

Olje på bok og olje på rot

La meg få komplimentere arrangørene med en slagferdig tittel på dette innledende foredraget. Slagferdige titler skaper fallhøyde for foredragsholdere, men det var i alle fall hyggelig å få sjansen.

Jeg vil ta opp tre tema: Først vil jeg se på sammensetningen av vår nasjonalformue og drøfte forvaltningen av den. Det er naturlig der å legge særlig vekt på at Norge har en finansformue som en gang var petroleum og en fortsatt betydelig formueskomponent bestående av petroleum under havbunnen. Innfallsvinkelen min vil være formuesforvaltning generelt, og mange av de spesielle, tekniske og miljømessige forhold som hefter ved oljen som formuesobjekt vil bli forenklet bort. Dernest ser jeg på erfaringene fra andre land med betydelige ikke-fornybare naturressurser. Hvordan har de forvaltet sin formue, og hva kan vi eventuelt lære av dem?

Det siste temaet er hvordan vi selv så langt har tilpasset oss med hensyn til forvaltning av formue og bruk av de inntekter som denne formuen gir.

Forvaltning av formue - avveining av avkastning og risiko.

I nasjonens regnskap er det to formuesposter som relaterer seg til petroleum: Utvinnbare reserver som ennå ikke er brakt opp ("olje på rot"), og den del av de produserte reservene som er solgt og satt på bok i Petroleumsfondet. Begge utgjør store beløp og er del av vår nasjonalformue, som er grunnlaget for landets konsummuligheter i et langsiktig perspektiv. Det er derfor avgjørende at nasjonalformuen forvaltes på en fornuftig og betryggende måte, slik at avkastningen blir god og risikoen akseptabel.

I det store bildet blir imidlertid disse to komponentene forholdsvis små.

Det er den neddiskonterte verdien av vårt eget arbeid som er den dominerende formuesposten. Vi er nok en oljeproduserende nasjon, men oljen betyr ikke så mye for vår velstand. Ved å se på formuestall tar vi bort den optikken som ligger i at nasjonalregnskapet regner formuesuttak som inntekt. Det vi i det alt vesentlige lever av, og skal leve av i fremtiden, er vår evne til gjennom arbeid effektivt å frembringe varer og tjenester som etterspørres, og å gjøre dette bedre år for år gjennom kreativitet og skaperevne.

Men det må ikke forhindre at vi innretter oss fornuftig når det gjelder å få størst mulig nytte av de andre komponentene. Hva er det vi er opptatt av, hva inngår i nyttevurderingene? Avkastning selvfølgelig - og risiko. Med risiko mener jeg hvor mye avkastningsratene varierer over tid.

I et nasjonalt formuesperspektiv burde ideelt bidraget fra de ulike formues- og gjeldskomponentene til forventet avkastning og risiko vurderes samlet. I allfall bør staten søke å styre sine deler av formuen slik at det oppnås et gunstig forhold mellom avkastning og risiko. Figur 1 antyder at den største omplasseringen av nasjonalformuen de neste tretti

årene vil være fra olje på rot til olje på bok. Er det fornuftig utfra avkastnings- og risikobetraktninger?

Hotelling's¹ regel sier at realprisen på en ikke-fornybar ressurs over tid burde tendere til å stige med en rate lik realrenten. Det skulle i så fall gi en avkastning på "olje på rot" som skulle kunne sammenlignes med avkastningen på en finansformue ("olje på bok"). Avkastningsmessig skulle det da ikke være sterke argumenter for å transformere oljen over i finansielle fordringer raskere enn det som er nødvendig ut fra hvor mye en ønsker å anvende av avkastningen/formuen.

Erfaringene viser imidlertid at over lang tid har realprisveksten på olje vært mindre enn realrenten på amerikanske obligasjoner (som kan være en indikasjon på den mer teoretiske realrenten). Figuren viser utviklingen fra 1986 til nå. Avkastningen på olje ligger klart under obligasjoner.

Også om vi hadde investert i olje for 50 år siden og solgt den i dag, ville vi fått dårligere avkastning enn ved å investere i obligasjoner, men det ville vært noen år på 70- og begynnelsen av 80-tallet der vi kunne solgt med fortjeneste.

