

Forvaltning av petroleumsformuen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i Polyteknisk Forening 8. november 2005

Oljealderen i Norge er 30 år, og den ser ut til å kunne vare i mange år framover. I dette foredraget vil jeg prøve å si litt om hvordan vi har håndtert oljeformuen til nå. Dessuten vil jeg drøfte utfordringer som fortsatt ligger foran oss.

På noen punkter har vår håndtering av oljeformuen vært svært vellykket. Vi har greid å definere den som en nasjonal formue og har sørget for at det aller meste av den tilfaller fellesskapet. Både statens eierandeler gjennom SDØE og skattesystemet har bidratt til det. De selskaper som utvinner oljen, kan oppnå en rimelig avkastning over tid og har insentiver til å investere, men grunnrenten har i det vesentlige tilfalt fellesskapet.

Mine tema i dag er de økonomiske utfordringene knyttet til petroleumsformuen og enkelte sider ved statens formuesforvaltning.

Det var tidlig stor bevissthet om hva de viktigste økonomiske utfordringene ville være. Allerede i Stortingsmelding nr 25 om "Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn" fra 1974 var det en grundig drøfting. Jeg siterer: "En overføring av produksjon og sysselsatte mellom bedrifter og næringer kan komme i stand gjennom et økt innenlandsk kostnadspress" ...og videre... "Hvor sterkt prispresset vil bli, avhenger særlig av hvor sterkt norsk næringsliv engasjeres i petroleumsvirksomheten og av hvor mye av inntektene som nyttes innenlands". I meldingen ble det understreket hvilket ansvar den økonomiske politikken ville ha for utviklingen.

14 år senere, i 1988, summerte Hermod Skånland i et foredrag opp de erfaringer som var gjort til da¹. Han var pessimistisk. Vi hadde brukt mye av pengestrømmen fra petroleumssektoren til kostbar og særnorsk motkonjunkturpolitikk, og en sterk og rask utbygging av velferdsordninger. Det konkurranseutsatte næringslivet ble bygget ned, og det kunne se ut til at økonomien var blitt mer ustabil. Inflasjonen hadde fått feste. Skånland avsluttet foredraget slik: "Vi vil være stilt overfor større utfordringer med hensyn til å kunne styre etterspørselens omfang enn land med et bredere næringsgrunnlag. Det gjenstår ennå å vise at vi er bedre skikket til å møte utfordringene."

Erfaringer fra andre land

Erfaringene fra andre land som hadde fått store uventede inntekter fra råvarer, var ikke oppmuntrende. Det klassiske eksemplet er Spanias store inntekter ved koloniseringen av Amerika på 1600-tallet. Historikeren David Landes har oppsummert de spanske erfaringene slik.

Landes sier at det ikke er bra for et land å få lettjente inntekter. Da er fristelsen stor til å leve godt på disse inntektene og bry seg mindre om å ta vare på andre inntektskilder. Gjør man det, er landet dårlig stilt når de lettjente inntektene tar slutt.

Det finnes mange studier av sammenhengen mellom råvareinntekter og økonomisk vekst. En artikkel av Jeffrey Sachs og Andrew Warner har tittelen "The curse of natural resources" ². Det gir grunntonen: Land med store inntekter fra råvareproduksjon har gjennomgående svakere økonomisk vekst enn sammenlignbare land. Professor Thorvaldur Gylfason illustrerer denne sammenhengen for et stort utvalg land i en artikkel fra i fjor. ³

Både Gylfason og andre ⁴ som har skrevet om dette temaet de siste årene viser til Norge som et unntak fra den generelle regelen. Den måten vi styrer bruken av petroleumsinntektene på nevnes ofte som et eksempel på god organisering. ⁵

Petroleumsfondskonstruksjonen

Norge etablerte i 1990 et oversiktlig system for å håndtere statens kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Hele pengestrømmen går nå rett inn i et eget fond i utenlandsk valuta, Petroleumsfondet. Stortinget må gjøre vedtak om all bruk av midler fra fondet.

