverdig kan redusere systemisk risiko. Å ta tak i selskapers politiske lobbyvirksomhet gjennom etablerte kanaler for eierskapsutøvelse kan likevel være mindre politisk følsomt enn at NBIM direkte tar til orde for endringer i myndighetenes politikk. Det er et viktig hensyn i lys av eieridentitetsrisikoen som er drøftet i kapittel 3.

3. Gjennomgå dagens restriksjoner på investeringer i fornybar energiinfrastruktur

Investeringer i fornybar infrastruktur kan bidra til å redusere systemisk risiko ved å kutte utslipp og redusere eksponeringen for prissjokk på fossil energi. SPU investerer allerede i denne aktivaklassen, men dagens rammer kan utelukke finansielt attraktive investeringsmuligheter som kan gi slike bredere gevinster på lang sikt, også for å redusere systemisk risiko. Vi anbefaler å gjennomgå rammene. Et bredere investeringsunivers kan ytterligere forsvare å øke dagens grense på 2 prosent.

Stortinget bestemte i 2019 å utvide investeringsuniverset til SPU til å inkludere unotert infrastruktur for fornybar energi, der Finansdepartementet satt en øvre grense på 2% av fondet. Norges Banks hovedstyre fastsatte detaljerte risikorammer, der noen av rammene er beskrevet i tabell 6.

Tabell 6: Rammer for investeringer i infrastruktur for fornybar energi for SPU

Type	Avgrensning
Geografi	Direkte investeringer er begrenset til utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika.
Prosjekter i utviklingsfase	Maksimal allokering 2%
Prosjekter i byggefase	Maksimal allokering 40%
Fond	Maks 15%, og minst 70% av de underliggende investeringene i OECD-land
Selskapets aktivitet	Minst 80% av et direkte eid selskaps aktivitet må komme fra fornybar infrastruktur
Partnere, eierskap og gjeldsgrad	Det er etablert egne grenser for enkeltinvesteringer, eierandeler, gjeldsgrad og samarbeidspartnere.

Kilde: NBIM.
Merknad: *Grensene er beregnet ut fra den høyeste tillatte andelen i infrastruktur for fornybar energi (2 prosent av SPU), ikke ut fra den faktiske størrelsen på porteføljen.*

NBIM har gått forsiktig fram mens forvaltningskompetansen i fondet har blitt bygget opp. Rammene gitt av Norges Banks hovedstyre ble innført for å håndtere risikoen ved å investere i en ny aktivaklasse. Rammene favoriserer investeringer i etablert fornybar infrastruktur i utviklede markeder og begrenser investeringsmulighetene i fremvoksende økonomier og utviklingsland. Porteføljen har vokst den siste tiden og utgjorde 0,5 prosent av SPU i juni 2026, men er fortsatt godt under grensen på 2 prosent. Per juni 2026 hadde NBIM ingen investeringer i utviklingsfasen. Investeringer i byggefasen utgjorde 8,2 prosent av porteføljen av infrastruktur for fornybar energi, mens indirekte investeringer gjennom fond utgjorde bare 1,7 prosent.

Det er grunn til å stille spørsmål om dagens begrensninger gjenspeiler intensjonen i mandatet Stortinget ga. Da investeringer i infrastruktur for fornybar energi ble innført, anslo en analyse

bestilt av Finansdepartementet at det investerbare markedet for unotert fornybar infrastruktur ville være på rundt 1 100 milliarder dollar innen 2030. Bare om lag 45 prosent av dette var ventet å ligge i OECD-land. Stortinget åpnet for investeringer globalt, og ba Norges Bank å fastsette passende grenser for fremvoksende markeder og prosjekter i tidlig fase etter hvert som banken fikk erfaring. Dagens begrensninger på geografi, prosjektfase og investeringsstrukturer er derfor fastsatt av Norges Banks hovedstyre, ikke av Stortinget, som sluttet seg til et bredere investeringsrammeverk.

Sju år senere har NBIM bygget opp betydelig kompetanse gjennom investeringer sammen med etablerte partnere. Samtidig legger NBIMs nyeste strategi opp til å utvide til flere teknologier, land og fondsstrukturer. Spørsmålet nå er om dagens begrensninger, som ble utformet for en relativt uerfaren investor, fortsatt passer for SPUs egne ambisjoner og strategi. Spørsmålet blir mer presserende fordi mulighetene utenfor dagens mandat er i vekst. Investeringene i fornybar energi i fremvoksende økonomier og utviklingsland utenom Kina nærmet seg 320 milliarder dollar i 2024, over 50 prosent mer enn i 2020, og fornybar kraft sto for mye av veksten.

Hvorfor dette også betyr noe for å redusere systemisk risiko

Mye av veksten i den globale energietterspørselen vil komme i utviklingsland. Når karbonintensiv infrastruktur først er bygget, kan teknologiene, institusjonene og investeringsmønstrene rundt dem gjøre fremtidige energiomstillinger vanskeligere og dyrere, ifølge IEA. Investeringer i fornybar kraftproduksjon, strømnett og lagring kan bidra til å redusere avhengighet til fossil energi, risiko for prissjokk og forsyningsavbrudd samt de fysiske virkningene av klimaendringer. Denne risikoen kan til syvende og sist ramme resten av SPUs portefølje gjennom høyere inflasjon, lavere økonomisk vekst og klimarelaterte skader.

Den største systemiske gevinsten kommer trolig fra investeringer som gjør det mulig å bygge ny kapasitet for fornybar energi som erstatter eksisterende eller motvirker framtidig bruk av fossile brensler, heller enn å skaffe seg eierandeler i eksisterende anlegg. Dette gir grunn til å se nærmere på investeringsmuligheter i tidlig fase. Essayene til Knut Kjær og Tellef Thorleifsson i del 2 drøfter disse og andre argumenter for å øke investeringene i infrastruktur for fornybar energi.

Investeringer i fremvoksende markeder

Det finnes tegn på at den finansielle risikoen ved å investere i fremvoksende markeder kan være lettere å håndtere enn mange antar. Norfunds klimainvesteringsfond rapporterte en annualisert avkastning på 9,7 prosent i kroner fra oppstart til desember 2025. En analyse fra ILX av lånedata fra multilaterale utviklingsbanker og utviklingsfinansinstitusjoner viste at lån til fornybar energi hadde en gjennomsnittlig årlig misligholdsrate på bare 3,05 prosent og en gjenvinningsgrad på om

lag 70 prosent over en 30-årsperiode fram til 2024. Det er omtrent på linje med infrastrukturgjeld i utviklede markeder.

Ingen av disse datapunktene kan direkte sammenlignes med SPUs aksjeinvesteringer, men begge tyder likevel på at det er verdt å se på mulighetene. Blant annet om spesialiserte forvaltere, garantier eller andre former for risikodeling kan gjøre egnede investeringer tilgjengelige for NBIM. Eventuelle endringer i dagens investeringsbegrensninger bør bygge på dokumentasjon for at nye muligheter kan oppfylle de vanlige finansielle kravene.

4. Utred et investeringsprogram som reduserer systemisk risiko

Finansdepartementet bør undersøke om et investeringsprogram plassert utenfor SPU kan finansiere prosjekter som troverdig reduserer systemisk risiko eller styrker robustheten i markedene. Programmet bør sikre en akseptabel langsiktig avkastning, men godta et lavere avkastningskrav der de systemiske gevinstene forsvarer det. Målet er å bidra til å redusere truslene mot SPUs finansielle avkastning og generasjonskontrakt.

Programmet kan bruke tålmodig kapital og spesialkompetanse til å gjøre lovende prosjekter som ikke blir finansiert i dag, til investeringsmuligheter som tradisjonelle investorer kan finansiere, som igjen bidrar til en økning i investerbare prosjekter. Videre kan programmet finansiere investeringer med store systemiske gevinster som kanskje aldri vil gi en kommersiell avkastning, da store deler av gevinsten vil være til økonomien som helhet. Hvis det lykkes, kan tilnærmingen bli en modell som kan kopieres av andre investorer, tiltrekke kapital og få virkninger langt utover Norges bidrag.

Hvorfor et eget investeringsprogram?

SPU forvaltes innenfor et rammeverk som skal gi høyest mulig avkastning til en akseptabel risiko. Det foreslåtte programmet vil ha en motsatt prioritering. Investeringene skal redusere systemisk risiko og samtidig gi en akseptabel langsiktig avkastning. Ved å holde investeringsprogrammet adskilt bevares SPUs finansielle mandat, samtidig som Norge kan vurdere investeringer først og fremst ut fra de bredere økonomiske gevinstene på lang sikt.

Denne anbefalingen bygger på Tom Goslings ide om at universelle eiere bør sette av avgrensede beløp til klimainvesteringer med målbar effekt for å redusere klimarisiko. I vår sammenheng vil programmet ha et langt bredere mandat enn klimarelaterte investeringer. Gosling foreslår tre styrende prinsipper: utsikter til en akseptabel avkastning, betydelige og skalerbare klimagevinster og muligheten for at investeringene kan sikre mot tap andre steder i porteføljen.

Vårt forslag bygger på denne tankegangen, men krever ikke at enkeltinvesteringer skal fungere som finansiell sikring i en krise. Programmets hovedformål vil være å redusere underliggende systemisk risiko eller styrke robustheten i økonomien. Noen investeringer kan også gjøre det godt når andre deler av SPU taper, men vi ser på dette som en tilleggsgevinst, ikke et krav.

Fra lovende prosjekter til investerbare muligheter

Noen typer potensielt attraktive investeringer sliter med å få finansiering fordi risikoen er ukjent eller dyr for investorer å vurdere. Prosjektutvikling, tillatelser, kontraktsforhandlinger og kunnskap om lokale markeder kan for eksempel kreve både tid og spesialkompetanse. Andre investeringer kan gi god avkastning over flere tiår, men passer dårlig inn i tradisjonelle investeringsmandater eller forvalternes tidshorisont.

Disse barrierene kan gjenspeile reell risiko, men også opplevd risiko som skyldes manglende kunnskap, koordineringsproblemer og annen markedssvikt. Investorer kan være lite villige til å ta på seg kostbart utviklingsarbeid når kunnskapen og mulighetene som skapes, også kan komme konkurrentene til gode. Dermed kan prosjekter med en troverdig vei til kommersiell lønnsomhet forbli ufinansierte, selv om avkastningen kunne kompensert investorene godt nok for denne risikoen.

Et eget investeringsprogram kan sikre den nødvendige tidshorisonten, kompetansen og kapitalen som trengs for å overvinne disse barrierene. Programmet kan bidra til at prosjekter fra en tidlig utviklingsfase til et stadium der tradisjonelle investorer er villige til å finansiere dem. Modne prosjekter kan deretter selges og pengene investeres i nye prosjekter.

Finansiell avkastning med systemiske gevinster

Disse barrierene trenger ikke bety lavere avkastning på lengre sikt. Noen investeringer krever tålmodig kapital eller spesialkompetanse, mens andre har høyere risiko i tidlig fase, men også høyere potensiell avkastning. Der de systemiske gevinstene er store, kan investeringer likevel forsvare et lavere avkastningskrav. På dette grunnlaget foreslår vi at programmet kan omfatte tre hovedtyper investeringer[11] (se tabell 7):

[11] Kategoriene kan overlappe. Et langsiktig infrastrukturprosjekt kan for eksempel også innebære betydelig utviklingsrisiko i tidlig fase, og begge typer investeringer kan kreve et lavere avkastningskrav.

Tabell 7: Investeringsmuligheter for et program rettet mot å redusere systemisk risiko

Investeringstype	Finansiell karakter	Eksempel
Langsiktige infrastruktur-investeringer	Mulighet for kommersiell avkastning over lange levetider, men krevende å tiltrekke seg tilstrekkelig tålmodig kapital	Transportinfrastruktur, fornybar kraftproduksjon, strømnett, energilagring
Investeringer i tidlig fase eller med høyere risiko	Større usikkerhet, men mulighet for høyere avkastning	Nye teknologier i kommersiell skala, nye industrielle prosesser, investeringer i ukjente områder
Investeringer med lavere avkastningskrav	Avkastning under det kommersielle investorer ville kreve, begrunnet med systemiske gevinster	Strategisk infrastruktur der de samfunnsøkonomiske gevinstene langt overstiger avkastningen investorene kan oppnå

Programmet bør ha et langsiktig avkastningskrav som vurderes for porteføljen samlet. Kravet bør blant annet ta hensyn til utviklingskostnader, sannsynligheten for at prosjekter mislykkes, og kostnaden ved å binde kapital over lang tid. Enkeltinvesteringer kan ha ulik forventet avkastning, men der avkastningskravet bevisst er satt lavere, bør det synliggjøres og begrunnes.

Finansdepartementet bør foreslå tydelige grenser for hvor mye avkastning programmet er villig til å gi avkall på, ved å sette et passende avkastningskrav, som Stortinget vedtar. Investeringsbeslutningene tas så uavhengig innenfor disse grensene, der et avkastningskrav må begrunnes med svært store forventede systemiske gevinster.

De fire testene i kapittel 5 bør gjelde for programmet. Investeringene bør kreve en troverdig forventning om at de utgjør en forskjell, med dokumentasjon som står i forhold til kostnader og risiko. Et målrettet program for investeringer med formål å redusere systemisk risiko *kan* ha en finansiell kostnad. Men en mindre andel allokert til dette, med finansiell disiplin kan likevel forsvares med de mulige gevinstene for Norges formue i SPU.

Programmet bør ikke begrenses til klima som eksempelet vi har trukket frem. Etter hvert som forståelsen for ulike typer systemisk risiko bedres, bør det vurderes investeringer som reduserer sårbarheter på områder som folkehelse, matsikkerhet og kritisk infrastruktur. Utvidelser bør følge kunnskapsgrunnlaget og tilgangen på troverdige investeringsmuligheter.

Utover klima og energi: Hva kan programmet finansiere?

Pandemiberedskap. Regional produksjonskapasitet for vaksiner og medisinsk utstyr kan redusere forstyrrelsene ved fremtidige helsekriser.

Vann- og matsikkerhet. Vanninfrastruktur og klimatilpasset landbruk kan redusere sårbarheten for forsyningsavbrudd og prissjokk på mat.

Gjenoppbygging av Ukraina. Investeringer som styrker Ukrainas strømnett og transportforbindelser, kan styrke europeisk sikkerhet. Birger Steen, Martin Skancke, Johan H. Andresen og Espen Henriksen har tatt til orde for en mer aktiv norsk rolle i Ukraina gjennom et investeringsselskap (DN, 11. august 2026). Slike investeringer bør komme i tillegg til Norges eksisterende støtte gjennom Nansen-programmet og Ukraina-investeringsfondet i Norfund.

Europeisk infrastruktur mer generelt. Se essayet til Erlend Bjørtvedt i del 2.

KI-beredskap. Se essayet til Aksel Braanen Sterri og Martin Sunde Eriksen i del 2.

Finansiering, forvaltning og styring

Programmet bør forplikte kapital gradvis etter hvert som egnede muligheter dukker opp. Det vil kreve et eget mandat, profesjonell forvaltning og uavhengig tilsyn. Investeringsbeslutningene i programmet bør være på armlengdes avstand fra politisk styring. Rapporteringen bør omfatte avkastning, anslåtte kostnader, hvor mye tilleggsinvestering programmet har utløst, og dokumentasjon på systemiske gevinster, med uavhengig regelmessig evaluering.

Finansdepartementet bør bestille en mulighetsstudie av aktuelle investeringer, forventet avkastning, finansiering og styring. Studien bør vurdere om eksisterende institusjoner kan forvalte programmet, og se på hvordan et slikt program bør finansiering gjennom eksempelvis egne kapitalinnskudd eller over det ordinære budsjettet, inkludert konsekvensene for handlingsregelen.

Én mulig modell: En større rolle for Norfund?

Norfunds klimainvesteringsfond viser allerede hvordan Norge kombinerer kommersielle finansielle mål med bredere gevinster. Fondet investerer i fornybar energi i fremvoksende markeder og søker betydelige utslippskutt i tillegg til finansiell avkastning.

Klimainvesteringsfondet forvaltes innenfor Norfunds utviklingsmandat, med begrensninger knyttet til offisiell utviklingsbistand (ODA). Et investeringsprogram rettet mot systemisk risiko vil ha et annet formål, potensielt et bredere geografisk og sektorvis virkeområde og egen finansiering og styring.

Norfund kan potensielt forvalte et slikt program med sin eksisterende investeringskompetanse, uten at det nødvendigvis må opprettes en ny aktør.

Å bygge et marked, ikke bare en portefølje

Anbefaling 3 og 4 viser hvordan to ulike virkemidler sammen kan redusere systemisk risiko fra klimaendringer. Et bredere mandat for infrastruktur for fornybar energi kan gi SPU mulighet til å investere i flere kommersielt attraktive prosjekter, mens investeringsprogrammet kan bidra til å sikre at flere prosjekter som er innenfor SPU sitt mandat.

Når prosjektene modnes og blir kommersielt lønnsomme, kan programmet selge eierandelene sine til institusjonelle investorer, potensielt også SPU. Eventuelle investeringer fra NBIM må være innenfor mandatet, vurderes uavhengig og skje til en rimelig markedspris, uten noen kjøpsplikt. Salgsinntektene kan deretter brukes i nye prosjekter i programmet, slik at den opprinnelige kapitalen kan finansiere flere investeringer etter hverandre.

Investorer hevder ofte at problemet ikke er mangel på kapital, men mangel på kommersielt investerbare prosjekter. Denne tilnærmingen er et direkte og praktisk svar på det. I stedet for å godta mangelen som en fast begrensning kan Norge bidra til å skape en jevn strøm av nye muligheter. Hvis det lykkes, kan det bli en mal for andre og tiltrekke kapital til å redusere systemisk risiko langt utover Norges første innskudd.

Del 2: Essaybidrag

I denne delen har vi samlet essaybidrag fra eksperter og praktikere med ulike bakgrunner og fagfelt. Essayene utfyller rapportens første del, både ved å gi en grundigere beskrivelse av risikotenkning mer generelt, og ved å se nærmere på noen av de systemiske risikoer fondet står overfor.