Ser vi på perioden fra 1986 og sammenligner nominell oljeprisutvikling med den avkastning et fond som fulgte Petroleumsfondets investeringsstrategi - en global portefølje med fordeling 60-40 på obligasjoner og aksjer - ser vi at fondet ville gitt en klart høyere årlig avkastning.

Hva så med risikoen, hvordan påvirkes den av en omplassering mellom olje og finansformue?

Historien gir oss et klart, om enn kanskje noe overraskende, budskap. En omplassering fra olje til finansformue øker avkastningen og reduserer samtidig risikoen. Dette har med det å gjøre at formuen under havbunnen (noe forenklet) kun består av ett aktivum, petroleum, mens en bredt plassert finansformue er sterkt diversifisert i mange objekter hvis avkastning ikke varierer helt i takt. I en finansportefølje kan en også gjøre mye for aktivt å styre mot et "godt" bytteforhold mellom avkastning og risiko. Hvis en gjør finansplasseringene mindre diversifisert ved bare å plassere i aksjer, så ser vi at risikoen når et minimum for en portefølje som inneholder en liten andel petroleum. Avkastningen fortsetter imidlertid å øke med økende aksjeandel.

I dag er sammensetningen omtrent 20-80 mellom finansformue (Petroleumsfondet) og petroleum.

Hvis vi våger å støtte oss på historiske sammenhenger, er det ganske åpenbart at vi relativt sett har for mye olje i vår portefølje og at den formuesomplussing i retning av finansformue som foregår, er gunstig. Vi har riktignok ikke noen garanti for at historien gjentar seg, men å legge det motsatte til grunn krever stort mot.

Det kan heller argumenteres for at en burde forsøke å forsere tempoet i omplasseringen. Det kan i prinsippet tenkes gjort på flere måter:

- Staten har solgt "olje på rot" gjennom avhending av SDØE-andeler. Ytterligere nedsalg er i prinsippet mulig, men det er et spørsmål om en i så fall er i stand til fullt ut å realisere verdiene av statens petroleumsformue. Kjøperne kan ha bedre kunnskap om andelen enn selger. Usikkerhet om det fremtidige skattesystem kan også bidra til å trekke prisen ned.
- Ved å øke utvinningstakten kunne oljereservene raskere komme over i Petroleumsfondets diversifiserte portefølje. Hvilke tekniske muligheter det er for dette har jeg ikke oversikt over. Dessuten måtte nok en stor produsent som Norge vurdere prisvirkningene av en sterk økning i utvinningstakten.
- I teorien kunne også oljeprisisiko avdekkes i markedet ved å selge en del av oljen for fremtidig levering til en pris som avtales nå. For store produsenter er markedet for slike råvareinstrumenter neppe godt nok utviklet til å håndtere de store volumer og lange løpetider det ville være behov for, skulle det monne.

Sett fra et formuesforvaltningsståsted synes gjennomgangen så langt å fortelle at det er fint å ha formue, og jo større dess bedre, men mer av den burde vært i finansformue og mindre i petroleum. Alt annet likt ville det vært bedre å ha mer olje på bok og mindre på rot. Men etter hvert vil vi komme dit.

Men er det virkelig en fordel å ha store naturressurser?

Et raskt blikk på de land der olje eller andre ikke-fornybare naturressurser utgjør en stor del av næringsgrunnlaget kan få en til å stille spørsmålet om olje m.v. egentlig er en velsignelse.

Utviklingsland med olje som viktigste eksportvare har gjennomgående hatt en betydelig lavere vekst enn andre utviklingsland. Norge har en vekst på linje med andre industriland.

Flere studier² av sammenhengen mellom langsiktig økonomisk vekst og tilgang på naturressurser viser da også at land med stor tilgang på naturreservene har en tendens til lavere økonomisk vekst. Hvorfor?