Bruken prioriteres på samme måte som for andre statsmidler. Det er ingen skjult bruk av petroleumsformuen, og ingen bruk til særformål. Det er satt opp et høyt gjerde som stenger særinteresser ute.

Systemet har også andre gode egenskaper. Fondet er en buffer mellom de store svingningene i de løpende kontantstrømmene fra petroleumsvirksomheten og bruken av penger i norsk økonomi. Beslutningene om pengebruken i et statsbudsjett kan gjøres uavhengig av petroleumsinntektene i perioden. Da behøver ikke svingningene i oljemarkedet slå inn i norsk økonomi.

Som nevnt brukte vi likevel mye av petroleumsformuen på 1970- og tidlig på 1980-tallet. I årene fra 1982-83 til 1986 var det en godt tildekket sparing på statens hånd ved økte statlige innskudd i Norges Bank, motsvart av høyere valutareserver. Disse midlene ble anvendt under lavkonjunktoren og valutakrisen i de påfølgende årene.

Vi kan derfor si at fram til 1995 ble hele kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten brukt over statsbudsjettet. Inntektene dekket imidlertid investeringene på statens hånd i oljevirkosmheten, som ble løpende utgiftsført. Etter at fondsoppbyggingen startet i 1996 har bruken av oljepenger vært nokså uavhengig av kontantstrømmen i det enkelte år. Det er et godt resultat.

Kursen på den norske kronen har ikke vært mye påvirket av svingningene i oljeprisen. Samvariasjonen mellom endringer i den nominelle kroneverdien og i oljeprisen har vært svært lav siden 1999. Det forteller at systemet som holder kontantstrømmen fra petroleumssektoren utenfor norsk økonomi fungerer bra, ved at det har troverdighet i finansmarkedene. Det er altså et annet godt resultat.

Siden sommeren 2004 har det likevel vært noe større samvariasjon mellom kronen og oljeprisen. Flere forhold kan ha bidratt til det: Det har vært forventninger om at oljeprisen skal holde seg høy i flere år framover. Det har også vært mye oljepenger i omløp i den innenlandske økonomien, dels som følge av bruk over statsbudsjettet, og dels som følge av høye oljeinvesteringer.

Ved utformingen av økonomisk politikk i nasjonalbudsjettene drøftes alltid langsiktige hensyn når bruken av petroleumsformue skal fastlegges. To hensyn er særlige viktige; fordeling mellom generasjoner og ønsket om en næringsstruktur som i framtiden vil gi oss flere gode inntektskilder enn petroleumsvirksomheten. Handlingsregelen for jevn innfasing av petroleumsinntekter som skal ivareta slike hensyn kom i 2001. Den sier at bare forventet realavkastning av fondet skal brukes. Regelen har fungert som en rettesnor i budsjettarbeidet.

Virkninger på norsk økonomi

Vi kan spørre hvilke virkninger vi kan se av bruken av petroleumsformuen i norsk økonomi. Faren for "hollandsk syke" ⁶ har vært et gjennomgangstema i diskusjonen om bruk av oljepenger. "Hollandsk syke" oppstår dersom vi bruker så mye penger at grunnlaget for konkurranseutsatt næringsvirksomhet blir ødelagt, og svingningene i økonomisk aktivitet blir forsterket. På 1970- og 1980-tallet var det som nevnt klare symptomer på at norsk økonomi var blitt smittet.

Fastkurspolitikken i årene fra 1986 til 1992 drev imidlertid den høye inflasjonen ut av norsk økonomi. Inflasjonsmålstyringen vil føre det videre. Det kan se ut som den innenlandske økonomien igjen er blitt mer stabil. Her gir handlingsregelen for finanspolitikken et bidrag. Dette er altså et tredje godt resultat.