Bidragsyterne har ulike perspektiver på hvordan situasjonen bør håndteres, og hvilke risikoer som er de mest presserende. Flere av dem peker på at forutsetningene som har gjort fondet til en suksess, ikke nødvendigvis kan tas for gitt i framtiden. På ulikt vis understreker de behovet for å tenke gjennom hvordan Norge kan sikre at SPU er best mulig rustet for fremtiden.

Forfatterne og deres bidrag:

"Oljefondets risikobegrep er formet av politiske valg" - Camilla Bakken Øvald, førsteamanuensis ved Høyskolen Christiania, minner om at hvilke risikoer vi tar hensyn til, er formet av politiske valg. Da fondet ble opprettet, var man bekymret for at oljeinntektene kunne svekke resten av norsk økonomi. Senere kom finansiell risiko i sentrum. I nyere tid har klima, menneskerettigheter og andre forhold som tidligere ble regnet som politiske, fått plass i fondets risikostyring.

"Et strategisk fond for Europa" - Erlend Bjørtvedt, økonomisk historiker og grunnlegger av Corisk, ser nærmere på historiske erfaringer med krakk og kriser. Han argumenterer for at krig og okkupasjon i Europa er en større trussel enn økonomiske kriser. Derfor er det nødvendig med store investeringer i infrastruktur, energi og forsvar, for å hindre en enda mer kostbar krig. Bjørtvedt foreslår at Norge oppretter et Europa-fond, som et lønnsomt, langsiktig bidrag til at våre demokratier overlever.

"Konfiskert, beskattet eller nedskrevet? SPU i en ny tid" - Steinar Juel, samfunnsøkonom i Civita, drøfter den geopolitiske utviklingen, særlig i USA, og hvorvidt verdiene i fondet kan bli konfiskert, beskattet eller nedskrevet. Han argumenterer for at man bør vurdere å innføre klausuler i Finansdepartementets mandat til Norges Bank for å sikre at banken kan handle raskere hvis en krise skulle oppstå.

"Statsbudsjettet er prisgitt USAs aksjemarked: Hvordan ta ned risikoen?" - Knut Kjær, NBIMs første leder og professor ved NMBU, reflekterer over hvordan risikobildet til fondet har endret seg siden han gikk av i 2007. Kjær tror tiden nå er inne for at Norge skjeler noe til utenriks- og bistandspolitiske interesser når vi revurderer strategien for forvaltningen. Formålet er å skape større robusthet og sikkerhet for verdiene i fondet. Kjær foreslår tiltak både i finanspolitikken og i forvaltningen av fondet. Blant annet å redusere eksponeringen mot USA og øke investeringene i Europa og det globale sør.

“Undervurderer Norges Bank klima og natur-risiko?” - Taro Kunimitsu, Anne Sophie Daloz, Jana Sillmann og Kristin Thorsrud Teien, forskere ved CICERO Senter for klimaforskning, argumenterer for at Norges Bank står i fare for å undervurdere klima- og naturrisikoen for fondet. De peker på store usikkerheter i dagens modeller, og mener NBIMs scenarioanalyser bør dekke flere utfall. De argumenterer for at Norge har en egeninteresse i å gjøre mer for å redusere klima- og naturrisikoer.

“Credible Commitment to Future Generations via Sovereign Wealth Funds? Comparing the GPFG to the Alaska Permanent Fund (APF) and the German RAG-Foundation” - Detlef Sprinz, professor ved universitetet i Potsdam og forsker på statlige investeringsfond, sammenligner SPU med to andre store fond: Alaska Permanent Fund (APF) og den tyske RAG-stiftelsen. Han ser nærmere både på forvaltning og risikobilde for fondene. Sprinz konkluderer med at SPU kommer godt ut av en slik sammenligning. Han peker også på hvordan fondets stresstester kan forbedres.

“En boble er ikke den største KI-risikoen Oljefondet står overfor” - Aksel Braanen Sterri og Martin Sunde Eriksen, henholdsvis fagsjef og rådgiver i tankesmien Langsikt, skriver at en boble ikke er den største KI-risikoen fondet står overfor. De argumenterer for at NBIM bør bruke eierskapet sitt mer aktivt for å fremme en tryggere KI-utvikling, og at Norge bør sette av midler til å redusere risikoen. Internasjonale avtaler for å forhindre farlige KI-kappløp er avhengig av verifikasjonsteknologi som ikke finnes i moden form. Sterri og Eriksen mener Norge kan utlove en innovasjonspris til den som utvikler teknologi som kan sikre at USA og Kina kan stole på at avtaler overholdes.

“Fra statsobligasjoner til fornybar energi – en investering i fremtidens energiforsyning” - Tellef Thorleifsson, tidligere leder av Norfund, reflekterer over at risikoen ved statsobligasjoner har økt. Han foreslår å flytte deler av obligasjonsporteføljen til investeringer i fornybar energi globalt, også i fremvoksende økonomier. Thorleifsson mener dette kan gi langsiktige gevinster på flere områder. Blant annet kan det gi god finansiell avkastning, men med en mer balansert sammensetning av risiko. Norge kan redusere eksponeringen mot høyt forgjeldede stater og øke investeringene i produktiv infrastruktur i land med voksende behov for elektrisitet.

Oljefondets risikobegrep er formet av politiske valg

Av Camilla Bakken Øvald, førsteamanuensis ved Høyskolen Kristiania

Oljefondet skal sikre høyest mulig avkastning med akseptabel risiko. Det høres jo betryggende ut, men hva betyr akseptabel risiko? Og hvem avgjør hva vi er villige til å risikere?

Risiko ved rikdom

Risiko har vært sentralt i diskusjonen om Oljefondet helt siden ideen om et fond ble lansert på 1980-tallet.[1] Men hvilke risikofaktorer vi velger å ta hensyn til, har endret seg.

Da fondet ble etablert i 1990, handlet det om hvordan store petroleumsinntekter ville påvirke norsk økonomi. Erfaringer fra land som har fått uventende og store inntekter fra en naturressurs, viser at det endrer økonomien. Og ikke alltid til det bedre. I Nederland fant de betydelige mengder gass på begynnelsen av 1960-tallet, men de økte inntektene bidro til å svekke konkurranseevnen i andre deler av økonomien. Da gassinntektene tok slutt, var økonomien mer sårbar enn før de verdifulle gassressursene ble oppdaget. Fenomenet ble kjent som «hollandsk syke».[2]

Det var farene ved denne sykdommen norske politikere ville unngå. Oljefondet skulle gjøre det lettere for politikerne å motstå presset og fristelsen til å bruke pengene, lik Odyssevs lot seg binde til masten for å motstå sirenenes sang.[3]

Fra oljeformue til finansformue

Oljefondet eksisterte lenge først og fremst på papiret. Etter hvert som fondet vokste, ble finansiell risiko stadig viktigere. Det vil si faren for økonomiske tap.I begynnelsen var investeringene i det internasjonale aksjemarkedet begrenset til fordel for rentepapirer. I dag investeres om lag 70 prosent av fondet i aksjer, med høyere forventet avkastning, men også større risiko for tap.

Risikoen begrenses gjennom bred diversifisering og en indeksbasert forvaltning. Fondet er investert i over 7000 selskaper og følger i stor grad utviklingen i verdens aksjemarkeder. Dersom ett av selskapene vi eier en del av går konkurs, vil det ha liten betydning for fondets samlede verdi.

Samtidig innebærer alle finansinvesteringer en viss grad av risiko. En investering i et selskap er en investering i fremtiden, et håp og en forventning om at selskapet skal skape vekst og avkastning til eierne. Men ingen kan vite med sikkerhet hvordan fremtiden vil se ut.

Hvordan måle risiko?

Risiko handler om usikkerhet og mulige konsekvenser av en aktivitet. I omtale av risiko er det gjerne negative konsekvenser vi snakker om. Det finnes ingen entydig definisjon, og heller ingen enkel måte å måle risiko på.

Oljefondets mandat er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor akseptabel risiko. Den årlige avkastningen fondet oppnår er mulig å telle, men risiko er mer krevende å måle. Det finnes en rekke matematiske modeller og metoder som forsøker. Hensikten med modellene er å beregne risiko, slik at investeringsbeslutninger kan bygge på kvantitative data og vurderinger av sannsynlige utfall.

I 1921 formulerte økonomen Frank Knight skillet mellom målbar risiko og ikke-målbar usikkerhet.[4] Han skilte mellom situasjoner hvor utfallet er ukjent, men sannsynligheten for ulike hendelser kan beregnes, og situasjoner der ikke sannsynlighet lar seg beregne. Ikke all usikkerhet lar seg redusere til tall.

I finans- og økonomifaget har målbar sannsynligheten vært i fokus. Finansiell risiko måles blant annet gjennom de forventede årlige svingninger i fondets verdi. Ved utgangen av 2025 var disse beregnet til 10,9 prosent, tilsvarende rundt 2300 milliarder kroner.[5] Det gir et anslag på hvor mye fondets verdi normalt kan forventes å svinge i løpet av et år. Men utslagene kan være langt større. Under finanskrisen i 2008 falt fondets aksjeportefølje med over 30 prosent.[6]

For å fange opp uventende hendelser gjennomfører fondet stresstesting. Mulige tap beregnes ut fra tidligere kriser og scenarioer om fremtidige hendelser. Det inkluderer blant annet en ny finanskrise, tollsjokk eller ekstremvær. Beregningene avhenger dermed av hvilke kriser Norges Bank velger å forestille seg. Denne typen scenariotenkning har fått større betydning i fondets risikovurderinger, samtidig som forståelsen av hva som utgjør finansiell risiko har endret seg.

Et bredere risikobegrep

Klima, miljø og sosiale forhold hadde opprinnelig liten plass i fondets investeringsstrategi og ble i hovedsak betraktet som politiske temaer. I dag inngår klimarisiko i vurderingen av finansiell risiko.

Klimaendringer kan påføre selskaper skader og kostnader som følge av ekstremvær, tørke og flom. Samtidig kan klimapolitikk, ny teknologi og overgangen til et lavutslippssamfunn endre lønnsomheten i hele bransjer. Selskaper som i dag er lønnsomme, kan miste markeder, mens nye vil oppstå. Begge deler kan påvirke verdien av fondets investeringer.

Også andre forhold som tidligere ble vurdert som politiske eller etiske spørsmål, inngår nå i vurderingen av finansiell risiko. Norges Bank vurderer risiko knyttet til blant annet

menneskerettigheter, natur, korrupsjon, forbrukerinteresser og skatt. Fondet gjennomfører systematiske analyser og overvåker selskapene i porteføljen for å identifisere bærekraftrisiko. Dersom risikoen vurderes som særlig høy, vil de forsøke å påvirke selskapene gjennom dialog eller velge å selge seg ut. Siden 2021 har fondet gjennomført flere hundre såkalte risikobaserte nedsalg.[7]

Dagens investeringsstrategi viser hvordan temaer som tidligere ble holdt utenfor de finansielle vurderingene, gradvis har fått en plass i fondets risikostyring. Men det er ett sentralt forbehold. Når menneskerettigheter eller miljøødeleggelser vurderes som finansiell risiko, er det først og fremst konsekvensene for selskapets lønnsomhet som er avgjørende, ikke om de er etisk uakseptable.

Grensen for det akseptable

De første årene var det ingen etiske begrensninger på Oljefondets investeringer. Etikk ble betraktet som poltikk, ikke som en del av finansforvaltningen. Etiske hensyn kunne gjøre fondet dyrere å forvalte, begrense risikospredningen og dermed svekke avkastningen.

Avsløringen av at fondet eide aksjer i selskaper som produserte landminer, kort tid etter at kampanjen mot landminer fikk Nobels fredspris, bidro til å endre debatten. I 2002 fikk Graver-utvalget i oppdrag å utrede grunnlaget for etiske retningslinjer for Oljefondet.

Utvalget avviste ikke at etikk kunne komme i konflikt med finansielle hensyn, men formulerte to etiske forpliktelser.[8] Fondet skal sikre kommende generasjoner en rimelig andel av oljeformuen gjennom god langsiktig avkastning. Samtidig skal fondet unngå investeringer som innebærer en uakseptabel risiko for medvirkning til grove eller systematiske etiske normbrudd.

De to forpliktelsene er ikke nødvendigvis motstridende. Tvert imot, langsiktig avkastning avhenger av en bærekraftig utvikling, velfungerende markeder og stabile rammebetingelser. Men det kan oppstå situasjoner der hensynet til avkastning og risikospredning trekker i én retning, mens de etiske hensynene trekker i en annen.

Det er denne balansen fondets etiske rammeverk har forsøkt å ivareta. Fondet skal ta akseptabel finansiell risiko for å oppnå avkastning, men unngå uakseptabel etisk risiko for medvirkning til alvorlige menneskerettighetsbrudd, miljøskade og andre grove brudd på grunnleggende etiske normer. Høsten 2025 forskjøv stortingsflertallet balansen mellom de to.

Når risiko settes opp mot risiko

Etter mer enn 20 år med etiske retningslinjer advarte finansminister Jens Stoltenberg om konsekvensene av dem.[9] Utfordringen, slik Stoltenberg beskrev den til Stortinget, var at grensene

for selskapers ansvar er blitt vanskeligere å trekke i en stadig mer kompleks økonomi. Risikoen var dermed at flere av verdens største selskaper kunne bli utelukket fra Oljefondet.

Flertallet i Stortinget tok advarselen på alvor og vedtok å sette en sentral del av Etikkrådets arbeid på pause. Rådet kan fortsatt undersøke selskaper, men skal ikke sende anbefalinger om utelukkelse eller observasjon til Norges Bank. I skrivende stund har et offentlig utvalg anbefalt at Etikkrådet skal gjenoppta sitt arbeid, men ikke lenger anbefale utelukkelse av selskaper og heller ikke offentliggjøre sine vurderinger.[10]

Omfattende uttrekk ville ha utfordret fondets investeringsstrategi som et bredt diversifisert, globalt fond. Men risiko handler både om konsekvens og sannsynlighet. Hvor reell var risikoen Stoltenberg advarte mot? Hvilken risiko oppstår når etiske hensyn svekkes?

Markedets blinde flekker

Hensyn til risiko har også hatt betydning for den geografiske fordelingen i Oljefondets investeringsstrategi. De første årene var Europa betydelig overvektet i fondets portefølje. Begrunnelsen var å begrense valutarisikoen ved å se fondets investeringer i sammenheng med Norges fremtidige importbehov. Europa er Norges viktigste handelspartner, og valutakursene påvirker vår kjøpekraft. Mer enn halvparten av fondets aksjeinvesteringer var derfor plassert i Europa. I dag er andelen rundt 20 prosent.[11]

Endringene innebærer at investeringene i større grad følger markedsverdien til børsnoterte selskaper globalt. Det har gitt fondet større eksponering mot USA, særlig amerikanske teknologiselskaper. Så langt har endringene ført til en betydelig økning i avkastningen. Samtidig innebærer det at en større andel er konsentrert i én region og få sektorer. En strategi som skal sikre bred risikospredning, kan dermed også føre til økt sårbarhet.

Markedsverdien til de største amerikanske teknologiselskapene er i stor grad knyttet til KI. I fondets stresstester inngår risikoen for en kraftig KI-korreksjon, med fokus på mulig tap hvis KI ikke innfrir markedets forventinger. En beregning fra 2025 viser et mulig verdifall på inntil 35 prosent av fondet. Men stresstestene viser først og fremst hvordan markedsendringer påvirker fondets verdi, ikke hvordan fondets egne investeringer kan bidra til å forsterke risikoen. Oljefondet risikerer ikke bare å tape på en KI-boble, men kan gjennom sine investeringer også bidra til å forsterke den.

Den geografiske konsentrasjonen innebærer også en politisk risiko som er vanskelig å måle. Når over halvparten av Norges finansformue er investert i amerikanske selskaper, kan reaksjoner fra USA på fondets beslutninger få større betydning, eksempelvis ved etisk begrunnede uttrekk. Det kan gjøre det vanskeligere å skille mellom finansielle vurderinger og andre hensyn.

Hva er vi villige til å risikere?

Kvantitative risikoberegninger og stresstester gjør det mulig å sette tall på konsekvensene av mulige kriser. Men beregningene avhenger av hvilke scenarioer som velges, og hvilke konsekvenser som tas med. Hva vil velger å regne som risiko, er ikke bare et spørsmål om økonomiske beregninger. Det er også et politiske valg.

Oljefondet kan ikke forvaltes uten risiko. Spørsmålet er ikke bare hvor mye risiko vi er villige til å ta, men også hvilken risiko vi velger å se.

Noter:

1. Tempoutvalget NOU 1983
2. The Economist, 1977. «The Dutch Disease», 26. november 1977
3. Stortinget (1990). Debatt i Stortinget 08.05.1990
4. Knight, Frank H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*
5. NBIM(2026). Statens pensjonsfond utland. Årsrapport 2025
6. NBIM(2009). Statens pensjonsfond utland. Årsrapport 2008
7. NBIM(2026). Ansvarlig forvaltning 2025. Statens pensjonsfond utland
8. NOU 2003: 22. Forvaltning for fremtiden. Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond.
9. Stortinget (2025), Innlegg fra finansminister Jens Stoltenberg om Oljefondets etiske retningslinjer 05.11.25
10. NOU 2026: 11. En ansvarlig, finansiell forvaltning.
11. NBIM (2026), Halvårsrapport 2026

Et strategisk fond for Europa

Av Erlend Bjørtvedt, økonomisk historiker og grunnlegger av Corisk

Under årets Arendalsuka hadde jeg med seks ukrainske gjester, da en kø av nordmenn buktet seg mot Arendal Kulturhus. Gjestene lurte på om det var Kongen som skulle tale, og ble forundret over at hundrevis av vanlige mennesker ville høre siste nytt om landets pensjonsfond. Jeg forklarte at «Oljefondet» utgjør nesten 2500 milliarder dollar – mer enn ti ukrainske bruttonasjonalprodukt - og eies av alle.