Store naturreserver er i utgangspunktet en fordel for et lands økonomi. Produksjon av petroleum og andre naturressurser gir en profitt som overstiger normal avkastning på investert kapital, en grunnrente eller superprofitt ("economic rent"). Hvis denne profittstrømmen var permanent og stabil ville det kanskje være relativt enkelt å håndtere den. Ikke-fornybare ressurser som olje kan imidlertid representere betydelige utfordringer fordi profittstrømmen er usikker og volatil, og fordi den ikke varer evig.

Den største faren er at en innretter seg som om denne pengestrømmen var stabilt stor og varte evig. Da kan det skje noe med vår evne til å gjøre oss nytte av den viktigste ressurs vi har, vår arbeidsevne og kreativitet.

Begrepet "hollandsk syke" henspiller på de negative virkningene som bruken av grunnrente fra naturressurser fikk for Nederland. De store inntektene som Nederland fikk fra gassforekomster fra slutten av 1960-tallet, finansierte en sterk vekst i offentlige utgifter. Utgiftsveksten førte til tap av konkurransevne og nedleggelse av arbeidsplasser i konkurranseutsatt sektor. Utviklingen gikk for langt og store underskudd i utenriksøkonomien og statsfinansene gjorde det nødvendig å stramme inn slik at arbeidsledigheten steg sterkt i første halvdel av 1980-tallet.

Nederland er ikke det første eksempelet på en nasjon som plutselig får tilgang på verdifulle naturressurser og som ikke håndterer det. Et svært tydelig eksempel finner vi i Spania allerede på 1600-tallet. Koloniseringen av Sør- og Mellom-Amerika ga landet tilgang til store naturressurser og til gull. Spania valgte å bruke en stor del av gevinsten på luksus og krig. De holdninger til arbeid som dette ledet til gjorde det ikke lettere å få landet på fote igjen da gullet tok slutt. Historikeren David Landes beskriver dette i sin bok "The Wealth and Poverty of Nations".

Hvorfor har mange land ikke klart å utnytte den lettjente rikdommen? Årsakene kan være flere.

En økonomisk-politisk forklaring er at ressursrikdommen fører til ekstrem fokusering fra ulike grupper på å tilegne seg mest mulig av overskuddet fra naturressursen. Kampen om dette overskuddet betegnes gjerne som "rent-seeking behavior". Ressursrike land kan være mer utsatte for ekstrem "rent-seeking" atferd enn ressursfattige økonomier. Konkurransen mellom de ulike fraksjonene kan føre til en ineffektiv uttømming av naturressursen og ufornuftig bruk av inntektene. Entreprenørskap, talent og energi i næringslivet og det politiske livet brukes for å få del i disse inntektene i stedet for til mer produktiv virksomhet i både offentlig og privat sektor. For den enkelte bedrift eller gruppering kan denne aktiviteten fortone seg rasjonell - en 10 prosent sjanse til å vinne det store lodd kan være bedre enn å satse på en ordinær avkastning av kapital i vanlig virksomhet. For landet kan det være ødeleggende.

En sosiologisk forklaring er at lettjent rikdom svekker insentivene til innovasjon og arbeid. Vi føler vi er blitt rike og vil ha det godt.

En mulig økonomisk forklaring er at en stor og bred sektor, som er utsatt for konkurranse fra utlandet, skaper læring og utvikling. I land med stor tilgang på naturressurser kan sektoren bli bygget ned, mens de skjermede sektorene bygges opp. Konkurransenintensiteten i økonomien kan bli mindre og evnen og viljen til innovasjon svekket.

Vi skal vel være svært varsomme med å trekke sikre konklusjoner av historiske sammenligninger. Vi vil vel helst legge til grunn at vi forvalter verdiene bedre. Det kan likevel være særlig grunn til å trekke frem to kritiske faktorer for at vi skal lykkes.

Figur 10. Hvilke konklusjoner kan vi trekke av historiske sammenligninger?

For det første: Beslutningsformene og prosessene i det politiske og økonomiske livet må gi effektivt vern mot at særinteresser tilriver seg en uforholdsmessig sterk kontroll med og andel av petroleumsformuen eller beskyttelse i ly av de høye petroleumsinntektene. For det andre: Det er viktig for vekstevnen i økonomien at vi bevarer en bred sektor i fastlandsøkonomien som arbeider under intens konkurranse slik at vi bevarer og utvikler insentivene til å erverve kunnskap og til nyskapning.