Endringer i næringsstrukturen, med større vekst i skjermede næringer, er et vanlig trekk i alle utviklede land. Men det kan se ut til at denne utviklingen har gått litt raskere i Norge enn for eksempel i våre nordiske naboland. Endringene har også vært temmelig store etter 2002. Det er rimelig å knytte denne forskjellen til bruken av petroleumsinntekter.

Det er i utgangspunktet ikke galt at det har skjedd en utvikling i denne retningen. Dersom vi skal ha glede av petroleumsinntektene må de brukes til å stimulere innenlandsk etterspørsel. Jo rikere vi er, jo mer retter denne etterspørselen seg mot tjenesteyting. Og mange tjenester kan vi ikke importere; de må i det vesentlige produseres innenlands. Da må en større del av sysselsettingen være i skjermede næringer. Spørsmålet er hvor rask denne utviklingen bør være, og hvor langt den bør gå.

Endringer i næringsstrukturen har kostnader ved at investert kapital kan bli liggende ubrukt og ved at arbeidskraft i perioder kan bli dårligere utnyttet. Det kan ta tid og være krevende å bygge opp igjen. Omstillingskostnadene er trolig så betydelige at det bør tas hensyn til dem når det avgjøres hvor raskt petroleumsinntektene skal tas inn i norsk økonomi.

En forsker i Norges Bank har sett på hvilken bruk av petroleumsinntekter som gjør omstillingskostnadene minst mulig, og dermed i en viss forstand representerer den mest effektive bruken. Farooq Akram⁷ har i sitt arbeid tatt utgangspunkt i at petroleumsinntektene ikke er varige, og at fastlandsøkonomien vil fortsette å vokse. Da vil avkastningen av Petroleumsfondet etter hvert avta som andel av nasjonalinntekten. Dersom vi bruker hele avkastningen slik handlingsregelen sier, vil vi på lang sikt måtte snu tidligere endringer i næringsstrukturen. Produksjonsressurser må flyttes tilbake fra skjermet til konkurranseutsatt sektor.

Kostnadsnivået i norsk økonomi sammenlignet med våre handelspartnere fikk et kraftig løft da oljealderen startet. Siden har nivået svingt en del uten en klar tendens til å bli høyere eller lavere. Nivået er over tid blitt tilpasset bruken av oljepenger. Når vi senere kommer til en situasjon der den delen av importbehovet som kan betales med oljepenger avtar, vil kostnadsnivået i forhold til konkurrentlandene måtte reduseres. Grove anslag tyder på at det relative kostnadsnivået må bringes tilbake til nivået fra før oljealderen begynte i Norge. Bildet viser hvilke krav det stiller til utviklingen i den reelle valutakursen.

Slik depresiering kan oppnås enten ved at pris- og lønnsveksten blir lavere i Norge enn i andre land eller ved at den nominelle valutakursen svekkes. Det siste vil være den minst smertefulle måten å gjøre det på, og med en fleksibel valutakurs er det også den mest sannsynlige.

Bruken av oljepenger kunne ha virkninger på produktivitetsutviklingen i norsk økonomi. Her er det imidlertid ikke noen stor forskjell mellom utviklingen hos oss og i nabolandene. Norge skiller seg snarere positivt ut de siste årene, ved at vi har klart å opprettholde god vekst i produktiviteten⁸. Dette symptomet på "hollandsk syke" ser vi ut til å ha unngått. Omstillingen i norsk økonomi på 1990-tallet, endringene i skattesystemet, utviklingen av et bredere og dypere finansmarked, avreguleringer i handel og tjenestemarkeder og bruk av markedsmekanismen i næringer som tele, post og annen samferdsel, ser ut til å ha bidratt til at vi bruker ressursene mer effektivt. Dette er et fjerde godt resultat.