Oljefondet blir for lite

Inne i kulturhuset advarte Nicolai Tangen om at Oljefondets verdier kan bli drastisk redusert, eller forsvinne. Fondet har fulgt markedene og har «gått som ei kule», men hva om de siste tretti årenes eventyrlige fondsvekst er et unntak? Tangen trakk fram historiens store krakk: den spanske *sølvsyken*, den *nederlandske syken*, og Storbritannias og Argentinas fall. Landene mistet sine store formuer, og Tangen mente dagens tollmurer og tek-bobler minnet ubehagelig om forløpet til børskrakket i 1929. Et slikt krakk ville ha fjernet 80 prosent av aksjeverdiene. Da ville fondet bli mer enn halvert og ikke fullt ut dekke de framtidige pensjonsforpliktelsene.

Tilsier historien at vi kan få et slikt varig verdifall som Tangen frykter? Det enkle svaret er like klart som det er utvetydig: – Nei.

I Arendal pekte Martin Sandbu på argumentets problem: Hvis vi oppriktig tror at Oljefondet vil miste varig verdi, bør vi bruke *mer* oljepenger, ikke mindre. Jeg påpekte det samme i vår, og Ola Kvaløy har samme innvending. Hadde risikoen vært reell, ville det eneste riktige være å sette mer av fondet i gull, eiendom eller skipstunnel. Når Regjeringen ikke gjør dette, men tvert imot bruker stadig mindre av fondet, er det fordi de innerst inne ikke tror at vår felles formue vil forsvinne.

Spania, Nederland, Storbritannia og Argentina tapte ikke formuene sine på grunn av kriser, men fordi de ikke bygde opp fond før krisene. Norge, Singapore og Gulfstatene har lært av deres feil, og bygger opp store fond som lever videre etter at de opprinnelige inntektene stopper opp.

Siden starten i 1996 har Oljefondet opplevd femten kriser og korreksjoner, hvor Finanskrisen var hardest med 30 prosent verdifall i fondets plasseringer. Men likevel vokste Oljefondet, delvis fordi oljeprisene ofte går motsatt vei av aksjemarkedene. Vi skal fylle fondet i minst femten år til, trolig på høye oljepriser. Deretter skal vi skape verdier i andre bransjer, slik alle industriland gjør.

Einar Lie påpeker at veksten på verdens børser har overgått den økonomiske veksten siden 1980-

tallet. Kapitalen mottar mer av verdiskapingen, og vi står kanskje på toppen av en ny IT-boble. Vi kan få et omslag som på 1970-tallet, hvor avkastningen på aksjer falt ettersom rentene steg og mer av verdiskapingen tilfalt staten. I november 2026 skapte et kursfall på mer enn 1000 milliarder kroner overskrifter, med frykt for AI-sprekk. Men etter en drøy uke var kursen nesten tilbake ved utgangspunktet. Slik vil det fortsette, opp og ned. Som Simon Kuznets viste er det noe vi må venne oss til. I fondets tidsperspektiv er det bare krusninger.

Oljefondets stresstester indikerer verdifall på inntil 37 prosent ved ekstreme kriser. Selv i en slik dyp krise vil framtidens pensjoner være fullt fondert. Og kriser varer kort. Fra høsten 2007 ble Dow Jones' verdi halvert, men innhentingen tok bare fem år. Innhentingen etter Covid-19 tok to år. Over tid går aksjemarkedene bare en vei – oppover. Nye oppfinnelser og industrier skaper nye vekstbølger. Å mene at tre hundre års dynamikk plutselig skal forsvinne, krever en type forklaring som ingen debattanter gir. Når vi ser tilbake på de siste århundrenes eventyrlige vekst, er det en helt annen bekymring som melder seg. Oljefondet vil ikke bli for lite, men for stort.

Oljefondet blir for stort

Når fondet blir for stort, kan det skape utfordringer som fondets fedre ikke kunne forutse.

Et voksende fond vil møte større *ytre risiko*. Europa sliter med lav vekst, underskudd, og økende forsvarsutgifter. For første gang på flere tiår risikerer Europa å bli angrepet. Sikkerhetsgarantien fra USA forsvinner, og krever store investeringer i forsvar. For et Europa i politisk og sosial krise vil det fortone seg stadig mer provoserende at vi sylter ned store verdier i passive aksjeposter, mens resten av kontinentet tynges av gjeld. Det er for eksempel ikke intuitivt at gjeldstyngede Frankrike og Storbritannia skal betale de fulle kostnadene med å garantere rike Norges militære sikkerhet.

Det kan også bli i overkant risikabelt å holde 70 % av formuen i et USA som anser oss som en strategisk motstander, truer våre naboland, og diskuterer ekspropriasjon av utenlandsk kapital. Det hjelper heller ikke å vekte mer investeringer over til Kina, hvor den politiske risikoen er enda større. En ytterligere om-vekting av fondet i retning Europa kan gi stadig større mening.

Indre risiko vil oppstå når årlig realavkastning nærmer seg 1000 milliarder kroner, og stadig mindre brukes innenlands. Gjennom finanskrise, flyktningebølge, pandemi og krig i Ukraina har vi brukt mindre enn Oljefondets realavkastning. Snart vil vi bruke bare halve avkastningen, og fondet vil vokse enda raskere. Fondets verdi er allerede dobbelt så høy som verdien av framtidige pensjonsforpliktelser. Vi som lever i dag får mindre av rikdommene, mens senere generasjoner vil ha for mye penger. Hva skjer når pensjonsfondet er tre eller fire ganger større enn forpliktelsene? Da kan reglene igjen komme under betydelig politisk press.

Allerede fremmes sprikende krav om å dele ut pengene som skattelette, kontanter, eller borgerlønn. Å investere i klimatiltak og grønn energi er viktig, men her skal det også brukes kvoter og avgifter, og utbyggingen av grønn energi øker raskt med kinesiske subsidier.

Forsvaret for dagens oljefond er at det også skal brukes til å dekke statens løpende utgifter. Men er det virkelig slik? Både Danmark, Sverige og Finland har positiv netto finansformue, uten noe fond av olje- og gassinntekter. Også framtidens nordmenn må arbeide, innovere, og finansiere velferd og pensjoner, slik folk gjør i våre naboland. Overdekningen av framtidige forpliktelser kan skape insentiv-problemer for kommende generasjoner, og underforbruket av avkastningen vil presse fram nye debatter om fondets bruk. Derfor bør vi allerede nå avtale en politisk samlende innretning og bruk av fondet, på en måte som også håndterer høy ytre risiko.

Europa brenner

På lang sikt går verdensøkonomien og markedene evig oppover. Men underveis kan problemer tårne seg opp. Akkurat nå skjer det i Europa, og utfordringene vokser for hvert år. Under normale forhold kunne det løses med lån og omstilling, men Europa rammes av sju sjokk samtidig: Veksten nærmer seg null, Kina utkonkurrerer industrien, krig dobler oljeprisene, USAs toll rammer eksporten, og Europa må selv bekoste sine forsvarsutgifter.

Så kommer de store utfordringene: Russland truer Europa militært, og NATO mener det er reell fare for krig. Men et gjeldstynget Europa makter ikke både investeringer og opprusting. Å dekke Europas NATO-mål for infrastruktur krever 4000 milliarder kroner årlig. Etterslepet for innovasjon og energi er nesten 10000 milliarder. Mye av dette vil falle på de fire største landene i Europa, som i fjor allerede hadde 5000 milliarder kroner i budsjettunderskudd. Regnestykkene går ikke opp. Men om vi *ikke* tar disse svimlende kostnadene, kan kostnadene bli enda høyere:

Krigen i Ukraina koster allerede 1000 milliarder kroner årlig. En krig i Europa vil også koste tusen milliarder kroner – per måned. Land som angripes risikerer 30-40 prosent økonomisk nedgang. Vi må forvente tiår med krig og gjenoppbygging. Små land søker beskyttelse fra atommakten Frankrike, som har hatt budsjettunderskudd i 52 år på rad. Dette har ikke Europa råd til, på toppen av investeringene i energi og innovasjon. Vår overlevelse og frihet står på spill. Hva hjelper det å sikre trygdene, hvis skolene underviser på russisk og Nordsjøen eies av *Gazprom*?

Fremmer man disse bekymringene vil mange svare at vi må bruke statsbudsjettet, at Norge ikke kan gjøre stort for å hjelpe store og gjeldstyngede land, og at krig med Russland er en trussel som ikke vedkommer Oljefondet. Men hvis mer av fondet skal brukes i krisetider, hva er mer krise enn at Russland ruster opp dobbelt så raskt som Europa, truer kontinentet med krig, og viser hver dag at de mener alvor? Ingen kan fritas fra å løse en slik åpen og vedvarende trussel.

Kan vi bruke betydelige deler av oljeformuen til å løse Europas akutte utfordringer og trusler, på en måte som samler bredt flertall over tid, og bevarer våre verdier til akseptabel risiko? Det krever dristig nytenkning, og den nytenkningen bør organiseres i et nytt og separat fond. Både Kina, Australia, Nederland, Singapore, Emiratene, og mange andre land har to statlige fond , et pensjonsfond og et fond for strategiske formål. Alle godtar å binde seg til masten for pensjoner. Og mange vil nok binde seg til masten for vår overlevelse som fritt og selvstendig samfunn.

Europafondet

Pensjonsfondet bør forvalte dagens kapital, med samme investeringsprofil og avkastningskrav. Indeksnær og diversifisert investering har fungert godt de siste hundre årene, og vil trolig gjøre det i overskuelig framtid. Fondet skal sikre pensjoner og nærmere definerte kostnader. Kort avstand mellom fondsavkastning og pengebruk vil virke politisk samlende over tid.

Europafondet etableres som et strategisk fond for Europas overlevelse og selvstendighet. *Bruken* av fondet skal sikre norsk og nordisk forsvarsevne og sikre kritiske samfunnsverdier, og i siste instans finansiere forsvarskrig mot ytre aggresjon. Investeringene skal samtidig bidra til at også andre europeiske land kan sikre opprustning av strategisk infrastruktur, energi og forsvar.

Fondet bør investere i aktiva som kan gi en definert avkastning, uten å øke vertslandenes gjeld. Alle nye inntekter fra petroleumsvirksomheten tilføres en europeisk investeringsportefølje, under Oljefondets opprinnelige mandat om investering i eiendom og infrastruktur. Nye europeiske motorveier, jernbane, havner, energi, kraftlinjer, flyplasser, sykehus, universiteter, teknologi- og forsvarsindustri vil kunne bygges ut med betydelig innslag av norsk kapital. Avkastningen vil komme fra direkte brukerbetaling, vekst i eiendomsverdier, og verdiøkning i strategisk industri. Fondet vil realisere den opprinnelige tanken om investering i infrastruktur og eiendom, diversifisere porteføljen, og forhåpentlig redusere risikoen i dagens smalere profil.

For de europeiske vertslandene gir dette gjeldfri utbygging av infrastruktur og energi, mot å godta omfattende norsk eierskap. Investeringene vil slå positivt inn på landenes utenriksbalanse og sikre fiskalt rom til investering i infrastruktur og forsvar. Kostnadene vil bæres gjennom privat og offentlig sektors brukerbetaling, men med lavere skatte- og gjeldsbelastning enn ellers.

Dagens norske petroleumsinntekter kan dekke inntil halvparten av NATOs opptrappingsmål for infrastruktur og forsvar. Over tid vil de realistisk dekke kanskje 10-20 prosent, gjennom solide aktiva med akseptabel avkastning. Selv en så beskjeden investering vil for mange land fjerne nesten hele statens underskudd. Alternativet med forsvarsobligasjoner er også spennende, men vil påføre landene mer gjeld, og kanskje ikke løse de fundamentale problemene.

Fondet kan tilby å gå inn som «privat» part i offentlig-private prosjekter (PPP), men med en større investeringsandel enn normalt. For veier brukes PPP med brukerbetaling både i Canada, USA,

Irland, Polen, Storbritannia, Kina, Malaysia og India. Tilsvarende finansiering av jernbane er brukt i Kanalforbindelsen og i EU, Australia, Brasil, India og Indonesia. Offentlig-privat finansierte flyplasser omfatter blant andre Heathrow, Sydney, Sofia, Delhi og Mumbai. Det er enda vanligere for havner, som i Rotterdam, Hamburg, Pireus og Melbourne. Også energi, sykehus og universitet utbygges med slike blandede modeller i EU, ofte gjennom EIB. Det virker sannsynlig at Europafondet kan finne både gode og tilstrekkelig mange prosjekter.

Det blir også større rom for støtte til Ukraina slik at vi kan stoppe Russlands aggresjon før den når flere land. Europafondet bør selv investere direkte i gjenoppbygging av Ukraina som del av en større europeiske fondsstrategi, i startfasen til lavere eller kanskje null avkastningskrav.

I tråd med Tinbergen-regelen vil fondet adressere ett mål med ett virkemiddel. Det vil direkte fondere norsk og nordisk forsvar. Investeringene vil gi fiskalt rom for tilsvarende måloppnåelse i andre europeiske land. De vil også frigjøre rom for velferdsgoder som kan styrke samfunnenes samhold og robusthet, alternativt ved å investere relativt mer i land med strammere budsjetter. Hvis disse landene oppnår økt vekst og vil kjøpe tilbake norsk-eide aktiva, kan Europafondet investere pengene i andre europeiske land eller mellominntektsland i Europas nærområder.

I Arendal fryktet Nicolai Tangen at vi befinner oss i «1929», at proteksjonisme og fragmentering skal gi et nytt globalt krakk med langvarige konsekvenser. Men analogien er svak. Det er bare USA som bygger tollmurer, og Europa ser ut til å synes at Trumps tollsatser er mer latterlige enn skremmende. Selv om Kinas overproduksjon må adresseres, virker en omfattende global tollkrig usannsynlig. En bedre analogi er at vi befinner oss i «1939», at krig og okkupasjon er en større trussel enn økonomiske kriser. Det krever store investeringer i infrastruktur og forsvar, for å hindre en enda mer kostbar krig. Det er vår generasjons største oppgave. Europa er allerede under angrep og vil forsvare sin frihet, men trenger kapitalen som skal til. Europafondet kan bli et lønnsomt, langsiktig bidrag til at våre demokratier overlever.

Statsbudsjettet er prisgitt USAs aksjemarked: Hvordan ta ned risikoen?

Av Knut N. Kjær, første leder av NBIM og professor emeritus ved NMBU

Da jeg på tampen av 2007 gikk av som første leder av Norges Bank Investment Management (NBIM), dekket Oljefondet drøyt 6% av utgiftene på statsbudsjettet. Nå er tallet 27%. Den gangen sto den globale finanskrisen for døren. Nå er det tilsvarende høy risiko for et stort fall i verdien av fondet. Men i tillegg har det kommet opp en annen risiko vi ikke tenkte så mye på tidligere. Endringer i den globale verdensordenen, bort fra regelstyring og over til «den sterkestes rett», øker faren for politiske inngrep i finansmarkedene. Vår eiendomsrett som investor og adgang til å investere uhindret over landegrenser kan bli svekket.

Når en større andel av statens utgifter dekkes av oljepenger, reflekterer det at fondet har blitt enormt mye større enn det var for 20 år siden. Det er selvfølgelig bra! Norge bør bruke muligheten til å høste av fondet. Når man kun tar ut realavkastningen forblir hovedstolen i prinsippet intakt til neste generasjon.

Men det er ikke vanskelig å lage troverdige scenarier der verdien av fondet faller med 20 – 40% og forblir på lavt nivå over lang tid. Om handlingsregelen følges tilsier dette kutt i offentlige utgifter på flere hundre milliarder kroner.[1]

Et av formålene for fondet var å skjerme norsk økonomi og politikk for svingningene i olje- og gassprisene. Det har fungert. Men nå er dette byttet med en enda større risiko - avhengighet av kursutviklingen på aksjer internasjonalt. Dertil kommer den økte sårbarheten for at utenlandske investorer rammes av nasjonalistisk politikk også i store markeder.

Er det mulig å ta ned risikoen for at endringer i verdier og adgang til markeder kan slå hardt inn på statsbudsjettet?

Jeg drøfter dette ut fra to ulike perspektiver. Først det finanspolitiske – kan vi gjøre statsbudsjettet mer robust mot store svingninger i verdien av fondet? Deretter, er det mulig å forvalte fondet med mindre risiko for verdifall? Her inngår også mulige endringer i strategien som kan gjøre at Norge i større grad fortsatt er velkommen som eier i de land der vi investerer.

Risikoen i finansmarkedene er uvanlig høy

Aksjer er i dag særdeles høyt priset. Etter noen indikatorer er kursene på nivå med hva de var før børskrakket i 1929 og bristen i teknologiboblen tidlig på 2000-tallet.[2] Samtidig er det sterk konsentrasjon; noen store amerikanske tech- og AI-selskaper har stått for svært mye av verdiøkningen over de siste fem-ti årene. Et bilde på dette er at hver av de fire største

amerikanske selskapene (målt i markedsverdi) er større enn det børsnoterte aksjemarkedet i land som Storbritannia, Frankrike og Tyskland.

For et selskap som ble startet for fem år siden, AI-bedriften Anthropic, gjør nå en børsintroduksjon med en verdsettelse på to tredjedeler av hele verdien av fondet og nær samlet børsverdi i de nevnte landene. Det til tross for at selskapet og bransjen erkjenner at teknologien er farlig for menneskeheten. Det finnes ingen offentlig kontroll tilsvarende for nye legemidler eller produksjon av fly. Det rettslige ansvaret for slike selskaper (i praksis deres aksjonærer) er ikke avklart. Videre er det høy risiko for at prisene på produktene presses ned av ny teknologi og nye konkurrenter (som for eksempel billige og åpne kinesiske modeller).

Særlig i USA investeres for tiden enorme beløp i videre utvikling av AI og bygging av datasentre. Den største amerikanske næringslivsavisen, The Wall Street Journal, skrev nylig at AI-utbyggingen er det største veddemålet i amerikansk økonomi noen gang.[3] I historien har alltid perioder med høy investeringsaktivitet knyttet til ny teknologi endt med knall og fall i verdipapirmarkedene (både aksjer og selskapsobligasjoner).