La meg gi et lite eksempel som illustrerer dette: Hvis en oppfatning om at vi med olje er blitt så rike at vi kan slappe av litt skulle lede til en reduksjon i den årlige produktivitetsvekst på mindre enn et kvart prosentpoeng, altså en reduksjon i den underliggende vekst i økonomien (BNP) fra dagens nivå på omlag 2 prosent til $1\frac{3}{4}$, så ville det redusere

inntektsgrunnlaget vårt mer enn all avkastning petroleumsformuen på "bok" eller "rot" vil gi oss.

En god håndtering av de utfordringer stor tilgang til ikke-fornybare naturressurser byr på, krever trolig erkjennelse av to forhold:

- at det dreier seg om en formuespost og at den bør forvaltes som det
- at avkastningen på denne formuen kan svinge mye, og at det bør hensyntas når en tar stilling til hvordan avkastningen disponeres.

Flere land med store naturressurser har søkt å skille utvinning av ressursene fra forbruk av salgsinntektene gjennom å opprette spesielle fond. Slike fond har dels vært stabiliseringsfond for å håndtere inntektssvingninger, dels sparefond for fremtidige generasjoner og dels begge deler.

IMF har gjennomført en studie³ av om slike fond har virket etter hensikten. Stort sett har de ikke det. Intensjonene har kanskje vært der, men gjennomføringen er blitt for vanskelig.

Fondene har ofte vist seg å fungere dårlig fordi de ikke er tilstrekkelig integrert med statsbudsjettet, eller fordi reglene for avsetninger og uttak er omgått eller endret. Det hjelper trolig lite å opprette et fond hvis det ikke foreligger en klar vilje og evne til å føre en ansvarlig økonomisk politikk, også på områder som ikke direkte berøres av fondet. Det må, ifølge IMF-studien, legges opp en langsiktig finanspolitikk med fokus på å bevare en bærekraftig budsjettbalanse utenom olje, holde igjen på utgiftsveksten når oljeprisene øker og ha åpenhet om alle forhold rundt finanspolitikken og eventuelle fondskonstruksjoner. Gitt dette, kan et fond være en nyttig mekanisme. IMF-studien fremholder det norske Petroleumsfondet som suksessfullt - nettopp fordi Norge har en tradisjon for, også fra før opprettelsen av Petroleumsfondet, ansvarlighet i finanspolitikken og den makroøkonomiske politikken generelt, med stor grad av åpenhet.

Hvordan har vi innrettet oss?

Statens kontantstrøm fra oljevirkksomheten overføres til petroleumsfondet. Fondet investerer i en bredt sammensatt portefølje av obligasjoner og aksjer i utlandet. Etter den nye handlingsregelen for finanspolitikken vil den beregnede realavkastning på fondets plasseringer, stipulert til fire prosent, overføres til budsjettet og brukes i den innenlandske økonomien. Dette gir en ekspansiv impuls på rundt 0,4 prosent av brutto nasjonalproduktet inn i norsk økonomi hvert år i mange år fremover.

Til tider reises det spørsmål ved at Petroleumsfondet i sin helhet er plassert i utlandet. I denne diskusjonen er det viktig å skille mellom bruken av oljepengene og forvaltningen av Petroleumsfondet. Når det gjelder den første problemstillingen, er det grunn til å peke på at siden produksjonen av olje startet opp på begynnelsen av 1970-tallet, er over halvparten av statens proveny fra petroleumsvirksomheten brukt innenlands. Vi har altså allerede brukt mye av formuen. I årene fremover tas det sikte på å trappe opp bruken av oljeinntekter i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken. En for sterk økning i bruken av oljeinntekter innenlands, eller en erratisk bruk av dem, ville skape balanseproblemer i økonomien, både på kort og lengre sikt.

Enkelte har tatt til orde for at dersom deler av fondet investeres i Norge, vil det hjelpe til å utvikle det norske kapitalmarkedet. Sentralbanksjefen drøftet denne problemstillingen i årstalen i fjor, og jeg gjengir noen av momentene. Det kan for det første være grunn til å minne om at det i dag er høy grad av kapitalmobilitet mellom Norge og utlandet. Det norske kapitalmarkedet er del av et nordisk som igjen i stigende grad blir vevd sammen med et globalt marked.