En annen virkning av pengerikelighet kunne være lavere yrkesdeltakelse og mer bruk av velferdsordninger. I Norge er en forholdsvis stor andel av befolkningen yrkesaktive, etter at vi fram til 1990-tallet lå lavere enn nabolandene. Det har vært en viss nedgang i yrkesfrekvensen de siste årene, men den er fortsatt høy. Dette er altså et femte godt resultat.

En gjennomsnittlig arbeidstaker i Norge bruker imidlertid færre timer på jobben enn i de andre nordiske landene, og denne forskjellen ser ut til å ha økt gjennom 1990-tallet og fram til i dag. Den ser ikke ut til å kunne forklares ved at yrkesdeltakelsen har økt i denne perioden. Kortere arbeidstid er en måte å ta ut inntekts- og formuesgevinsten på.

Vi kunne også ta ut formuesgevinsten ved å ha en lav pensjonsalder. Tall fra OECD viser at forskjellen mellom offisiell og faktisk pensjonsalder er større i Norge enn i andre sammenlignbare land. Forventet alder for pensjonering viser en urovekkende utvikling. For en yrkesaktiv 40-åring er den nå rundt 63 år. Tar vi med uførepensjonering er gjennomsnittlig pensjonsalder bare 60 år.⁹

Veksten i antallet trygdede i yrkesaktive aldersgrupper har vært sterk. Men fram til tidlig på 1990-tallet var det små forskjeller mellom Norge og nabolandene. Det siste tiåret har imidlertid økningen vært klart sterkest i Norge.

Konklusjonen i spørsmålet om "hollandsk syke" er todelt. På den positive siden har vi unngått dramatiske endringer i næringsstrukturen, og vi bruker ressursene ganske effektivt. Vi har greid å skjerme norsk økonomi fra svingningene i oljemarkedet og har etter hvert fått til en forholdsvis stabil makroøkonomisk utvikling. På den annen side er det tegn til at

arbeidsinnsatsen hver enkelt yter gjennom livet, er raskere på vei nedover i Norge enn i andre land.

Det kan være at vi, med det nåværende inntektsnivået, prioriterer mer fritid og det å bli pensjonist høyt. Det kan imidlertid også være et uttrykk for at den enkelte ikke i tilstrekkelig grad stilles overfor de samfunnsøkonomiske kostnadene ved fritid og tidlig pensjonering. Pensjonsregler, stønader og skatter bidrar her. De enkelte virksomheter kan på samme måte være stilt overfor feil insentiver.

I sum er bildet likevel ganske positivt: Petroleumsformuen har så langt ikke ført til en utvikling i fastlandsøkonomien som avviker negativt fra det vi finner i de øvrige nordiske landene. Men det må samtidig understrekes at det er for tidlig å konkludere; bruken av oljepenger i norsk økonomi skal trolig trappes vesentlig opp framover.

Langsiktig sparing

En synlig forskjell fra de øvrige nordiske landene er at den norske staten har en sparekapital i Statens petroleumsfond. Fondet har vokst raskt de siste årene, og vi venter en betydelig vekst i fondet også i årene framover. Nasjonalbudsjettet 2006 inneholder en framskriving til 2009.

Denne framskrivingen bygger på en forutsetning om at oljeprisen synker fra dagens nivå og ned til 260 kroner pr fat. Det er lavere enn de priser vi ser i kontrakter for levering langt fram i tid. Men det er et høyt prisanslag i forhold til historiske priser.

Framtidig oljepris vet vi lite om. Bildet viser den faktiske utviklingen siden 1960, sammen med framskrivningene i de siste langtidsprogrammene og i Nasjonalbudsjettet 2006. Vi ser at det systematisk har vært lagt stor vekt på dagens oljepris når en skal lage prognoser. Like systematisk har det kommet overraskelser som har gitt en annen faktisk utvikling. Lærdommen er at vi ikke skal regne med at dagens nivå på oljeprisen er en god prognose for framtidige priser, heller ikke om nivået er priset inn i lange framtidskontrakter. Vi må regne med stor usikkerhet.