Jeg sier ikke her at det nødvendigvis kommer et stort børskrakk (med alle ringvirkninger som følger med, også inn i realøkonomien). Mitt poeng er at risikoen er uvanlig høy. Som investorer og land må vi styre risikoen så godt det er mulig. Det betyr å tegne scenarier for ulike mulige utfall, både i forvaltningen av fondet og i finanspolitikken og handle på en måte som gir oss god robusthet nær sagt uansett hva som skjer. Det er uansvarlig å kun legge dagens priser i de internasjonale kapitalmarkedene til grunn i planleggingen.

Mer robusthet i finanspolitikken

Da den kom i 2001 så handlingsregelen ut til å gi en rimelig god avveining mellom gradvis innfasing av oljepenger i økonomien og beskyttelse av realverdien av formuen for fremtidige generasjoner. Men etter 10-15 år viste konstruksjonsfeilen seg mer og mer tydelig. Fondet ble rett og slett mye større enn man så for seg da regelen ble etablert. Et offentlig utvalg[4] ble satt på saken i 2014 – og anbefalingene lagt i en skuff. Slik har det gått også med senere forslag om endringer, for eksempel av Finanspolitikkutvalget.[5]

Egentlig kunne man gjennomskue konstruksjonsfeilen allerede i 2001. I første semester av utdanningen i samfunnsøkonomi lærer studentene at styringsmyndigheten ikke kan sette seg flere mål enn antall virkemidler den rår over. Handlingsregelen er ett virkemiddel – årlig innfasing av «oljepenger», men har som nevnt to mål.

Oljefondet skulle verne Norge mot «ressursforbannelsen» som har plaget stort sett alle ressursrike land opp gjennom historien. Nå brukes godt over det dobbelte (i realverdi og som andel av BNP) av det man så for seg i 2001. Ingen kan med sikkerhet si om og når Norge krysser grensen. Det er ikke

mitt tema her. Jeg nøyer meg med å vise til de siste landrapportene om norsk økonomi fra OECD og IMF[6]. Begge påpeker at handlingsregelen ikke har tilstrekkelig disiplinerende effekt på finanspolitikken. De anbefaler å supplere handlingsregelen med flerårige utgiftsrammer for å skape større langsiktig stabilitet.

OECD tegner flere scenarier for fondets utvikling fram til 2060. I hovedscenariet faller fondet vesentlig i verdi. Det skyldes at utgiftsøkningene fremover som følge av bl. a. aldrende befolkning, ikke finansieres med innstramminger på andre områder. Det vil si at handlingsregelen ikke følges. I Nasjonalbudsjettet 2027 anslås netto utgiftsøkning frem til 2060 til 5,8% av BNP.[7]

Handlingsregelen setter årlig uttak til 3%, som er forventet realavkastning. Fra et finansfaglig ståsted er dette altfor høyt. Det skyldes særlig halerisikoen i finansmarkedene. Det er en overhyppighet av år med svært negativ avkastning. Når det først rammer, tar det mange år å bygge opp formuen igjen. [8]

Det virker ikke veldig rasjonelt å øke de offentlige utgiftene så mye som man har gjort i Norge de senere årene, samtidig som man vet at det snart vil være behov for innstramming over flere tiår. Skulle fondsverdiene falle betydelig, blir det krevende å bygge bro til årene med økning i utgifter.

For å oppnå større finanspolitisk robusthet overfor svingningene i finansmarkedene burde Stortinget se mindre på hvilket rom 3% av fondet gir og mer på de langsiktige utfordringene i finanspolitikken der det også tas hensyn til risikoen i finansmarkedet. Noe av problemet med handlingsregelen er at den skaper forventninger om større tilgang på penger enn det som er finanspolitisk og markedsmessig bærekraftig. Forventningene styrer de politiske prosessene. Dertil, i det politiske ordskiftet er det liten forståelse for at mer penger ikke nødvendigvis betyr at flere og bedre ressurser stilles til disposisjon.[9]

Det geopolitiske regimeskiftet utfordrer Norge som investorstat

I etterkrigstiden er det bygget en regelbasert verdensorden basert på multilaterale institusjoner og avtaler. Dette har beskyttet interessene til små og mellomstore land – og også gitt forutsigbarhet og sikkerhet for investorer på tvers av landegrenser. Over de siste årene har særlig noen store land bidratt til en systematisk svekkelse av denne verdensordenen. Vi går mot en transaksjonell verdensorden drevet av kortsiktige egeninteresser og basert på makt.

En rekke land har problemer med å håndtere sine statsfinanser. Store budsjettunderskudd avleirer seg i stadig høyere gjeld, med ditto økning i kostnadene med å betjene den. USA har for eksempel et rekordstort budsjettunderskudd og viser ingen evne til å trimme det ned. Utgiftene til å betjene statsgjelden overstiger forsvarsutgiftene. Det er en økende risiko for at svake statsfinanser gir insentiv til å legge beslag på deler av rente- og utbytteinntekter til utenlandske investorer.[10]

I økende grad har handel, markedsadgang, finansiell infrastruktur, finansstrømmer og investeringer blitt brukt som våpen i den geopolitiske rivaliseringen[11]. Mens vi før kunne betrakte store selskaper som globale og ganske uavhengig av hvor deres hovedkontor er lokalisert, har nasjonalitet blitt stadig viktigere. Investorer blir «ufrivillig» påvirket av nasjonal politikk rettet mot enkeltselskaper eller bransjer.

I hvert land som Norge henter rente- og utbytteinntekter fra er vi blant de utenlandske kapitalister som lett kan kritiseres for å «forsyne» oss av landets rikdom. Dette har vi stadig sett eksempler på i Norge også - når investorer utenfra gjør seg gjeldende ved kjøp av bedrifter og eiendommer og investerer i vindkraft.

I første fase av oppbyggingen av fondet, da det etiske rammeverket ble lagt på plass[12], var vår tanke at kapitalen vi tilbød var så ønsket at vi også kunne stille sterke krav som eier. For eksempel inkludere forventninger om etisk atferd og strategi for å følge Paris-avtalen på begrensning av karbonutslipp. Vi kunne endog ta en plass som «etisk dommer» ved å publisere løpende uttrekk av selskaper. Så kom Caterpillar-uttrekket i fjor høst, da Norge fikk klar beskjed om at det går en grense for hva de amerikanske myndighetene godtar. I spill sto kanskje vår mulighet til å investere videre i USA uten inngrep i vår frihet til å flytte midler og behandles likt med andre investorer.

Med sin store finansformue plassert internasjonalt har Norge en økonomisk frihet som mange andre land ikke har. Men som et lite land er vi sårbare i forhold til ensidige endringer av kontrakter gjort av mektigere stater. Dette må nødvendigvis også påvirke strategien for forvaltningen av fondet, som også vår sikkerhets-, utenriks- og bistandspolitikk.

Mer robusthet i forvaltningen av fondet

Den underliggende strategien for fondet er at Norge kjøper en andel av verdiskapingen i verden. I de første 10-15 årene fulgte verdiutviklingen (kursene på aksjene) verdens BNP ganske nært. Deretter har verdien vokst langt mer. Det skyldes særlig det amerikanske aksjemarkedet og tech- og AI-selskapene. Aksjekursene har hatt «medvind» fra lavere rente, lavere skatter på selskaper, økt globalisering og også at en stadig større del av profitten har tilfalt aksjonærene. De ansatte har som gjennomsnitt fått en avtakende del av samlet verdiskaping.

Noe sier meg at dette verken er finansielt eller sosialt bærekraftig. Uansett er de fleste estimater på fremtidig verdi av amerikanske aksjer (på ti års sikt) ganske moderate, med langt lavere forventet avkastning enn det vi er blitt vant med. Dette reflekterer det uvanlig høye prisnivået nå (som gir stor fallhøyde).

For et så stort fond er det ikke mulig å «gjemme seg» fra de store bevegelsene i prisene på kapital. For eksempel, kun å være i statsobligasjoner gir langt lavere sannsynlighet for å beskytte verdiene over tid mot inflasjon enn ved å være i aksjer. Ut fra de generelt svekkede statsfinansene rundt om

i verden virker dette alternativet mindre tiltrekkende enn før. Men argumentet å beholde noe i obligasjoner, som inkluderer også gjeld til private selskaper, er fortsatt godt til stede: Bidra til å spre risikoen i porteføljen. Dertil har rentene og risikopremie kommet tilbake på mer normale nivåer etter mange magre år.

Men noe kan Norge gjøre innen aksjeporteføljen for å bygge større robusthet: Ta eksponeringen mot amerikanske selskaper betydelig ned, fra dagens vekt på nær 55% til kanskje 30 – 40% som er gjennomsnittet hva europeiske institusjonelle investorer plasserer i USA. Dette bryter med prinsippene i enkel finansteori som sier at vektene bør avspeile markedsverdier[13]. Men jeg tenker at relevansen av teorien er svekket av det geopolitiske regimeskiftet. Teorien beskriver en ideell situasjon der alle investorer behandles likt. Så snart nasjonal politikk og investorenes nasjonalitet påvirker avkastningen, må man bruke andre metodiske tilnærminger. Det er fruktbart å se på lange historiske linjer og hvordan typer av investorer og deres nasjonalitet har påvirket deres rammer for å investere og deres avkastning. Regimeskifter og politisk overstyring av kapitalmarkeder har skjedd hyppig opp gjennom historien. Over en lang tidshorisont er utvanning av verdier og endog konfiskasjon relativt vanlig

Til hvilke land og typer investeringer bør investeringene flyttes? Åpenbart mer i Europa slik det var i de første årene vi investerte. Da var vektene 50% der og 30% i Nord-Amerika.[14] Mer av investeringene nær oss, der vi har stor sikkerhet for fellesskap i nasjonale interesser og verdier, synes å være trygt i en urolig tid. Også Kina fremtrer som et klart alternativ. Nå er 2,9% av aksjeporteføljen plassert der, noe som er mye mindre enn hva størrelsen på landets økonomi skulle tilsi. Men jeg kvier meg for å anbefale dette ut fra et sikkerhetspolitisk perspektiv. Kina støtter Russland aktivt og muliggjør fortsettelsen av landets aggressive angrepskrig mot Ukraina.

Det er trolig finansielt fornuftig å øke fondets eksponering mot land i det globale sør betydelig (Kina unntatt). Det gir større spredning av risikoen, og Norge kan ta del av en kanskje lovende reise der det økonomiske potensialet i disse landene utløses. Det kan også være i vår nasjonale interesse, som jeg nå går nærmere inn på.

Strategi for å bygge allianser og styrke Norges «soft power»

Med det geopolitiske regimeskiftet og vårt behov for å diversifisere investeringene i fondet, bør Norge ta aktive grep for å bruke vår finansielle styrke til å fremme våre nasjonale interesser. Mitt utgangspunkt er at dette vil kunne trygge vår rolle som en rik investorstat. For ikke å bli sett på som en «kapitalist» som forsyner seg av rente- og utbytteinntekter, bør vi tilstrebe å bli ansett som en investor som spiller på lag med landene der vi investerer.

Jeg innrømmer at det sitter langt inne for meg å skrive dette! Fra dag 1, da vi satt opp forvaltningen av fondet, har det vært lansert tusenvis av kreative forslag til å «bruke» av det. Felles

for de fleste har stort sett vært å tilgodese formål i dag på bekostning av fremtidige generasjoner. Den kanskje viktigste og beste beslutningen som ble tatt ved etableringen av fondet[15] var at det skulle integreres i statsbudsjettet. Det er Stortinget som fatter alle beslutninger om prioritering av midler på budsjettet. Større overføringer av inntekter fra fondet betyr at flere formål kan tilgodeses i den ordinære budsjettbehandlingen. Fondet selv utøver ikke politikk, men er et finansielt redskap for å oppnå høyest mulig avkastning, gitt rammer for risiko og at forvaltningen utøves ansvarlig.

Fondet har bygget opp renommé som en profesjonell investor der investeringsvalgene tas på armlengdes avstand fra statsmyndighetene. Det har åpenbart ikke vært et instrument for utøvelse av norsk utenriks- eller bistandspolitikk. Men som påpekt av Sverdrup-utvalget i 2022[16] er det blitt mer krevende å opprettholde et bastant skille. Fondets investeringsbeslutninger kan i økende grad få betydning for Norges anseelse ute og for utøvelse av norsk sikkerhets- og utenrikspolitikk. Dette er mer tydelig nå enn da utvalget la fram sin rapport. Vi må være forberedt på at Norge må ta i bruk utenrikspolitiske virkemidler for å trygge våre investeringer i noen land.

I de siste årene har det vært rettet sterk kritikk mot Norge for å være «gjerrige» og lite solidariske. Det gjelder særlig for støtten til Ukraina der Norge inntil i fjor lå bak en del andre land i støtte målt per innbygger. Til tross for at vi har tjent penger på krigen gjennom høyere gasspriser og har en mye bedre statsfinansiell posisjon enn alle andre europeiske land. Kritikken er rettet av både sentrale politikere og av media rundt om i Europa.[17]

Jeg tror tiden nå er inne for at Norge skjeler noe til utenriks- og bistandspolitiske interesser når vi revurderer strategien for forvaltningen av fondet. Ikke for å «bruke» av midlene til fremtidige generasjoner, men for å skape større robusthet og sikkerhet for verdiene i fondet. Hvor gode allianser/interessefellesskap vi har med land rundt oss, og hvor god «soft power» Norge har – kan ha betydning for hvor godt våre investeringer mottas og beskyttes.

Jeg gir noen konkrete forslag. Det første og mest åpenbare er å trappe opp støtten til Ukraina betydelig. Det kan skje som i dag innen det finanspolitiske rammeverket og Nansen-hjelpen. Staten har god finansiell styrke til å gjøre dette. Det er i vår egeninteresse, også i de fremtidige generasjoners interesser – at Norge forblir et fritt land. Alternativet avslører Russland hver dag gjennom sine grusomheter i Ukraina og undertrykkelsen av egne borgere. Nå pågår kampen som våre og resten av Europas verdier er bygget på. Mer støtte fra Norge bør utformes slik at den også trigger mer støtte fra andre land.

Det neste er å trappe opp klimainvesteringer i det globale sør kraftig og slik at det både monner og synes, og slik at Norge også bidrar til å mobilisere mer kapital fra andre land. Dette kan skje som i dag via ordinære budsjettprosesser og i regi av Klimainvesteringsfondet som Norfund forvalter.

Hittil har Norfund oppnådd god avkastning og påviselig stor reduksjon i karbonutslipp. Dette kan skaleres opp betydelig.[18]

Norges Bank har i dag mandat til å investere inntil 2% av porteføljen i unotert infrastruktur for fornybar energi. Styret har så vidt jeg forstår bestemt at dette ikke skal skje utenfor industrilandene. Dette er unødig konservativt og ikke i samsvar med hva jeg ser andre store internasjonale investorer gjør.[19]

Ut fra egne analyser tror jeg det er mulig å øke omfanget av klimainvesteringer fra fondet betydelig uten at det bryter med mandatet om at investeringene først og fremst skal oppnå god risikojustert avkastning. Jeg tror ikke viktige prinsipper settes i fare om Stortinget «tar sjansen» på å vedta en egen allokering til slike investeringer. En tilsvarende styring av porteføljen gjorde Stortinget i en tidlig fase av fondet ved opprettelsen av Miljøporteføljen.

En slik allokering ligger trolig godt innenfor hva en «overlappende konsensus» av den norske befolkningen støtter. I så måte var Framtidspanelet gjennomført i 2025 en god og tydelig indikasjon. Jeg fulgte dette nært som medlem av et panel som ga råd om og fulgte opp metode og gjennomføring.[20]

Skaleringen av klimainvesteringer kan skje ved å basere seg på det gode miljøet Norfund har bygget opp for Klimainvesteringsfondet, ved at NBIM bruker det som ekstern forvalter. Alternativt kan man bygge en ny virksomhet sammen med Norfund som også kan bidra til at Norge blir mer synlig som bidragsyter og global inspirator. Kanskje kan det motvirke litt av det negative omdømmet vi har som stor produsent av fossil energi, og kanskje kan det være til hjelp i forhold til mulige fremtidige klimasøksmål. [21]

Som nevnt har Norge behov for en betydelig bredere diversifisering av fondets investeringer. Mer klimainvesteringer må vurderes i forhold til porteføljens totale risiko- og avkastningsegenskaper. Fondet har en stor evne til å bære risiko. Det er en misforståelse når det av og til sies i debatten at mer investeringer til det globale sør er «for risikable». Større bredd og mer investeringer som er annerledes enn kjernen i porteføljen (nå særlig utsatt for risikoen i amerikanske aksjer) er i utgangspunktet bra.

Mitt siste forslag er nettopp å trappe opp investeringer generelt i det globale sør (utenom Kina, som nevnt) betydelig fra dagens andel på 10 prosent. Her står vi overfor mange markeder som er små og også umodne i forhold til utviklingen av kapitalmarkedet og beskyttelse av investorer. Det vil kreve aktiv oppfølging. Men det grenser jo inn på hva NBIM allerede gjør i dag med eierskapsutøvelsen. Noe av den aktiviteten er rettet mot forbedring av markedsplasser.

Om vi lykkes med dette – både tilføre mer kapital til land under utvikling og bidra til at de bedrer styringen av sine kapitalmarkeder, kan Norge oppnå vinn-vinn: Bredere spredning av finansformuen og sterkere internasjonal anerkjennelse.

Dette forslaget kan tas med når anbefalingene i Gjedrem-utvalget [22] skal debatteres i Stortinget neste vår. Det geopolitiske regimeskiftet snevrer inn mulighetsområdet for den ansvarlige forvaltningen. Akademisk forskning viser dertil at uttrekk av selskaper har liten effekt på deres atferd.[23] Andre aksjonærer tar fondets plass der det trekker seg ut og brudd mot etiske normer videreføres. Med massiv økning i Norges klimainvesteringer og plasseringer ellers i det globale sør, sammen med tett oppfølging av disse, kan Norge bidra til reelle forbedringer for klima og sosial utvikling og samtidig bygge allianser med andre land og styrke vår «soft power».