Dette markedet gjør at statens valg som investor og bedriftenes valg som etterspørre av kapital kan adskilles. Staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil på sine finansielle investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet til norske foretak. Norske bedrifter på sin side kan velge låne- og egenkapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Vi bør ikke behandle fordelingen av statens finansinvesteringer og bedriftenes valg av finansiering som om vi har en bytteøkonomi. Det er jo nettopp en av de store attraksjoner ved markeder at vi ikke må kreve "the double coincidence of wants".

Det internasjonale kapitalmarkedet står til disposisjon også for norske bedrifter, direkte eller indirekte via norske finansinstitusjoner. Det kan vanskelig hevdes at det er mangel på kapital i Norge. Den private sparingen i fastlandsøkonomien har vært høy de senere årene. Det har også realinvesteringene i næringslivet vært. En eventuell svikt i kapitalmarkedet kommer altså ikke til uttrykk i at vi investerer og sparer lite. Utviklingen på slutten av 1990-tallet, fører til at aksjer og fonds utgjør en stadig større andel av husholdningenes samlede fordringer. Foretakenes egenkapitalandel har økt på 1990-tallet særlig gjelder dette ny egenkapital som er hentet i markedet.

Kapitalmarkedene er effektive verktøy for å kanalisere midler fra den som sparer til den som investerer. Det norske låne- og kapitalmarkedet har trolig likevel svakheter, med tynne verdipapirmarkeder og liten bredde i investor- og eiermiljøene sammenliknet med enkelte land. Dels skyldes dette at vi er et lite land. Det kan vi gjøre lite med. Men det har nok også bakgrunn i skattleggingen av de ulike formuesobjekter, i et stort statlig eie av bedrifter og kanskje i måten vi finansierer pensjonene på. Det kan vi gjøre noe med.

Den nye handlingsregelen for finanspolitikken og petroleumsfondskonstruksjonen ivaretar både hensynet til at også generasjonene etter oss skal ha glede av oljerikdommen, og hensynet til å hindre store svingninger i oljeprisen i å slå ut i kraftige opp- og nedturer i norsk økonomi.

Regelen om at bare avkastningen av Petroleumsfondet skal brukes innebærer at det ikke spises av formuen. Petroleumsfondet vil øke så lenge staten har en positiv kontantstrøm fra oljevirkosomheten, og når omvekslingen fra olje til finansformue er gjennomført, skal det fortsatt ikke tas ut mer enn at den reelle verdi av formuen opprettholdes, i prinsippet til evig tid.

Modellen ivaretar stabiliseringshensynet ved at en bare bruker avkastningen av den del av petroleumsformuen som er transformert til finanskapital, slik at bruken skjermes mot de store svingningene i oljeprisen. I tillegg legger en til grunn for bruken en stipulert, men realistisk langsiktig realavkastning på fire prosent og skjermer slik mot de årlige variasjonene i den faktiske avkastning.

Holder vi fast ved dette, og husker at det er avkastning av den menneskelige kapital vi i all hovedsak lever av, så kan det bli konklusjonene fra fremtidige historikere at vi forvaltet våre talenter vel, både de pekuniære og de intellektuelle.

Fotnoter

1. H. Hotelling (1931), "The economics of exhaustible resources" , Journal of Political Economy, 39,2.
2. Se blant annet Jeffrey D. Sachs, Andrew M. Warner; Natural resource abundance and economic growth, Leading issues in economic development, Oxford University Press, 2000 og NBER Working Paper no. 5398 (1995)
3. "Stabilization and savings funds for nonrenewable resources - experience and fiscal policy implications", IMF Occasional paper no 205, IMF, Washington D.C, 2001. Se også "Oil funds: problems posing as solutions?", artikkel i IMF's kvartalstidsskrift "Finance and Development", Desember 2001, vol 38, nr 4, og "Review of the experience with oil stabilization and savings funds in selected countries", Working Paper 00/112, IMF.