Petroleumsfondet blir fra 1. januar en del av Statens pensjonsfond. Det er mest en navneendring. Midlene blir ikke øremerket til pensjonsformål. På den annen side har det en tid ligget i kortene at avkastningen fra midlene i Petroleumsfondet skulle dempe belastningen på statsbudsjettet ved de store pensjonistkullene som vil komme fra ca 2015. Med de forutsetninger som er lagt til grunn i det siste nasjonalbudsjettet vil bare en del av økningen i pensjonsutbetalingene framover kunne dekkes fra økt avkastning fra fondet. Det meste av økningen må finansieres ved økning i øvrige skatter og avgifter.

Flere har regnet seg fram til at med høye oljepriser vil Petroleumsfondet kunne bli stort nok til å dekke pensjonsutbetalingene. I Norges Bank har vi gjort en analyse av usikkerheten knyttet til slike forventninger. Vi har sett på sannsynligheten for at Petroleumsfondet skal bli stort nok, ved å beregne utviklingen i markedsverdien og i pensjonsutbetalingene i en modell med usikkerhet. Vi har brukt Statistisk Sentralbyrås prognoser for pensjonsutbetalingene. Vi har lagt inn vanlige forutsetninger om hvor usikker avkastningen på fondets plasseringer er.

Den store usikkerheten knytter seg likevel til produksjonsvolum og pris for olje og gass. I modellen er ikke bare produksjonen og prisutviklingen fra år til år usikker, men også gjennomsnittsnivået for oljeprisen på lang sikt. Beregningene starter med dagens oljepris, men vi får prisbaner som kan ligge langt unna det nivået.

Den sannsynlighetsfordelingen for oljeprisen som vi har brukt, er avledet av historiske tall. Fordelingen er svært skjev. Tyngdepunktet ligger lavere enn dagens pris, men vi har også regnet med en betydelig sannsynlighet for at gjennomsnittsprisen i perioden 2005-2030 blir svært høy.

Siden oljeprisen og oljeproduksjonen er så usikker, blir det også en betydelig usikkerhet om finansieringen av offentlige programmer og pensjoner. Det er riktig at Petroleumsfondet med en viss sannsynlighet kan bli så stort at skattefinansieringen av pensjoner kan holdes på dagens nivå, regnet som andel av nasjonalinntekten. Men det er også en høy sannsynlighet for at dette ikke skjer, og at skattefinansieringen av pensjoner må beslaglegge en betydelig større del av nasjonalinntekten enn i dag.

Alminnelig forsiktighet tilsier at man forsikrer seg mot de mest ugunstige utfallene. En parallell er de prisforutsetninger oljeselskapene legger til grunn for store investeringsprosjekter med lang produksjonshorisont. De prisene er langt lavere enn dagens spot- og framtidspriser.

Forvaltningen av Petroleumsfondet

Petroleumsfondet er i dag en av verdens største institusjonelle investorer. Det er omtrent like stort som det største amerikanske og det største europeiske pensjonsfondet. Med den veksten som kan ventes vil Petroleumsfondet være større enn disse to fondene i løpet av et par år.

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet på vegne av Finansdepartementet. Det er en utfordrende oppgave, og vi har bygd opp det vi mener er en profesjonell forvaltningsorganisasjon. Resultatene måles mot den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt, og de legges offentlig fram hvert kvartal. Hittil har Norges Bank oppnådd meravkastning hvert år. Forvaltningskostnadene har vært lave. Netto har Norges Bank tjent inn nesten 15 milliarder kroner ekstra til Petroleumsfondet.

Referanseporteføljen bestemmer i stor grad totalavkastningen for fondet. Siden 1997 har realavkastningen i gjennomsnitt vært på 4,2 prosent. Av dette skyldes 0,4 prosentpoeng den aktive forvaltningen som Norges Bank har ansvaret for.