Oppsummering

- Finanspolitikken bør gjøres mer robust for mulige store fall i verdien av fondet ved å følge rådene fra OECD og IMF om å utfylle handlingsregelen med finanspolitiske rammer på mellomlang sikt.
- Strategien for fondet bør endres. Klart mindre plasseringer i USA og mer i Europa og land i det globale sør (utenom Kina) – derav også betydelig mer klimainvesteringer.
- Selv om begrunnelsen for dette er finansfaglig (forventet risiko og avkastning på lengre sikt) og fondets finansielle formål består, vil endringen kunne styrke Norges «soft power» og evne til å forsvare vår rolle som internasjonal kapitalist.

Noter:

[1] I revidert Nasjonalbudsjett 2026 vises et innstrammingsbehov på 170 mrd kroner om aksjekursene faller som i etterkant av oljekrisen i 1973. Da tok det 11 år før realverdien var tilbake til utgangspunktet.
[2] For eksempel, analyser fra investeringsbanken Goldman Sachs viser at aksjer er på det 97-100% dyreste siden 1900.
[3] Wall Street Journal 23 september 2026. WSJ referanse
[4] Thøgersen-utvalget, NOU 2015:9.
[5] Finanspolitikkutvalget https://finanspolitikkutvalget.no
[6] OECD https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-surveys-norway_19990383.html
IMF https://www.imf.org/en/news/articles/2026/09/03/mcs090326-norway-staff-concluding-statement-of-the-2026-article-iv-mission
[7]Nasjonalbudsjettet 2027, side 44
[8] Se for eksempel Knut Aase og Petter Bjerksund, The Optimal Spending Rate Versus the Expected Real Return of a Sovereign Wealth Fund, 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3779850
[9] Dette er et eget tema jeg ikke går videre inn på her. I en økonomi med nær full kapasitetsutnyttelse gir ikke økning i offentlige utgifter nødvendigvis en tilsvarende økning i velferd. Selv om fondet er stort, er neddiskontert verdi av arbeidsinnsatsen en langt viktigere del av nasjonaløkonomien. Dermed er det viktig å

betrakte effekt på incentiver til arbeidsinnsats og til effektiv utnyttelse av ressurser og kapital. Bare litt «smitte» av ressursforbannelsen (som jo vanligvis rammer ressursrike land), kan bety forringelse av velferd på lang sikt.

[10] Dette er tydeliggjort i den amerikanske skattelovgivningen som nye muligheter til å skjerpe skatt på utenlandske investorer. I den skisserte Mara-a-Lago accord ble det leflet med tanken på å la utenlandske stater som investorer i amerikansk statsgjeld binde midlene inne for 100 år for å betale for markedsadgang til USA og sikkerhetsparaplyen.

[11] Se for eksempel The Weaponized World Economy *Surviving the New Age of Economic Coercion.* *https://www.foreignaffairs.com/united-states/weaponized-world-economy-farrell-newman*

[12] Graver-utvalget i 2003, Etablering av etiske retningslinjene i 2004.

[13] Dette følger av Kapitalverdimodellen bygget på et bredt sett av snevre teoretiske forutsetninger.

[14] Den gangen var vektene i Norges import utgangspunktet. Det ble mindre relevant etter hvert som fondet ble flere ganger større enn BNP.

[15] Lov om Statens petroleumsfond, 1990.

[16] NOU 2022:12

[17] Eksempel, *Hvem vil forsvare Norge hvis Norge fortsetter å oppføre seg som en øy i verden? https://www.aftenposten.no/meninger/kronikk/i/ArJXy5/hvem-vil-forsvare-norge-hvis-norge-fortsetter-aa-oppfoere-seg-som-en-oey-i-verden*

[18] Relevant analyse om opptrapping av klimainvesteringer ved økonomiprofessorene Miachael Hoel og Steinar Holden: https://www.samfunnsokonomen.no/aktuell-kommentar/klima-og-olje-finansiering-av-gronne-investeringer-i-utviklingsland-med-en-klimakostnad-pa-olje/

[19] Jeg har over flere år som styreleder for forvaltningen av Europas største pensjonsfond, ABP i Nederland, sett at slike investeringer gjøres som en naturlig del av strategien.

[20] Framtidspanelet – Et nasjonalt folkepanel: https://www.framtidspanelet.no/ Ett av rådene med største oppslutning var: Det bør settes av en spesifikk prosentandel av oljefondet til bærekraftige investeringer hvor vi godtar høyere risiko og lavere økonomis avkastning for å fremme sosial og økonomisk utvikling i utviklingsland.

[21] Det er mer enn 3000 klimasøksmål i prosess rundt om i verden. Saksøkerne bruker analogi til tobakkselskapene, som ble ilagt svært store bøter på 1990-tallet. https://www.climatecasechart.com/about

[22] En ansvarlig, finansiell forvaltning, NOU 2026:11.

[23] Se for eksempel Berk, J. & van Binsbergen, J. (2025), The impact of impact investing, Journal of Financial Economics https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3909166

Konfiskert, beskattet eller nedskrevet? SPU i en ny tid[1]

Av Steinar Juel, samfunnsøkonom Civita

Et globalt fond som Statens pensjonsfond utland (SPU), eller Oljefondet som det populært kalles, kan ikke fungere uten en internasjonal rettsorden hvor det er tillit blant investorer om at investeringene deres er trygge. I noen av landene fondet har anledning til å investere i, har det lenge vært slik at rettssikkerheten er mangelfull. Da kreves det ekstra påpasselighet, og det begrenser hvor mye fondet kan plassere der uten at risikoen blir for stor.

Vi har vært vant til at rettslig, reguleringsmessig og politisk risiko i hovedsak har vært knyttet til investeringer i fremvoksende økonomier, ikke de avanserte demokratiske markedsøkonomiene. Det er svært alvorlig for en global finansinvestor som Oljefondet, at slike risikofaktorer har begynt å gjøre seg gjeldende også i verdens største kapitalmarked, det amerikanske. Det har begynt å få konsekvenser for fondets investeringsstrategi, og ikke minst for overvåkningen av risikofaktorer som kan ramme fondet.

Nye risikoelementer i det amerikanske kapitalmarkedet

Den økte risikoen knyttet til det amerikanske kapitalmarkedet går langs flere linjer. Trump-administrasjonen søker å restrukturere det globale handelssystemet, og lefler med ideer om at det også skal gjelde kapitalmarkedet. Land som tradisjonelt er venner og allierte med USA straffes økonomisk når de gjør noe Trump-administrasjonen ikke liker. Land som lager så gode produkter at amerikanerne foretrekker dem fremfor amerikanske, straffes med særskilt toll. Sanksjoner brukes ikke lenger bare mot ekstreme regimer, men også mot demokratisk baserte rettsinstitusjoner som Den internasjonale strafferettsdomstolen. Grunnlaget for det er at Trump-administrasjonen ikke liker dens avgjørelser. Tilsynsorganet for det amerikanske kapitalmarkedet (SEC, The Securities and Exchange Commission) er ikke lenger uavhengig av regjeringen.[2] Bekjempelsen av korrupsjon er svekket. Vennetjenester fra velstående investorer premieres av administrasjonen. Presidenten og hans familie beriker seg. Budsjettunderskuddene og statsgjelden øker, fra et allerede høyt nivå, uten at administrasjonen viser vilje til å gjøre noe med det. Usannheter brukes politisk. Presidenten forsøker å blande seg inn i sentralbankens rentebeslutninger og truer dens beslutningstakere.

Finansaktører hater uforutsigbarhet, mens det er i ferd med å bli det normale.

Alle disse utviklingstrekkene fører frem til ett punkt, svekket tillit. Tillit er helt avgjørende for at et kapitalmarked skal fungere. Tap av tillit skaper uro i finansmarkedene, kan forsterke markedssvingninger, og i verste fall forårsake finansielle sammenbrudd.

Ideen om en «Mar-A-Lago Accord» gjennomføres

I november 2024 skrev den senere økonomiske rådgiveren til president Trump, og vikarierende styremedlem i sentralbanken Federal Reserve (Fed), Steven Miran, et program for restrukturering av det globale handelssystemet.[3] Mirans notat fikk mye oppmerksomhet og skapte usikkerhet. Del 1 av planen dreide seg om toll, og anbefalte en sammenkobling mellom lands adgang til det amerikanske markedet, og sikkerhets- og utenrikspolitikk. Denne delen av planen er i stor grad blitt fulgt opp. De fleste av USAs handelspartnere er ilagt toll. Land som kategoriseres som «lojale» mot USAs utenrikspolitikk, som øker forsvarsutgiftene og som investerer mer i USA, får lavere toll enn andre.

I del 2 skisserte Miran en plan for å svekke dollaren og redusere rentene på USAs statsgjeld. Intervensjoner i valutamarkedet skulle samordnes med andre land. Det skulle selges dollar og kjøpes andre valutaer som euro og yen. Formålet var å bedre USAs konkurranseevne. Samtidig skulle det inngås avtaler med utenlandske sentralbanker om at de plasserer dollarreserver i ultralange amerikanske statsobligasjoner. I notatet antydes det løpetider på 100 år, eller evigvarende. Et alternativ til slike avtaler vil være å kreve en «brukeravgift» på utlendingers dollarreserver. Dette må, ifølge Miran, gjøres gradvis for å unngå uro i finansmarkedene. Adgangen til å bruke dollar som en reservevaluta er ifølge Mirans notat et privilegium andre bør betale for.

Første del av Mirans plan er langt på vei gjennomført, og vi har sett elementer av del 2. Det amerikanske finansdepartementet har foretatt samordnede valutaintervensjoner med Bank of Japan (BOJ). «Avtaler» om at utenlandske sentralbanker skal kjøpe ultralange obligasjoner, eller avgifter på deres obligasjonsbeholdninger, har vi så langt ikke sett. Svaret på høyere langsiktige statsobligasjonsrenter har så langt vært at Finansdepartementet har foretatt noe tilbakekjøp av lange obligasjoner. Verken markedsoperasjonene for å styrke yenen eller få ned lange renter har hatt noen varige effekter.

I 2026 har rentene på langsiktige amerikanske statsobligasjoner steget mye. Det er alltid vanskelig å identifisere nøyaktige årsaker til endringer i slike markedsrenter. Svekket tillit til politikken er en nærliggende årsak. De langsiktige rentene på statsobligasjoner i Europa stiger imidlertid også, mest i Frankrike og Storbritannia – hvor den politiske evnen og viljen til å gjøre noe med statsbudsjettunderskuddene virker svakest. Analytikere viser også til at langsiktige statsrenter i USA drives opp av at store statlige låneopptak konkurrerer med store lån til datasentra.

Amerikanske statsrenter har lenge fungert som «alle langsiktige renters mor». Stiger de amerikanske, vil de også stige i resten av verden. Derfor er det vanskelig å bruke oppgangen i langsiktige renter i andre land som et bevis på at renteoppgangen ikke har noe med svekket tillit til det amerikanske finansmarkedet og politikken å gjøre.

Uansett årsak, er renteoppgangen et problem for den amerikanske staten. Netto renteutgifter er en betydelig utgiftspost på statsbudsjettet. Den er nå større enn utgiftene til forsvaret. Det er høyst usikkert hva en ustabil og impulsiv president kan finne på de siste to årene av sin presidentperiode for å forsøke å redde sitt ettermæle. Oljefondet er så stort at det ikke kan gjemmes bort, og vil berøres hvis det innføres tiltak av den typen som ble skissert i Mirans rapport.

Kan formuen bli fratatt oss?

Ja, den kan det. For bare få år siden var det ganske utenkelig at Oljefondet på en eller annen måte, helt eller delvis, kunne bli frarøvet oss. Historisk har ikke statlige fond overlevd i lengden. Ofte skyldes det at regjeringer, eller fyrster, har brukt dem opp, kombinert med finansielle krakk. Bangladeshs valutareserver ble svindlet i 2016 av hackere fra Nord-Korea. I krigssituasjoner er statlige reserver blitt plyndret,[4] men ingen har gått så langt ved andre typer internasjonale konfliktsituasjoner. Da er lands reserver kun blitt frosset for en ubestemt periode.[5] I EU ble det imidlertid i 2024-25 lagt planer for å konfiskere det meste av avkastningen på frosne russiske reserver i Europa for å finansiere støtte til Ukraina. Planene ble ikke vedtatt.

Sanksjonsvåpenet brukes i økende grad av amerikanske myndigheter. Sanksjonene rettes ikke bare mot de land og institusjoner som ønskes rammet, men også mot andre land, institusjoner, bedrifter og personer som har økonomisk samkvem med det sanksjonerte landet. Den amerikanske regjeringen varslet 9. oktober 2026 slike sanksjoner mot Den internasjonale straffedomstolen. Domstolen og landene som støtter den gis en frist på seks måneder til å komme de amerikanske myndigheters ønsker i møte. Hvis ikke, forespeiles det så omfattende sanksjoner at domstolen tvinges til å avvikles.[6] Leverandører og myndigheter som fortsetter å handle med og støtte domstolen kan også bli ilagt finansiell straff. Dette er en politisk konflikt som kan få store konsekvenser for landene som støtter domstolen, blant annet Norge. Det kan typisk bli aktuelt at USA fryser eiendeler til regjeringer, bedrifter og personer som ikke etterlever de amerikanske sanksjonene. Norge kan her særlig være utsatt fordi vi står alene og har en stor formue med omfattende investeringer i USA. Per utgangen av 2025 var fortsatt den amerikanske banken Citibank alene om å være depotbank for fondets verdipapirportefølje.

I en verden der flertallet av regjeringene sliter med stor og økende gjeld, og det internasjonale rettssystemet forvitrer, kan Norge som et lite land med en stor formue også av den grunnen være utsatt. Da Napoleon i 1800 ble valgt til førstekonsul i Frankrike, overtok han et nedslitt land med slunken statskasse og mye gjeld. En av løsningene hans var å arrestere landets rikeste bankier og anklage ham for høyforræderi. Da bankieren sa seg villig til å gi store «lån» til staten ble tiltalen trukket.[7]

Risikoen for konfiskering er særlig knyttet til to typer risiko. Den ene er direkte knyttet til at Oljefondet sitter på en betydelig beholdning av statsobligasjoner, blant annet amerikanske. De kan på en eller annen måte bli nedskrevet. Historisk har det ikke vært uvanlig. Den greske statsgjelden ble i stor grad nedskrevet under eurokrisen. Oljefondet satt med noe gresk statsgjeld, og ble litt rammet av nedskrivningene. Forslaget fra Norges Bank om å endre Oljefondets obligasjonssammensetning, ved å vekte ned andelen statsobligasjoner til fordel for private obligasjoner, virker i denne sammenhengen fornuftig.

Den andre risikoen er knyttet til at fondets øvrige eierandeler kan bli frosset eller beslaglagt i forbindelse med en politisk konflikt. Terskelen for at det skal skje, er fortsatt høy, men det er langt fra utenkelig hvis rettstilstanden i verden fortsetter å forvitre. Konflikten om Den internasjonale straffedomstolen har, slik retorikken fra USA nå er, potensial til å ende opp med at norske reserver blir frosset.

Håndheving av etikk i en ny verden

Finansdepartementets mandat til Oljefondet har siden 2004 inneholdt etiske retningslinjer som skal overholdes når banken investerer. Produktbasert retningslinjer, som for eksempel at det ikke skal investeres i tobakkproduksjon, håndheves stort sett av Norges Bank selv. De adferdsmessige retningslinjene overvåkes har vært overvåket av Etikkrådet, er uavhengig regjeringsoppnevnt råd. Beslutningene som å utelukke et selskap basert på råd fra Etikkrådet var først tillagt Finansdepartementet, men har siden 2015 vært Norges Banks hovedstyrets ansvar. Etikkrådet tilrådning ble gjort fullt offentlig etter at et eventuelt nedsalg var gjennomført. I fjor ble Etikkrådets rolle suspendert fordi det ble behov for å vurdere hele ordningen med de etiske retningslinjene.

Systemet etiske retningslinjer, Etikkrådet og full offentliggjøring av Etikkrådets tilrådning hadde tre hovedformål. For det første unngå at fondet skulle investere i en type produksjon som store deler av befolkningen vil oppleve som problematisk. For det andre påvirke selskapers adferd. For det tredje bidra til å utvikle normer som andre investorer og bedrifter vil kunne følge. Dette formålet krevde full offentliggjøring av Etikkrådets tilrådning.

De to første formålene er fortsatt mulig og viktige å ivareta, mens det siste er langt mer problematisk i en fragmentarisk verden. Full offentlighet om utelukkelse av selskaper kan i dag bidra til økt konflikt og føre til mottiltak som kan true fondet. Håndhevelsen av de etiske retningslinjene bør i dag bli en integrert del av fondets forvaltning og dialog med selskapene slik Gjedrem-utvalget[8] foreslår. Forslaget om ikke lenger å utelukke produksjon og vedlikehold av atomvåpen hos allierte vil også redusere risikoen for politiske konflikter med våre viktigste allierte.

Vi må leve med økt risiko

Det er ikke mulig å fjerne den risikoen som følger av en mer uforutsigbar amerikansk president, og en tilhørende mer fragmentert og lovløs verden. Vi kan på noen områder dempe risikoen, og vi kan skjerpe årvåkenheten. Dette er i ferd med å skje. Etableringen av et ekspertråd for å styrke beredskapen knyttet til Oljefondet[9], økt overvåking og testing av krisescenarier[10], øvelser på krisehåndtering, justeringer i systemet for de etiske retningslinjene og mulige justeringer i indeksene fondet skal følge er eksempler på slike beskyttelsestiltak. Norges Bank bør i tillegg redusere konsentrasjonsrisikoen ved å ha mer enn én depotbank.