Fondet er blitt en stor investor i de internasjonale aksjemarkedene. Norges Bank har nylig etablert en egen gruppe som skal arbeide aktivt for bedre selskapsstyring der fondet har eierandeler. Norges Bank bruker allerede stemmeretten i stor grad, og har i år stemt i om lag 17.000 saker. Størrelsen gir fondet muligheter til å bidra effektivt til å fremme anerkjente prinsipper for selskapsstyring. Vi tror det på lengre sikt vil gi bedre avkastning på fondets aksjeinvesteringer.

Størrelsen på fondet gir oss muligheter til å ha lave kostnader i forvaltningen. Vi har bygd opp en infrastruktur som kan håndtere store transaksjonsmengder. Vi kan investere mye større beløp enn i dag uten å bygge ut infrastrukturen videre.

Selv om fondet er en stor institusjonell investor, er det ikke blant verdens største forvaltere. Selskaper som UBS, Allianz, Barclay's og State Street investerer opp til ti ganger så store midler som Petroleumsfondet, og disse selskapene har midler fordelt på mange flere konti med ulike investeringsmandater enn det Petroleumsfondet har. Petroleumsfondet har store utfordringer, men det har likevel en mye enklere struktur enn det vi finner hos de største forvalterne.

Statlige reservefond

Norge er ikke alene om å bygge opp reservefond for å kunne møte en periode med stor belastning på statsfinansene. Nesten alle utviklede land har en aldersstruktur som i løpet av et drøyt tiår vil føre til store endringer i forholdstallet mellom pensjonister og yrkesaktive. De yrkesaktive må regne med at en større andel av nasjonalinntekten vil gå til pensjonister og andre utenfor yrkeslivet. Både pensjons- og trygdeutbetalinger og kostnader til helsevesenet vil måtte øke mye. Da vil det være godt å ha reserver å tære på.

Frankrike, Irland, Australia og New Zealand har alle etablert statlige reservefond de siste årene for å kunne møte eldrebølgen om 15-20 år. Sverige har omdannet sine fire AP-fonder. I likhet med Petroleumsfondet og det nye Statens pensjonsfond er disse fondene ikke pensjonsfond i vanlig forstand. De årlige avsetningene til fondene er uavhengige av veksten i de statlige pensjonsforpliktelsene i perioden. Men et hovedformål med fondene er å kunne dekke noe av de økte pensjonsutbetalingene i framtiden. Avsetningene skal som regel være i størrelsen 1-2 prosent av nasjonalinntekten hvert år, fram til fondsmidlene skal brukes fra 2020 eller 2025. En svakhet ved enkelte av fondskonstruksjonene, for eksempel den franske, er at staten ikke finansierer fondene ved økt sparing, men i realiteten ved låneopptak.

Fondering av pensjoner

Den norske folketrygden er det som kalles et "pay-as-you-go" system, eller "betale-regningen-etterhvert" system. Det betyr at de årlige utbetalingene skal dekkes av løpende skatteinntekter. Pensjonsordningen for statsansatte er heller ikke fondert. I en internasjonal sammenligning ser vi at svært lite av pensjonsforpliktelsene er fondert i Norge.

En del andre land har fondert sine pensjonsforpliktelser i mye større utstrekning. Det gjelder for eksempel Canada, Nederland, Storbritannia og USA. I disse landene utgjør fonderte tjenestepensjoner en viktig del av pensjonssystemet, også i offentlig sektor.

Dersom vi tar med Petroleumsfondet og Folketrygdfondet med dagens markedsverdier, endres bildet. Da har Norge fond som er høyere enn gjennomsnittet i OECD. Men selv i dag er det et stykke igjen til 2003-nivået i Nederland.