Hvis en dramatisk situasjon oppstår vil tidsvinduet til å reagere ofte være svært lite, om det er finnes i det hele tatt. Derfor bør det også vurderes klausuler i Finansdepartementets mandat til Norges Bank som gir banken adgang til raskt å handle på egenhånd hvis en krisesituasjon synes å være under oppseiling. Handlingsrommet kan være lite, men alle muligheter som finnes for å beskytte fondet bør være tilgjengelig.

Noter:

1. Artikkelen er en oppfølgning av Civita-notatet «Oljefondet i en brytningstid» fra 2025. https://civita.no/notat/oljefondet-i-en-brytningstid/
2. Se for eksempel: https://newrepublic.com/article/216442/sec-just-opened-floodgates-fraud
3. Steven Miran: «A User's Guide to Restructuring the Global Trading System». Hudson Bay Capital, november 2024. https://cdn.prod.website-files.com/69d7ea95a65997dec59d0f36/69e6a8781864ae309e367c5d_638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf
4. Tyske okkupasjonsmyndigheter under andre verdenskrig, og
5. Russland etter storskalainvasjonen av Ukraina. Iran på grunn av landets atomprogram. Afghanistan da Taliban over makten i landet
6. Se pressemelding fra utenriksminister Rubio. https://www.state.gov/releases/office-of-the-spokesman/2026/10/imposing-sanctions-on-the-international-criminal-court/
7. «Napoleon» av Herman Lindqvist. Schibsted 2005.
8. NOU 2026:11. «En ansvarlig, finansiell forvaltning» https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2026-11/id3177462/
9. https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-ekspertrad-for-statens-pensjonsfond-utland/id3098806/
10. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/brev-til-finansdepartementet/2026/geopolitisk-risiko-og-konsentrasjonsrisiko-i-aksjeindeksen-for-statens-pensjonsfond-utland-spu/ og https://www.nbim.no/contentassets/c7d3b015300d48a1ac0136f069b9bed7/gpfg_stresstesting-2025.pdf

Undervurderer Norges Bank klima- og naturrisikoen for oljefondet?

Av Taro Kunimitsu, Anne Sophie Daloz, Jana Sillmann og Kristin Thorsrud Teien, forskere ved CICERO Senter for klimaforskning

Ifølge Verdens økonomiske forum er de største truslene mot verdens økonomi de neste ti årene ekstreme værhendelser, ødelagte økosystemer, endringer i jordsystemet og overforbruk av naturressurser. I dette essayet argumenterer vi for at Norges Bank står i fare for å undervurdere klima- og naturrisikoen for oljefondet.

Klima- og naturkrisene henger tett sammen og må løses sammen. Klimaendringer endrer naturen, mens en intakt natur er nødvendig for å ta opp karbon, og gjør oss mer robuste i møte med klimaendringer og ekstreme værhendelser.

Sommeren 2026 illustrerer dette. Den var nok en gang blant de varmeste og tørreste som er registrert i Europa. Over halvparten av Europa opplevde svært hetebølger i løpet av sommeren, med titusenvis av dødsfall utover det forventede. Hetebølgene ble etterfulgt av skogbranner i store områder i Sør-Europa. Tørke og branner skadet økosystemer, reduserte naturmangfoldet og svekket naturens evne til å levere viktige økosystemtjenester som vannregulering. Tørken skadet landbruksproduksjonen fordi jorda tørket ut, mens lav vannføring i elvene skapte problemer for driften av kjernekraftverk. Selv om Norge samlet sett ikke opplevde en like ekstrem sommer, merket vi likevel konsekvensene gjennom blant annet tørkeskader på produktiv skog i Sør-Norge og høyere strømpriser som følge av etterspørselen etter norsk kraft fra utlandet. Vannmagasiner i Sør-Norge er også lave på grunn av den tørre sommeren, og dette kan også påvirke strømprisen.

Eksemplet viser hvordan klimafarer kan spre seg gjennom flere kanaler og hvordan effektene kan påvirke hverandre, blant annet gjennom tap av natur. Ringvirkningene har konsekvenser for mennesker, natur og økonomi på tvers av sektorer og systemer. Dette betegnes som systemisk risiko.

Omfanget av konsekvensene vil avhenge av eksponering og sårbarhet i ulike sektorer. Klimaendringene vil medføre at ekstreme hendelser vil forekomme oftere framover. Dette vil påvirke oljefondet. Hvordan fondet vurderer og tar hensyn til klima- og naturrisiko, har derfor betydning for både selskapene det investerer i og verdiene i fondet. Men oljefondets størrelse gjør det også til en viktig aktør i verdens finansmarkeder og kan påvirke hvordan andre finansaktører håndterer disse risikoene.

Klima- og naturrisiko er sammenvevd

Fysisk klimarisiko er risikoen som følger av klimarelaterte farer, for eksempel ekstremnedbør, tørke og hetebølger. Eksempler på negative konsekvenser inkluderer tap av liv, levebrød, helse og velvære, økonomiske, sosiale og kulturelle verdier og investeringer, infrastruktur, arter, økosystemer og økosystemtjenester.

Naturrisiko, derimot, er faren for negative konsekvenser for aktører og samfunn når natur og naturmangfold går tapt eller forringes. Mange næringer er direkte avhengige av natur og økosystemer. Risikoen forsterkes når næringsvirksomhet selv legger press på naturen gjennom arealbruk eller andre miljøpåvirkninger, inkludert klimaendringer.

Fysisk klimarisiko og naturrisiko kan opptre hver for seg, men kan også forsterke hverandre. Et eksempel er ekstremværet Hans som i 2023 førte til store nedbørsmengder og flom, som igjen økte transport av organisk materiale og næringsstoffer til Oslofjorden. Dette påvirket vannkvaliteten og la ytterligere press på et allerede sårbart fjordsystem.

Klima- og naturrisiko påvirker økonomien gjennom flere kanaler. Skade på eiendeler og produksjonsinfrastruktur, forstyrrelser i verdikjeder og produktivitetstap som følge av helseeffekter er eksempler på mulige konsekvenser av klimaendringer som kan påvirke økonomien i andre deler av verden enn der skaden skjer. Dette skyldes at vi har en global økonomi. Konsekvensene kan forsterkes av geopolitiske spenninger eller hendelser i andre samfunnssektorer. Virkningene sprer seg på tvers av sektorer og systemer, og utgjør dermed en systemisk risiko.

Slike økonomiske tap vil sannsynligvis påvirke oljefondet negativt selv om fondet diversifiserer sine investeringer. Klima- og naturrisiko utgjør en trussel mot verdensøkonomien på makronivå, og vil ha vesentlig innvirkning selv ved høye tilpasningsnivåer.

Norges Bank forstår risikoene, men usikkerheten fortjener større oppmerksomhet

Norges Banks vurderinger av de økonomiske konsekvensene av klimarisiko viser til forskning og skadeestimater. De bruker to ulike tilnærminger for å vurdere de økonomiske konsekvensene av klimaendringer. Begge har svakheter som gjør at risikoen kan bli undervurdert.

Den første tilnærmingen ser på potensielle farer, estimerer hvor mye skade hver enkelt klimafare kan gjøre og summerer så disse. Svakheten er at man bare får med det man har tenkt på på forhånd og det er krevende å få opp en fullstendig liste over konsekvenser. Som eksempelet fra Europa sommeren 2026 viste, sprer virkningene av klimafarer og ødelagte økosystemer seg gjennom flere kanaler som er krevende å vurdere på forhånd.

Den andre tilnærmingen ser på den overordnede sammenhengen mellom temperaturøkning og indikatorer som BNP. Utfordringen er at de historiske sammenhengene som modellene bygger på, trolig ikke holder under et fremtidig klima.

Sammenhengen mellom temperaturøkning og konsekvensene kan endre seg under fremtidige klimaforhold som følge av ikke-lineære effekter og begrensninger i samfunnets og naturens tilpasningskapasitet. Vippepunkter i klimasystemet er et godt eksempel, der systemet endres fra en stabil tilstand til en annen.

Sist, men kanskje viktigst av alt, er det stor usikkerhet om fremtidig utvikling av klimaendringer. Også i de best utviklede modellene er anslagene betinget av hvordan fremtiden faktisk utvikler seg, om utslippene reduseres eller fortsetter å øke, og om samfunnets sårbarhet blir redusert eller forsterket. Det er svært vanskelig å forutsi den fremtidige utviklingen, noe som innebærer at kvantitative risikovurderinger i siste instans bygger på betingede anslag.

Anslagene spriker derfor fra ubetydelige til katastrofale konsekvenser og usikkerheten kan gå i begge retninger. Det mest alvorlige er om konsekvensene blir irreversible og mye større enn det modellene viser. Norges Bank bør ikke støtte seg utelukkende på tallene modellene produserer, men erkjenne at usikkerheten er langt større enn det modellene fanger opp. Derfor bør de i større grad ta hensyn til virkningsmekanismene forskningen har identifisert.

Stresstesten bør gjennomføres for flere scenarioer

Norges Bank har også gjennomført en stresstest med et ekstremt værhendelsesscenario der det oppstår avlingssvikt. Bruken av dette som et eksempel på klimarisiko er et viktig første steg. Men konsekvensene av klimaendringer og naturødeleggelse er omfattende innen mange områder og sektorer, ikke bare landbruk. Derfor er det viktig å forstå denne testen som én mulig utviklingsbane, og ikke som et uttrykk for den samlede klima- og naturrisikoen.

Norges Bank bør gjennomføre stresstester for flere scenarioer, inkludert scenarioer med kaskadeeffekter og virkninger som sprer seg på tvers av sektorer og systemer, og scenarioer med lav sannsynlighet og store konsekvenser, for å lære om mekanismene som påvirker klima- og naturrisiko for oljefondet.

Norges Bank bør gjøre mer for å forstå usikkerhetene og Norge bør bidra til å håndtere de underliggende årsakene

Klima- og naturrisiko utgjør en systemisk risiko for oljefondet. Det er begrensninger i hvor mye av risikoen som kan modelleres med dagens kunnskap, og man står dermed i fare for å undervurdere den. Vurdering av risiko handler om å ha bevissthet om sannsynlighet og mulig effekt. Dersom det er mulighet for katastrofale følger, må beslutninger tas på dette grunnlaget, selv om

sannsynligheten ikke kan fastslås presist. Usikkerheten i modellene og tallgrunnlaget er stor. Dermed er det enda større grunn til varsomhet og handling.

Regjeringen bør forberede seg på slike situasjoner, både på kort og lang sikt i fondets posisjonering. Norges Bank bør kontinuerlig vurdere hvordan usikkerheter rundt klima- og naturrisiko skal håndteres i oljefondet. Videre bør regjeringen i større grad vurdere hvor mye ressurser som skal avsettes til globale tiltak for å redusere risikoen i utgangspunktet, spesielt utenfor Norges grenser. Dette omfatter utslippsreduksjoner og risikoreduksjoner gjennom tilpasning. Dette kan bidra til å redusere den systemiske risikoen som klimaendringer og naturtap utgjør, og dermed beskytte fremtidig avkastning for fondet.

En boble er ikke den største KI-risikoen Oljefondet står overfor

Av Aksel Braaen Sterri og Martin Sunde Eriksen, henholdsvis fagsjef og rådgiver i tankesmien Langsikt

KI har konsentrert investeringer og drevet verdens børser til rekordnivåer, alt i forventning om store produktivitetsgevinster. Som konsekvens har Norge blitt veldig mye rikere.

Veksten skaper også utfordringer. Når en fjerdedel av fondsverdien er teknologiaksjer, vil endringer i disse kunne skape brå endringer i Oljefondets størrelse og indirekte på hvor romslig statsbudsjettet kan være. Som en «stresstest» har NBIM vurdert et scenario hvor KI-boblen sprekker og mer enn en tredjedel av fondsverdien fordamper.

En kortvarig KI-korreksjon er en mulighet vi bør være forberedt på, men etter vår vurdering ikke den med størst konsekvenser. I dette essayet går vi gjennom to andre muligheter: varig høyere vekst og store, katastrofale konsekvenser som følge av KI. Begge muligheter gir grunn til å bruke mer penger og utøve mer aktiv eierkontroll på KI-feltet enn vi gjør i dag.

Eventyrlig vekst

KI dobler sine kapasiteter hver fjerde måned og viser ingen tegn til å stoppe. Fortsetter utviklingen vil det være verdensøkonomiens største sjokk siden den industrielle revolusjonen. En eventuell korreksjon vil være en krusning på en kurve som peker rett oppover.

Det er selvfølgelig ikke gitt at teknologien vil fortsette å utvikle seg i samme hastighet som den har gjort de siste årene. Kanskje er det også usannsynlig. Men det er poenget med stresstester: å vurdere scenarioer med lav sannsynlighet for å inntreffe, så lenge konsekvensene er tilstrekkelig alvorlige dersom de inntreffer.

En viktig faktor i KI-utviklingen er om selskapene lykkes i å automatisere KI-forskning. Dette er ikke nødvendig for å lage bedre KI, men det vil være den viktigste kilden til en hurtig forbedring av modellenes evner. KI brukes allerede i stor grad til å assistere forskere og ingeniører i selskapene, men er ikke i stand til å utvikle nye maskinlæringsteknikker. De enorme fremskrittene innen matematikk, koding og evne til å utføre komplekse oppgaver, tyder likevel på at selskapene nærmer seg. Sentrale skikkelser i OpenAI og Anthropic forteller at de er i ferd med å knekke koden og at de vil lykkes i å utvikle en full-automatisert KI-forsker i løpet av de neste årene.

Den industrielle revolusjonen markerte en varig økning i veksttakten, fra 0,2 prosent årlig til 2-3 prosent siden. I de mest optimistiske scenarioene, spås det at KI kan ha en like transformativ virkning, med en økning fra dagens 3 prosent til 30 prosent årlig vekst; hvor innovasjoner som ville

tatt oss hundre år i stedet skjer på et tiår. Norsk økonomi ville doblet seg i løpet av to og et halvt år og vært ti ganger så stor i 2035.

Selv mer beskjedne anslag får store konsekvenser over tid. Hvis KI øker produktivitetsveksten med ett prosentpoeng årlig, vil det gjøre neste generasjon 35 prosent rikere enn uten KI.[1]

På hvilken måte er dette noe som får betydning for Oljefondet? En mulig implikasjon er at det kan bli viktigere enn noen gang at Oljefondet er plassert i amerikanske teknologiaksjer. Akselererende KI-utvikling kan konsentrere verdiskaping i teknologiselskapene og samtidig skape problemer for arbeidstakere og true statens skatteinngang.[2] Å ha midler plassert i Silicon Valley blir Norges viktigste hedge mot tapte verdiskapingsmuligheter i Norge. Dette balanserer implikasjonene en boble bør få for forvaltningen, hvor det er fristende å være mindre eksponert for teknologiaksjer for å forhindre bratte fall.

Hvis vi lykkes i å bruke KI til å heve velstandsnivået i hele økonomien, får det en mer subtil konsekvens; ikke for fondets portefølje, men for hvor fort vi bør bruke det. En bredt fordelt vekst vil redusere verdien av et fond for fremtidige generasjoner betraktelig. Slik norske bønder på 1800-tallet ikke burde spart penger til oss, bør vi i dette scenarioet heller ikke spare penger til våre steinrike etterkommere. Penger er et middel til velferd, og penger har avtagende marginalnytte. Muligheten for eventyrlig rikdom gir større grunn til å bruke fondet i dag.

Katastrofal utvikling

En rask forbedring av KIs evner peker også henimot en mer dyster mulighet for Oljefondet og Norge, nemlig at KI-utviklingen forårsaker katastrofale hendelser. Det gir NBIM en viktig oppgave: å bruke eiermakten til å styre utviklingen i en tryggere retning.

Den kanskje største systemiske risikoen fra KI kommer av at teknologien reduserer barrierene for å lage svært dødelige bio- og kjemiske våpen. En annen risiko er knyttet til hvordan KI-styrte droner kan gjøre samfunnet mye mer sårbart mot indre og ytre trusler. Også grunnleggende infrastruktur er truet gjennom KIs fremragende hacke-kapabiliteter. Våren 2026 valgte Anthropic å ikke gjøre Claude Mythos tilgjengelig for allmennheten på grunn av dens evne til å finne og utnytte sikkerhetshull. Sommeren 2026 ble det kjent at OpenAIs agenter hadde hacket seg inn i Hugging Face og senere i OpenAIs egne systemer.

Hugging Face-hendelsen, og en rekke andre hendelser i kjølvannet, viser også at modellene blir vanskeligere å kontrollere jo mer kapable de blir. Ledende eksperter advarer mot at mer selvstendige og kapable KI-systemer kan utføre stor skade om vi ikke utvikler bedre måter å styre og kontrollere systemene på. Det europeiske råd for systemrisiko (ESRB) oppjusterte i juni 2026 den systemiske cyberrisikoen fra "forhøyet" til "alvorlig". De vurderer at de mest avanserte KI-modellene gir angripere et forsprang over forsvarere på kort og mellomlang sikt.

Et tredje sett med problemer skyldes kappløpsdynamikker som gjør at vi tar forhastede avgjørelser. KI vil integreres i våpensystemer og annen kritisk infrastruktur fordi KI presumptivt kan ta raskere og bedre avgjørelser enn mennesker. Men dersom integrasjonen presses frem før systemene er pålitelige, vil vi være sårbare for ulykker.

KI gjør det mulig for flere å gjøre skade på større skala, fordi nær alle får tilgang på nesten den samme teknologien på nesten det samme tidspunktet. Det øker også sjansen for at en stat tar preventive grep for å forhindre at deres maktposisjon blir svekket. De som i dag har glede av konsentrert makt vil i økende grad bli desperate etter å forhindre spredning av kraftig teknologi. Antallet kriger og konflikter øker allerede. Og verre kan det bli.

Det er vanskelig å si med sikkerhet hvor alvorlige konsekvenser KI kan få. Men da nesten 1600 ledende KI-forskere ble spurt i slutten av 2024, mente over halvparten at det var minst 10 prosent sjanse for at KI forårsaker menneskehetens utslettelse.[3] Inkluderer vi katastrofale konsekvenser som er mindre alvorlige enn enden på menneskeheten, er følgelig den samlede sannsynligheten enda høyere.

Oljefondets interesse i å unngå katastrofale konsekvenser

NBIMs mandat er å sikre maksimal avkastning på lang sikt, innenfor enkelte etiske grenser. Oljefondets brede eierskap gir fondet andre interesser enn enkeltselskapene de eier. Enkelte selskaper kan spare penger ved å velte kostnader over på andre. Som en nær universell og langsiktig eier, har fondet interesse av å ivareta hele verdensøkonomien.

Det begrunner Oljefondets krav om at selskaper skal ha en troverdig strategi for netto nullutslipp. Ekstreme klimaendringer er dårlig for verdensøkonomien, selv om enkelte selskaper kan tjene gode penger på veien dit. Fondet bruker derfor sin rolle som medeier til å gjøre selskapene mer klimavennlige, fordi det gir høyere forventet avkastning.[4]

Samme logikk bør anvendes på KI. Store negative konsekvenser som følge av KI, vil kunne ramme en stor del av verdensøkonomien og derigjennom Oljefondets portefølje. Store ulykker vil også kunne svekke KIs anseelse som trygt og dermed dets forventede verdi, på samme måte som Tsjernobyl-ulykken svekket atomkraftens transformative potensial. Hvis KI skulle utslette menneskeheten, er også verdien av fondet lik null. Det er derfor i Oljefondets interesse at KI-utviklingen blir tryggere.

Hva bør gjøres?

Både ESRB og IMF anser KI som en voksende systemisk risiko. Det tilsier at NBIM ikke kan diversifisere seg unna den. Imidlertid er det flere andre virkemidler som kan redusere risikoen.

NBIM bør utvide sine stresstester til å dekke varig høyere vekst og ulike katastrofale KI-hendelser, i tillegg til å stille tydeligere forventninger i eierskapsdialogen. Interessen for ansvarlig KI-utvikling er allerede demonstrert gjennom «synspunktet» fra 2023, som argumenterer for at de mest kapable KI-systemene bør underlegges ekstra kontroll. Men et synspunkt er ikke styrende for fondets eierskapsdialog.

Et forventningsdokument, som NBIM har for blant annet klima og menneskerettigheter, ville derimot vært styrende. Et slikt dokument burde gi føringer for hva selskapene kan og ikke kan skrive i "konstitusjonen" til KI-modellene de utvikler, som er selskapenes primære dokument for å forene modellene med våre verdier og for å håndtere interessekonflikter. Det er essensielt at modellenes konstitusjon gir klare føringer på å hensynta allmennhetens interesse og bevare menneskelig kontroll, spesielt når KI-systemene selv får en større rolle i å utvikle bedre KI.

En annen mulighet er å stille forventninger til de tusen selskapene fondet eier som kjøper KI-tjenester av teknologiselskapene. Ved å påvirke KI-selskapenes kundemasse kan fondet indirekte påvirke KI-selskapenes adferd.

Finansdepartementet kan på sin side skrive KI-sikkerhet inn i NBIMs mandat for forvaltningen, slik de har gjort med klima. Mandatet gjør det til en kjerneoppgave som ikke kan velges bort og gir eierskapsarbeidet solid forankring. Slik netto null-utslipp regnes som nødvendig for fondets langsiktige avkastning, gjelder det samme for trygg KI-utvikling.

Eierskapsutøvelse alene løser ikke problemet. Det gjør heller ikke markedets insentiver. Selskapene har riktig nok sterke insentiver til å unngå å selge systemer ute av kontroll. Men i tråd med konkurransesituasjonen selskapene befinner seg, ser vi likevel at sikkerhet nedprioriteres.

På andre områder, som kjernekraft, luftfart og helse, har samfunnet kommet til at erstatningsansvar og forbrukermakt er utilstrekkelig og innført en rekke sikkerhetskrav. Dette mangler på KI-feltet.

Internasjonale sikkerhetsmekanismer, slik Støres KI-opprop tar til orde for, er et steg i riktig retning. Vi trenger også flere forskningssentre som jobber med KI-sikkerhet. Slik forskning er underfinansiert og de beste miljøene ligger utenfor Norge. Fondsmidler kunne finansiert slike institusjoner ved de beste universitetene i verden uten å risikere at økt pengebruk driver prisene opp hjemme. Den minst ambisiøse versjonen av dette argumentet tilsier at dette kan gjøres innenfor handlingsregelen og sammen med likesinnede internasjonale aktører. Men vi har grunner til å gå lenger.

Siden det er en ikke-ubetydelig sjanse for at KI-utviklingen både kan gjøre fremtidige generasjoner mye rikere så vel som at det kan lede til katastrofale, irreversible konsekvenser, har vi grunner til å nedjustere verdien av et stort oljefond. Tilsvarende bør vi oppjustere verdien av å bruke penger i

dag, spesielt på tiltak som kan redusere sjansen for katastrofale konsekvenser. Det er en god mulighet for at generasjonene vi sparer til, ville ønske å bruke en liten andel av sparepengene deres på å beskytte dem mot aktiviteter som truer eksistensen deres.

Jo større katastrofe, desto mer penger bør vi bruke på å forhindre den. NASA og ESA bruker 500 millioner dollar i året på å speide etter sivilisasjonsutslettende asteroider, til tross for at de estimerer sannsynligheten til én til én million. Anslår vi sjansen for tilsvarende KI-katastrofe til 0,1 prosent de neste hundre årene, tilsier samme betalingsvilje at vi burde bruke 500 milliarder dollar i året på å motvirke katastrofen. Det er er minst 20 ganger mer enn selskapene bruker på KI-sikkerhet.[5]

Stortinget bør derfor se seg rettferdiggjort i å bruke ekstraordinære fondsuttak for å beskytte oss mot katastrofale scenarioer, inklusive KI. En bra bruk av fondets midler vil være å stimulere til konkrete fremskritt innen KI-sikkerhet. Internasjonale avtaler for å forhindre farlige kappløp er avhengig av verifikasjonsteknologi som ikke finnes i moden form. En mulighet Norge kan ta er å utlove en innovasjonspris til den som utvikler verifikasjonsteknologien som kan brukes til å sikre at USA og Kina kan stole på at avtaler overholdes.

Oljefondet kan bidra til å løse dette koordineringsproblemet av enorm betydning for dagens og fremtidens velferd.

Noter:

1. En generasjon defineres som 30 år. Et konkret eksempel er en rapport Samfunnsøkonomisk analyse skrev for NHO, som anslo at generativ KI kan løfte den årlige produktivitetsveksten med 0,7 prosentpoeng frem mot 2040. Sammen med annen KI og avansert digitalisering gir det 5600 milliarder i økt verdiskapning samlet.
2. Daron Acemoglu advarer mot at omstillingen er uten historisk sidestykke. Det som tok 80 år i den industrielle revolusjonen tar et par år i dag, og virker på tvers av mange sektorer. Det er ingen automatikk i at det vil skape flere jobber eller at godene vil tilfalle arbeidstakerne, hevder Acemoglu. I hans og Simon Johnsons Power and Progress bruker de teknologihistorie for å vise at fordelingen av nye teknologiers goder avhenger av maktforholdet mellom arbeidstakere og eiere, og de advarer mot at KI erstatter og ikke utvikler arbeid, slik at gevinstene tilfaller eierne.
3. Det er mye diskusjon om holdbarheten i slike anslag. For en god kritikk, se Princeton-gutta (AI as normal technology). For et forsvar for å tallfeste subjektive anslag, se Toby Ord (The Precipice).
4. NBIM mener selv at slik eierskapsutøvelse virker. I Ansvarlig Forvaltning 2025 (s. 47-48) skriver de at selskaper de har hatt netto null-dialog med setter netto null-mål merkbart oftere enn sammenlignbare selskaper de ikke har dialog med. Dersom det virker på klima, bør det også virke på områder som KI.
5. De fire største amerikanske teknologiselskapene brukte omkring 400 milliarder dollar på KI-utvikling i 2025. Ifølge Anthropic jobber fem prosent av staben med sikkerhet. Det er et optimistisk estimat av flere grunner: Anthropic er et selskap som er spesielt opptatt av KI-sikkerhet; sikkerhetsarbeid krever også regnekraft, men treningen av de store modellene er det mesteparten av regnekraften går til.

Fra statsobligasjoner til fornybar energi – en investering i fremtidens energiforsyning

Av Tellef Thorleifsson, tidligere leder Norfund

Da jeg var liten, drømte jeg om å kunne eie en foss. Vannet renner hele tiden, fosser kan produsere strøm, og energien er fornybar. I Norge har vi mange fosser, som leverer det meste av strømmen vi bruker. Vårt bidrag til verdens energiforsyning skjer imidlertid først og fremst gjennom eksport av olje og gass. Hva om vi tok mål av oss til å plassere mer av inntektene i fremtidens energiforsyning?

I dag er disse inntektene, gjennom Oljefondet, primært investert i aksjer, gjeldspapirer og statsobligasjoner. Statsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner utgjorde ved utgangen av 2025 om lag 4000 mrd kroner, eller ca. 19% av fondets samlede verdi. Det tilsvarer omtrent 720.000 kroner for hver av oss som bor i Norge. Omtrent halvparten av dette er investert i amerikanske statsobligasjoner.

Å eie en statsobligasjon betyr i praksis at man har gitt et lån til et land som forplikter seg til å betale renter og tilbakebetale lånet ved forfall. Slike obligasjoner er omsettelige, og de utgjør en viktig del av finansmarkedet. Finansdepartementet anser det å eie statsobligasjoner som mindre risikabelt enn det å eie aksjer. Det er jeg uenig i.

Statsobligasjoner er ikke risikofrie

Flere av verdens største utstedere av statsobligasjoner er dypt forgjeldede. Statsgjelden vokser kraftig over hele verden. Den klart største utstederen av statsobligasjoner, USA, har en offentlig gjeld på over 100% av BNP. Det årlige føderale budsjettunderskuddet er nå på ca. 6,5% av BNP. Det betyr at den amerikanske stat løpende bruker vesentlig mer penger enn den får inn.

Gjeldsbyrden er omtrent like stor i UK og Frankrike. Frankrike har ikke gått med overskudd siden 1974. Utfordringen forsterkes av en aldrende befolkning og vedvarende svak vekst. Det er vanskelig å se for seg at denne statsgjelden på et eller annet tidspunkt ikke vil tape seg i verdi, eller i verste fall at deler av gjelden må slettes.

NBIM har selv reist spørsmål ved sammensetningen av obligasjonsporteføljen. De har derfor nylig foreslått for Finansdepartementet å redusere andel statsobligasjoner fra 70% til 50% av samlede gjeldspapirer. Forslaget representerer en omfordeling i størrelsesorden 1100–1200 milliarder kroner. Det foreslås at dette alternativt kan plasseres i bolig- og bedriftsobligasjoner.

Jeg er enig med NBIM i at lån til private aktører trolig er mindre risikabelt enn statsobligasjoner. Men det aktualiserer et interessant spørsmål: Hvorfor ikke samtidig vurdere om en del av kapitalen heller kan investeres i infrastruktur for utbygging av fornybar energi?

Norfund har vist at fornybarinvesteringer i utviklingsland kan være lønnsomme

Som tidligere leder av Norfund, har jeg selv erfart at slike investeringer kan gi en god avkastning opp mot risiko. Å eie infrastruktur i form av sol, vind, vannkraft, batterier og kraftnett gir eksponering mot reelle anlegg som produserer energi som samfunnet har behov for. Det kan være en del risiko knyttet til konstruksjonen av kraftverkene, og det er tilfeller med forsinkelser i betalinger for avtalt levert strøm, men risikoen er etter min vurdering lavere enn statsgjeld.

Norfund har investert i fornybar energi siden oppstarten i 1997. Til tross for at investeringene er gjort i noen av verdens mest krevende markeder, har den historiske energiporteføljen (ved utgangen av 2025) levert en gjennomsnittlig årlig avkastning på 6,4 % målt i investeringsvaluta og 9,8 % målt i norske kroner. For Klimainvesteringsfondet Norfund har forvaltet siden 2022, som investerer i mellominntektsland med mye kullkraft som India, Sør-Afrika og Indonesia, har avkastningen vært på 13,3% i investeringsvaluta og 9,7% i norske kroner.

Klimaeffekten av fornybarinvesteringer i vår finansielle interesse

Norfund og Klimainvesteringsfondet har bidratt til å unngå utslipp av CO2 ved å få opp tempoet på overgangen til fornybar energi i landene med størst vekst i energietterspørselen.

Bakgrunnen er at fornybar energi krever store engangsinvesteringer, men har lave stabile driftskostnader. Fossil energi krever mindre investeringer, men har høye og ustabile driftskostnader. Det gjør at det fortsatt kan være rasjonelt å bygge ut nye kullkraftverk der kapitalen er dyr, slik den er i utviklingsland, blant annet som følge av høyere opplevd risiko, svakere valutaer og høyere finansieringskostnader. Ved å øke tilgangen til risikovillig kapital, kan man «tippe vektskåla», slik at fornybar energi blir det eneste fornuftige valget.

Samlet bidro Norfunds investeringer i ny fornybar kraftkapasitet til beregnede unngåtte utslipp på 10,3 millioner tonn CO_2 i 2025. Investeringene gjennom Klimainvesteringsfondet forventes å bidra til mer enn 40 millioner tonn unngåtte CO_2-utslipp årlig når prosjektene er ferdig utviklet.

En slik klimaeffekt av investeringer i fornybar energi er også i Norges egeninteresse. Ikke bare fordi klimaendringene også rammer landet vårt, men kanskje vel så mye fordi vi er eksponert for konsekvensene disse vil ha globalt på mulighetene for langsiktig avkastning på formuen vi har i Oljefondet. For å si det enkelt: Det er lite trolig at Oljefondet vil ha 4% avkastning i en verden med 4 graders oppvarming.

Iran-krigen kan gi mer kull – eller mer fornybar energi

Iran-krigen og forstyrrelsene i energiforsyningen gjennom Hormuzstredet har igjen vist hvor sårbar verdensøkonomien er for olje- og gassprissjokk. Høye energipriser rammer særlig

energiimporterende utviklingsland, blant annet gjennom inflasjon, dyrere transport og økte matpriser. Slike kriser styrker insentivene til å bygge ut innenlandske energikilder. Energisikkerhet har blitt en stadig viktigere driver for investeringer i fornybar energi.

Den umiddelbare effekten av energikrisen som følge av Iran-krigen er imidlertid at kullkraft vokser hurtigere enn fornybar energi i den fattige del av verden. Om det blir resultatet også på lengre sikt, avgjøres blant annet av tilgangen på kapital.

Norge investerer vesentlig mer i olje og gass enn i fornybar energi

Mens verden som helhet nå investerer nesten to kroner i fornybar energi for hver krone i olje, kull og gass (IEA 2026), ble det ifølge SSB i Norge i fjor investert omtrent syv ganger så mye i olje og gass (273 mrd) som i fornybar energi og oppgradering av strømnettet (38,6 mrd). I tillegg eier Oljefondet aksjer for milliarder i de største oljeselskapene, selv om NBIM, som i 2017 selv foreslo å gå helt ut av olje, fikk tillatelse til å selge seg ut av rene oppstrøms oljeselskaper i 2019.

Markedsverdien av NBIMs unoterte fornybarinvesteringer utgjør kun 0,4% av fondets totale verdier, selv om forvaltningsmandatet gir mulighet for inntil 2%. Volumet har blitt begrenset av at hovedstyret har begrenset fondet til å kun få lov til gjøre slike investeringer i Europa og Nord-Amerika – der tilgangen på kapital de siste årene har vært god. Markedene i vekst i særlig Asia der det er mangel på kapital, og mulighetene dermed er store for å både få bedre avkastning og ha en positiv klimaeffekt, har vært utelukket.

Andre oljeeksportører er mer ambisiøse på utbygging av fornybar energi

Da jeg jobbet i Norfund, møtte jeg flere store internasjonale aktører innen utbygging av fornybar energi. Kina er verdens klart største grønne investor. Utenfor Kina ser vi at de mest aktive aktørene kommer fra oljeeksporterende land i Midtøsten. Masdar er et godt eksempel. Det er Abu Dhabis spesialiserte investerings- og utviklingsselskap for fornybar energi. Selskapet investerer internasjonalt i solkraft, vindkraft, batterilagring og grønt hydrogen blant annet i Midtøsten, Sentral-Asia, Europa og Afrika.

Masdar har satt seg som mål å nå 100 GW fornybar kapasitet innen 2030. Det tilsvarer omtrent 2,5 ganger hele Norges installerte fornybare kraftkapasitet. På lengre sikt er ambisjonen å levere like mye energi i form av elektroner som de i dag eksporterer i form av molekyler gjennom olje og gass. Det betyr at de må øke samlet fornybar energiproduksjon til ca. 500 GW. Det interessante er perspektivet: Et land som har bygget sin velstand på olje og gass, investerer samtidig i å bli en betydelig leverandør av fornybar energi.

Kan Norge finansiere flere elektroner enn molekyler?

Norge produserte totalt 162 TWh elektrisitet i 2025, hvorav det aller meste er fornybart. Samtidig utgjorde vår samlede fossile energieksport hele 2344 TWh, målt etter energi-innholdet i olje og gass. Det betyr at vi måtte produsere rundt 15 ganger så mye fornybar elektrisitet som dagens samlede kraftproduksjon for å levere tilsvarende energimengde. Selv med massiv utbygging av havvind, er det ikke realistisk å se for seg at dette kan skje i Norge. Men om vi, som Masdar, tenker bredere og investerer globalt i fornybar energi, blir perspektivet et annet.