Langsiktig investeringsstrategi

Petroleumsfondet har en svært forsiktig investeringsstrategi, med bred diversifisering. Det samme finner vi hos store pensjonsfond internasjonalt. I likhet med Petroleumsfondet skal de sikre framtidige betalingsstrømmer. Konsekvensene ved store tap over tid ville bli alvorlige. For de rene pensjonsfondene ville det bety at de ikke kunne oppfylle sine forpliktelser til medlemmene. For Petroleumsfondet ville det bety at staten må finne andre måter å finansiere kostnadene ved den eldrebølgen vi vet kommer.

Kravet til forsiktighet gjør at kravet til avkastning ikke kan være det samme som mange private investorer har. Det er viktig å huske at for hver vellykket investor med høy avkastning finnes det mange andre investorer med samme ambisjon og risikovilje, men med mye dårligere resultat og med konkurser på rullebladet. Petroleumsfondet kan ikke ta sjansen på å havne i den dårligste gruppen.

Enkelte større institusjonelle investorer har forsøkt å kopiere vellykkede private investorer. Et eksempel er Kuwait som i en periode satset på større strategiske investeringer i stedet for å spre investeringene jevnere utover. Etter det vi vet var erfaringene ikke gode. Et annet eksempel er oljefondet i den canadiske delstaten Alberta, der forvaltningen fram til slutten av 1990-tallet var delvis politisk styrt og mye av pengene ble investert i lokal næringsvirksomhet. Det førte til klart lavere avkastning enn i sammenlignbare kanadiske fond.

Lønnsomme bedrifter og prosjekter vil aldri være avhengige av statlige fond. Bedriftene i utviklede land som Norge kan velge sin kapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov er det et kapitalmarked. Dette markedet gjør at statens og bedriftenes valg kan atskilles. Det er et svært effektivt verktøy for å kanalisere midler fra de som sparer til de som investerer. Staten kan legge opp en riktig strategi for sin sparing uten å ta særskilte hensyn til norske virksomheters etterspørsel etter kapital.

De beste pensjonsfondene utmerker seg ved å være svært profesjonelle investorer. Norges Bank har i mange år hatt nær kontakt med de største fondene i Nederland og Canada, og vi har lært mye av dem til vår egen forvaltning. Disse fondene har bredt diversifiserte porteføljer. Som et eksempel viser jeg sammensetningen av investeringene til det største europeiske fondet ABP.

ABP er pensjonsfondet til de statsansatte i Nederland. 44 prosent av fondet er plassert i rentebærende papirer. Andelen av investeringer med mer variabel avkastning utgjør 56 prosent. Renteinvesteringene skal bidra til en forholdsvis stabil avkastning for hele fondet, mens resten av porteføljen skal gi høy forventet avkastning. For å redusere risikoen mest mulig er investeringene spredt på mange land og selskaper.

Investeringene med variabel avkastning omfatter også det vi vanligvis kaller "alternative investeringer", det vil si unoterte aksjer, fast eiendom, råvarer, samt investeringer i hedgefond og lignende. Fordelen med slike investeringer er at avkastningen ikke samvarierer sterkt med avkastningen på obligasjoner og noterte aksjer.

Petroleumsfondet har også, slik Finansdepartementet har fastlagt strategien, en godt diversifisert portefølje i de globale aksje- og obligasjonsmarkedene. Aksjeinvesteringene er fordelt både på de 27 landene i referanseporteføljen og på en del land som ikke er tatt med i referansen. Alle de såkalte BRIC-landene (Brasil, Russland, India og Kina) er for eksempel representert i porteføljen. Foreløpig har Petroleumsfondet ikke alternative investeringer, men det vil kanskje komme etter hvert når fondet nå blir svært stort. Kostnadene ved å gå inn i nye aktivaklasser vil da kunne fordeles på større volumer.

Uavhengig av om alternative investeringer tas med, er valg av aksjeandel den viktigste strategiske beslutningen for Petroleumsfondet. Aksjeandelen avgjør i alt vesentlig hvor stor risikoen i fondet er.

Det er et bytteforhold mellom forventningsverdien og standardavviket for årlig avkastning i Petroleumsfondet, det vil si mellom den avkastning som kan ventes og den risiko som tas. Beregninger¹⁰ tyder på at vi for eksempel må akseptere ett prosentpoeng høyere standardavvik dersom vi ønsker å øke forventet avkastning med 0,3 prosentpoeng. En slik økning i risikonivået kunne vi oppnå ved å øke aksjeandelen med omtrent 10 prosentpoeng. Det ville bety litt større svingninger i fondets årlige avkastning. Sannsynligheten for at realavkastning over en periode på 15 år blir negativ ville også øke noe, men ikke mye. Jeg nevner dette fordi denne typen avveininger er sentrale for valg av investeringsstrategi i et fond som Petroleumsfondet.

Den langsiktige planen

Petroleumsfondet er en svært langsiktig spareplan. Tanken om et fond oppstod tidlig på 1980-tallet, og fondet ble vedtatt i 1990, før staten hadde fått noen positiv netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Fram til 1995 var statens investeringer i petroleumsvirksomheten så store at inntektene gikk med til det, og til å dekke budsjettunderskuddene i lavkonjunkturen rundt 1990. Nå har vi ti år bak oss med rask oppbygging av fondet.

Men foran oss har vi minst 50 år og kanskje mer der Petroleumsfondet eller Pensjonsfondet forhåpentligvis og trolig vil være en viktig del av norsk økonomi. Hvert år må Stortinget ta stilling til hvor mye penger som skal brukes over statsbudsjettet. Det er lenge igjen før spareplanen er gjennomført.

Fotnoter

¹ Hermod Skånland, *Norge og oljen - gamle eller nye utfordringer*. Foredrag i Sosialøkonomenes forenings petroleumsseminar 2.11.1988.

² Jeffrey D. Sachs and Andrew M. Warner, *The Curse of Natural Resources*. *European Economic Review* 45 (2001), 827-838.

³ Thorvaldur Gylfason, *Natural Resources and Economic Growth: From Dependence to Diversification*. Discussion Paper No. 4804, CEPR.

⁴ Se f.eks. Terry Lynn Karl, *The Paradox of Plenty: Oil Booms and Petro-States*. University of California Press 1997.

⁵ Se f.eks.:

- J.M. Davis, R. Ossowski, J. Daniel and S. Barnett, *Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Policy Implications*. Occasional paper 205, IMF 2001.
- J.M. Davis, R. Ossowski and A. Fedelino (eds.), *Fiscal policy Implementation in Oil-Producing Countries*. IMF 2003
- J. Wakeman-Linn, C. Aturupane, S. Danninger, K. Gvenetadze, N. Hobdari and E. Le Borgne, *Managing Oil Wealth: The Case of Azerbaijan*. IMF 2004
- World Bank report No. 32700-TP: Country Assistance Strategy for Timor Leste.

⁶ Uttrykket "Dutch disease" stammer fra de erfaringene Nederland gjorde etter rask bruk av store inntekter fra utvinning av gass på 1960-tallet.

⁷ Q. Farooq Akram, Efficient consumption of revenues from natural resources - An application to Norwegian petroleum revenues. Working Paper 2005/1.

⁸ Vi sammenligner her produktivitetsutviklingen i tjenesteytende næringer. Det kan være feilkilder som følge av metodevalg i produksjon av nasjonalregnskapstall, men hovedinntrykket kan underbygges også ved bruk av andre kilder. Å sammenlikne utviklingen i produktivitet i industrien gir liten mening, siden industristrukturen er så forskjellig i de nordiske landene.

⁹ *Seniorpolitikk og IA-avtalens delmål om å øke pensjoneringsalderen*. RTV-rapport nr 04/2005. Rikstrygdeverket.

¹⁰ Beregningene bygger på de markedsforutsetninger vi la til grunn ved siste gjennomgang av investeringsstrategien for Petroleumsfondet