For å produsere 2344 TWh fornybar elektrisitet årlig må det bygges ut anslagsvis 900 GW, forutsatt en utnyttelsesfaktor på 30%. Kostnadene for å bygge ut fornybar energi har falt betydelig over tid. Legger vi likevel en illustrativ investeringskostnad på 1,20 dollar per watt til grunn, tilsvarer 900 GW en samlet prosjektinvestering på rundt 10,800 milliarder kroner ved en dollarkurs på 10 kroner. Forutsetter vi at prosjektene finansieres med 70 % gjeld og 30% egenkapital, blir egenkapitalbehovet rundt 3,200 milliarder kroner. Det tilsvarer omtrent 15% av Oljefondets verdi ved utgangen av 2025.

Men Norge behøver ikke finansiere all egenkapitalen alene. Dersom NBIM investerer halvparten og mobiliserer andre egenkapitalinvestorer til resten, blir fondets kapitalbehov om lag 1600 milliarder kroner, eller rundt 7–8% av Oljefondet.

Det er en stor eksponering. Men den kan fordeles på mange land, teknologier, prosjekter, partnere og valutaer. Til sammenligning har Oljefondet i dag en større eksponering mot amerikanske statsobligasjoner alene. Det betyr ikke at risikoen er den samme, men det illustrerer at vi allerede aksepterer betydelige konsentrasjoner i enkelte aktivaklasser og markeder.

Det ville være urealistisk å investere et så stort beløp på én gang. En slik satsing kunne for eksempel bygges opp over ti år. Det årlige egenkapitalbehovet for NBIM ville da være rundt 160 milliarder kroner, tilsvarende omtrent 0,75 prosent av Oljefondets verdi ved utgangen av 2025.

Dette er en forenklet beregning som ikke tar hensyn til avkastning, endringer i fondsverdi, reinvesteringer eller behovet for å erstatte anlegg som når slutten av levetiden. Til sammenligning investerte NBIM 28,4 milliarder kroner brutto i unotert fornybar infrastruktur i 2025. En årlig investering på 160 milliarder kroner ville være rundt 5,7 ganger dette nivået. En slik oppskalering ville kreve endringer i NBIMs mandat.

En global satsing på denne størrelsen kan selvsagt vanskelig begrenses til Europa og Nord-Amerika. Behovet for ny kraftkapasitet er særlig stort i fremvoksende økonomier i Asia, Afrika og Sør-Amerika, der det også er viktig å gjøre fornybar energi til et konkurransedyktig alternativ til ny kullkraft.

Investeringene måtte derfor gjennomføres med kompetanse på lokale markeder, solide partnere og en gjennomtenkt håndtering av politisk risiko, valuta og prosjektfinansiering. De kunne dels gjøres direkte, men også gjennom spesialiserte aktører som Norfund og andre internasjonale fond med relevant erfaring.

Mindre statsgjeld og mer fornybar energi – en vinn-vinn-vinn strategi

Dersom Norge gjennom NBIM gradvis selger seg ned i statsobligasjoner og gjør en del av denne kapitalen tilgjengelig for investeringer i en global portefølje av fornybar energi, kan det gi langsiktige gevinster på flere områder.

For det første kan vi oppnå god finansiell avkastning, men med en mer balansert sammensetning av risiko. Vi kan redusere eksponeringen mot høyt forgjeldede stater og øke investeringene i produktiv infrastruktur i land med voksende behov for elektrisitet.

For det andre kan vi aktivt bidra til å redusere globale klimagassutslipp. Nye fornybarprosjekter kan gi betydelige unngåtte utslipp når de erstatter kull og andre fossile energikilder. Effekten vil være særlig stor i kraftsystemer som i dag er dominert av fossil energi.

For det tredje har vi en egeninteresse av å begrense klimagassutslippene. I en verden med 4 graders oppvarming blir det krevende å opprettholde en positiv langsiktig avkastning i Oljefondet som kan dekke våre løpende utgifter.

For et land som har bygget store deler av sin finansielle formue på olje og gass, har vi også en moralsk plikt til å bidra til at fremtidens energiforsyning blir fornybar.

Credible Commitment to Future Generations via Sovereign Wealth Funds? Comparing the GPFG to the Alaska Permanent Fund (APF) and the German RAG-Foundation.

Av Detlef Sprinz, Senior Scientist at PIK and Professor at the Faculty of Economics and Social Sciences at the University of Potsdam.

1. Intergenerational Sovereign Wealth Funds as Commitment Devices

Intergenerational sovereign wealth funds (SWFs) stand out from other state funds: They have a multigenerational mission; their aspiration is to fulfill their mission in perpetuity. In competitive democracies, the potential of political disagreement over the use of public finances poses a threat to the intergenerational function of SWFs: Which is the balance between benefitting present versus future generations? Even if a commitment is initially made to future generations, it can be revoked at a future point in time, thereby triggering the time inconsistency (or credible commitment) challenge: What was an optimal decision at an earlier point in time may become suboptimal later in time, thereby potentially leading to policy reversal (Hovi et al., 2009; Underdal, 2010). The anticipation thereof may even make long-term promises not credible from the outset.

Has the GPFG kept the promise of intergenerational benefit sharing in comparison with other intergenerational SWFs in competitive democracies? By virtue of a brief, the answer has to be concise.

Two central mechanisms determine the long-term solvency and intergenerational benefit-sharing of intergenerational SWFs: The inflows into the SWF over time, and the outflows from the fund to beneficiaries (budgets or perpetual expenditure obligations). The accumulated inflows into the fund determines the size of the fund along with the return on investments (ROI) achieved. The outflows from the fund *relative to* the sum of (1) original inflows into the fund plus (2) ROI of the fund's balance determine the degree of benefit sharing across generations.

Put differently, it may be politically convenient to authorize high annuities (outflows) now, but this comes at the expense of future generations. And present generations hold voting rights in free democracies.

2. Comparison of Three Intergenerational Sovereign Wealth Funds

The GPFG can be put into perspective with two other intergenerational SWFs, namely the Alaska Permanent Fund (APF), and the German RAG-Foundation. The Alaskan and Norwegian funds have received most of their inflows from government taxes and levies from oil and gas extraction. The

German fund received a one-time endowment to pay for the perpetual costs from exiting hard coal mining. All three funds are of considerable size, with the GPFG clearly the largest of all. All funds have a legal or contractual basis. In the Alaskan case, the principal is also constitutionally protected, but the ROI of the APF in the so-called "Earnings Reserve Account" is not.

The rule for the outflows from the GPFG is a policy agreement in Storting (Norwegian Parliament) to transfer the long-term ROI from investing the fund to the annual national government budget (the fiscal policy rule).

At present, the GPFG covers roughly a quarter of government expenditures in the Norwegian annual budget. In essence, this is a clustered risk for budget revenues due to the ups and downs of market valuation – which have been described, e.g., in government reports to Storting. Over time, real returns have been about 4.4 percentage points annually (Meld. St. 7 (2025–2026)).

By contrast, the RAG-Foundation has received a one-time endowment, but *lost* capital over time. It faces two-sided risks: investment risks (ROI) and the costs of its mission (that are the reason for its creation), such as pumping water from mines and maintaining dikes.

As of 2026, the RAG Foundation faces an audit by the Federal Government Accounting Office due to its clustered financial portfolio (largely stemming from an in-kind endowment), running a regional incubator, and holding a not very diversified financial portfolio in general. Furthermore, the overall size of the fund is considered insufficient in view of its intergenerational mission (Müller, 2026) (see below).

Alaska law sets out a formula to pay 50% of ROI as Alaska Permanent Fund dividends to each resident per year. The remainder is used for inflation proofing and supporting the Alaska state budget. This rule has not been followed since ca. 2015 due to budgetary crises, thereby not heeding the advice by Kydland and Prescott to follow "rules rather than discretion" (Kydland & Prescott, 1977), except under extraordinary circumstances. Alaska's annual draw on the APF now generates more than 50% of the core Alaska state budget (Unrestricted General Fund).

The APF faces the challenge of serving two purposes: individual Permanent Fund Dividend payments while also providing income for the Alaska State budget. The size of Permanent Fund Dividends has been a contentious political issue. Since Alaska has a narrow tax base (no state income tax, no sales/value added tax), the budgetary situation becomes tight in periods of low oil and gas prices. Consolidated accounts and a fixed spending rule – as found in the Norwegian GPFG – have been repeatedly recommended – but, hitherto, not yet approved.

3. Stress Testing Intergenerational Funds

All three funds underwent stress testing, but these tests are not readily comparable. Stress tests of the GPFG have been undertaken by a range of actors since the mid-2010s, with NBIM's (2026) stress testing for 2025 distinguishing historical stress tests from hypothetical stress tests. The former use historical financial market events for guidance. The latter build on systemic risk factors, such as imploding valuations of AI companies, a fragmented world of trading blocs rather than free global trade, regional debt crises that do not spread directly to the global level, as well as climate-related events, such as the impacts of extended heat waves on agricultural production.

While NBIM (2026) shows that these stressors can severely impact the fund's value, this also appears to be a missed opportunity for anticipation: Early warning is feasible in two-and-a-half of these cases as they are the consequences of political decisions:

- A world of trading blocs rather than comparatively free trading under WTO rules reflects failed trade negotiations ("fragmented world"). These may reflect failed global negotiations or the imposition of unilateral tariffs and non-tariff barriers.
- Public sector debt crises are often the result of inappropriate oversight of the financial sector or imprudent public finances – all of which can be influenced by political decisions.
- And adverse, human-made climate impacts reflect the failure of international policy cooperation at mitigation and/or lack of anticipative adaptation to climate change at regional, national, and/or local levels.

For such types of political challenges, political forecasting combined with stochastic perturbations allow for anticipation and potential preparation of response strategies by the asset owner and managers. For example, the numerical "Predictioneer's Game" has been used to predict political decisions at the international, national, and corporate levels and can be employed for stress testing by varying probability and severity of perturbations (Bueno de Mesquita, 1998, 2011; Sprinz et al., 2016).

Similar stress assessments were undertaken for the Alaska Permanent Fund, specifically (1) deterministic, historically informed, and (2) probabilistic simulations.

APF is split into a constitutionally protected principal and an Earning Reserve Account for yearly appropriations by the Alaska Legislature. The simulations showed that the Earnings Reserve Account would fall short of its legal obligations. That is, it wouldn't be able to offer a yearly 5% draw on the total value of the fund and finance inflation-proofing (Alaska Permanent Fund Corporation, 2024).

The latter protects the real value of the total fund, while the Norwegian fiscal policy rule insists on disbursing the *real* long-term rate of investment, i.e., it takes account of inflation. The preferred

advice for the APF for over two decades is to combine both accounts into a single fund structure, to minimize the problems demonstrated by the stress testing (Alaska Permanent Fund Corporation, 2024).

Finally, the RAG Foundation follows an endowment model with double-sided risks (see above). An (unpublished) investigation report by the German Federal Accounting Office showed that the current value of the fund is roughly half what is needed for serving its function in perpetuity. This attests to the comparatively low stress resistance of the RAG Foundation in view of its intergenerational mission.

In comparing the three funds, the GPFG looks most solidly managed in a turbulent world. The APF faces more predictable near-term problems that have already led to political crises for managing public budgets in Alaska. The financial future of the RAG Foundation looks least promising, given its present investment model and lack of a sufficiently large balance to meet its long-term obligations.

4. **Credible Commitment to Future Generations?**

At present, the Norwegian GPFG appears to be in a favorable shape in terms of size and performance. Its main risks are political and economic. The annuities hitherto delivered are currently sufficient to fulfill most demands of the major political parties most of the time. Its unexpected growth over time and success in generating ROI plus discipline in sticking to the fiscal policy rule made it successful (Schjøtt-Pedersen, 2024). Yet its success may have side effects.

First, asking for a higher outflow of funds may be politically convenient, yet the question arises whether the rate of long-term real return may have to be set below 3%, thereby initiating discussions over spending priorities. Second, the size of the annual outflow creates a risk for government revenues: The national budget has become partially contingent, in the long run, to the ROI of the GPFG. If international valuations of the financial portfolio change due to a protracted downward market revaluation, as described under stress testing, Norway would face major government budget challenges in the medium run (see also Section 4 in Part 1 of this report). Given that the GPFG is invested into the global economy, a long-term slowing of global economic growth by historical standard (rather than a time-limited recession or a "fragmented world," see above) would result in declining ROI and a possible numerical adjustment of the fiscal policy rule below 3%.

By contrast, Alaska has not built a broad enough tax base for the government budget and faces clustered risks with the APF's importance for government revenues. Yet it has not been able to agree on an enforceable fiscal policy rule for many years. This makes the APF vulnerable to stress

and casts some doubts on the credibility of the intergenerational mission. Alaska's academics and politicians have been aware of this challenge for some time.

The RAG Foundation is presently under considerable pressure due to the Audit of the German Federal Accounting Office (in combination with two state-level accounting offices). It appears underfunded and not prudently invested. By way of comparison, it appears least well-performing among the three intergenerational sovereign welfare funds selected for this brief.

All three funds have clear mandates, either in supporting government budgets (and in the Alaskan case also individual dividend payments) or in supporting permanent missions. Their central challenge may, however, be political. Much like financial risks, political risks can often be modeled, anticipated, and prepared for.

In conclusion, out of the three intergenerational funds, the GPFG looks most solid in terms of finance and politics – yet still faces substantial risks exactly because it has been so successful and is exposed to a turbulent world.

Table: Intercomparison of four Intergenerational Sovereign Wealth Funds and Their Challenges

Dimensions	**Government of Norway Pension Fund Global (GPFG, Oil Fund)**	**Alaska Permanent Fund (APF)**	**RAG-Foundation (Perpetual Fund for Phase-Out of Hard Coal in Germany)**
Type of Fund	Intergenerational Fund	Intergenerational Fund	Intergenerational Fund
Fund Revenues (excl. return on investments)	Government earnings from oil and gas	Government earnings from oil and gas	Endowment deeded by RAG AG (incl. Evonik Industries AG)
Size (consolidated)	Ca. NOK 21.71tr (ca. € 2tr) (16 Nov. 2026)	Ca. $ 88b (ca. € 80b) (30 Sep. 2026)	Ca. € 12.4b (31 Dec. 2025)

Ultimate Goals	Transform government revenues from oil & gas into financial endowment to support annual government budget Budget stabilization under extraordinary circumstances (crises)	Transform government revenues from oil & gas into annual Permanent Fund Dividends (for individuals) & support annual Alaska government budget	Finance the (annual) perpetual (and time-limited) obligations of the German phase-out of hard coal mining
Legal Foundation	Norwegian Law Spending rule: political agreement in Storting (not law)	Alaska Constitution & Alaska laws	Hard Coal Finance Law (SteinkohleFinG)
Investment into	Broadly diversified portfolio worldwide, incl. illiquid asset classes	Broadly diversified portfolio worldwide, incl. illiquid asset classes	Partially diversified portfolio; private equity holding company for innovative Mittelstand, incl. illiquid asset classes
Ultimate Risk Bearer in Case of Failure	Norwegian taxpayers and Norwegian state budget	Alaska taxpayers and Alaska state budget	German federal government (1/3) and taxpayers of two federal states
Central Challenges	Size of the annuity (amounts to ca. 25% of government expenditures p.a.)	Size of the annuity (a) Permanent Fund Dividend to Individuals (b) contribution to the Alaska State budget	Size of the annuity in view of the expected expenditures of ca. €309m p.a. (2025)

		(transfer to the Unrestricted General Fund alone amounts to ca. 50% of Alaska State expenditures)	Size of the endowment fund
Core Risks	Decline in valuation of the fund Decline in annual revenues from oil & gas	Decline in valuation of the fund Decline in annual revenues from oil & gas	Decline in valuation of the fund Investment risk from running a self-styled public equity fund Change in annual costs of hard coal phase-out
Weblink	www.nbim.no	www.apfc.org	www.rag-stiftung.de

Status: 16 Nov. 2026

Note: This essay does not represent the position of the Potsdam Institute (PIK), the University of Potsdam, or their funding agencies. The author is solely responsible for its contents. Funding for the underlying research by the University of Potsdam and the Thyssen Foundation under respective travel grants is greatly appreciated. None of them bears responsibility for the contents of this brief.

©Detlef Sprinz, 2026

References

Alaska Permanent Fund Corporation. (2024). A *Rules-Based Permanent-Endowment Model for Alaska*. Trustees' Paper 10.. https://apfc.org/report-archive/#

Bueno de Mesquita, B. (1998). The End of the Cold War: Predicting an Emergent Property. *Journal of Conflict Resolution*, 42(2), 131-155. https://doi.org/10.1177/0022002798042002001

Bueno de Mesquita, B. (2011). A New Model for Predicting Policy Choices. *Conflict Management and Peace Science*, *28*(1), 65-87. https://doi.org/10.1177/0738894210388127

Hovi, J., Sprinz, D. F., & Underdal, A. (2009). Implementing Long-Term Climate Policy: Time Inconsistency, Domestic Politics, International Anarchy. *Global Environmental Politics*, 9(3), 20-39. https://doi.org/doi:10.1162/glep.2009.9.3.20

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, *85*(3), 473-491. https://doi.org/10.1086/260580

Müller, T. (2026, 02 July 2026). *Bundesrechnungshof rügt RAG-Stiftung [German Federal Accounting Office Remands RAG-Foundation]*. Retrieved 17 Oct. 2026 from https://www.die-stiftung.de/news/kapitalanlage/bundesrechnungshof-ruegt-rag-stiftung-161976/

Schjøtt-Pedersen, K. E. (2024). En regel mot ressursforbannelsen: handlingsregelen som politisk og økonomisk virkemiddel. *Norsk statsvitenskapelig tidsskrift*, 40(4), 165-193. https://doi.org/10.18261/nst.40.4.1

Sprinz, D. F., Bueno de Mesquita, B., Kallbekken, S., Stokman, F., Sælen, H., & Thomson, R. (2016). Predicting Paris: Multi-Method Approaches to Forecast the Outcomes of Global Climate Negotiations. *Politics and Governance*, 4(3), 172-187. https://doi.org/https://doi.org/10.17645/pag.v4i3.654

Underdal, A. (2010). Complexity and Challenges of Long-Term Environmental Governance. *Global Environmental Change*, 20(3), 386-393. https://doi.org/10.1016/j.gloenvcha.2010.02.005