

# Forvaltningen av statens petroleumsfond

Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik på Bergenskonferansen om olje og økonomi 5.-6. juni 1997

Da loven om Statens petroleumsfond ble vedtatt i 1990, var hovedhensikten at man skulle synliggjøre bruken av de statlige oljeinntekter. De første årene var også fondet en konto som oljeinntektene strømmet gjennom før de ble brukt til prioriterte offentlige oppgaver. Først fra 1995, hvor vi for første gang på lenge fikk overskudd på statsregnskapet, har det vært penger i fondet.

For en bredere forståelse av petroleumsfondets betydning i en videre økonomisk-politisk sammenheng, er det nødvendig å se hen til den særlige politikktutforming som vi baserer oss på i Norge og hvor finanspolitikken spiller en avgjørende rolle:

- Finanspolitikken, det vil si statsbudsjettet i første rekke, er det helt sentrale element i stabiliseringspolitikken. Finanspolitikken skal brukes til å jevne ut svingninger over konjunktursyklusene, og finanspolitikken skal innrettes med sikte på langsiktig stabilitet i den økonomiske utvikling.
- Pengepolitikken har i Norge ikke helt den samme funksjon den har i mange andre land, men er først og fremst innrettet med sikte på å sikre en stabil kronekurs målt mot europeiske valutaer. Pengepolitikken utgjør slik sett ikke en del av de stabiliseringspolitiske virkemidler.
- Det særegne tredje element i den økonomisk-politiske utforming i Norge er inntektspolitikken, som skal bidra til lav pris- og kostnadsvekst gjennom moderate inntektsoppgjør basert på solidaritetsalternativet.

Mens de to siste elementer, nemlig pengepolitikken og inntektspolitikken, har som siktemål å skape et stabilt nominelt forløp, er det i første rekke finanspolitikken som skal bidra til å stabilisere den realøkonomiske utvikling. Petroleumsfondet må vurderes i denne sammenheng.

Fondet er formelt sett en kronekonto i Norges Bank. Avsetningene i 1995 og 1996 har vært lik overskuddet på statsregnskapene. Gjennom fastlegging av finanspolitikken har Stortinget tatt stilling til hvor mye av oljeinntektene som kan brukes hvert år ut fra hensynet til en forsvarlig etterspørselsregulering. De senere årene har da også store deler av statens oljeinntekter faktisk blitt brukt hvert år. Således kan de beløp som avsettes i petroleumsfondet ikke benyttes innenlands uten at man svekker statsbudsjettets rolle som styringsverktøy. Midlene må derfor kanaliseres til utlandet. I motsatt fall vil fondets investeringer innenlands gi en etterspørselsstimulans utover det Stortinget har lagt opp til.

Midlene i petroleumsfondet vil bli kanalisert til utlandet ved at Norges Bank kjøper opp valuta i markedet. Dette vil bidra til å dempe appresieringspresset på norske kroner. Ved slutten av året vil så et beløp svarende til overskuddet på statsbudsjettet bli overført fra statens foliokonto til petroleumsfondet. Samtidig vil en del av Norges Banks valutabeholdninger bli tilordnet fondet. Renten på fondets kronekonto vil da bli bestemt av hvilken avkastning Norges Bank oppnår på de tilordnede valutabeholdninger.

Når en skal vurdere betydningen av petroleumsfondet, er det viktig å være klar over at det vi kaller inntektene fra oljevirkksomheten ikke er inntekter i vanlig forstand. Motstykket er en uttapping av oljen. Når penger settes inn på petroleumsfondets konto, er det således en omplassering av formue fra olje til finansaktiva. Denne formuen skal representere en "buffer" som gir større handlefrihet i den økonomiske politikken når - eller hvis - oljeprisen eller aktiviteten i fastlands-økonomien svikter. Slike situasjoner vil kunne møtes med en svekket budsjettbalanse, dog innenfor de grenser hensynet til etterspørselsreguleringen stiller.

Med en noe lengre tidshorisont vet vi at pensjonsutbetalinger etter hvert vil belaste offentlige utgifter. Dette er en situasjon som er felles med svært mange vestlige land. I motsetning til dem vil vi da kunne trekke på fondet og dermed unngå det utgiftskuttet eller de skatteøkninger andre land vil måtte gjennomføre.

Etter gjeldende retningslinjer er det Finansdepartementet som står ansvarlig for forvaltningen. Regjeringen har videre gitt Norges Bank det operative ansvar for forvaltningen av fondet. Med den størrelsen fondet etter hvert vil få, er det svært viktig at forvaltningen skjer på en betryggende måte. Selv en beskjedne meravkastning kan over tid ha store konsekvenser for fondets størrelse, og en eventuell meravkastning i ett år må ikke komme som resultat av at forvalteren tar en utilsiktet risiko.

La meg så gå over til det egentlige temaet for dette foredraget, nemlig den forvaltningsmessige side av fondet.

Midlene i petroleumsfondet har hittil vært forvaltet etter tilsvarende prinsipper som det som gjelder for de ordinære valutaresservene. Dette har først og fremst hatt sammenheng med det begrensede omfanget petroleumsfondet har hatt. Avsetningen for 1995 beløp seg til 2 milliarder kroner, og i forbindelse med fremleggelsen av Revidert Nasjonalbudsjett 1996 ble avsetningen for 1996 anslått til 25 milliarder kroner. Fondets begrensede størrelse tilsa at en ikke kunne utelukke at det ville være behov for å trekke på fondet de nærmeste årene. Retningslinjene for petroleumsfondet ble således fastsatt som et kompromiss mellom det langsiktige formålet og den kortsiktige forsiktighet. Retningslinjene omhandler forhold som skal ivareta valutarisikoen, kreditt- risikoen, renterisikoen og krav til likviditet.

- Valutarisikoen ivaretas ved at en bevarer fondets internasjonale kjøpekraft fra år til år ved å ha en valutafordeling som ligger nær opp til de enkelte landenes andel av den norske importen.
- Kredittrisikoen ivaretas ved å begrense sannsynligheten for at låntager ikke kan innfri sine forpliktelser ved å begrense investeringene til plasseringer med høy sikkerhet.
- Renterisikoen ivaretas ved at det er definert en øvre grense for hvor mye markedsverdien kan endres som følge av renteendring.
- Krav til likviditet ivaretas ved at fondets midler i hovedsak skal plasseres i instrumenter med høy likviditet.

I Langtidsprogrammet for 1998-2001 er det utarbeidet prognoser for utviklingen i petroleumsfondet som indikerer at det vil bli betydelig større enn hva som tidligere er anslått. Ifølge disse prognosene vil fondet utgjøre over 400 milliarder kroner ved utgangen av 2001. Videre ser det nå ut til å ta lengre tid før det blir nødvendig å trekke på fondet.

Petroleumsfondet er videre forventet å øke og nå en topp rundt 2020-2030, og vil da utgjøre 130 % av BNP. Anslagene er selvfølgelig beheftet med stor usikkerhet begge veier, og usikkerheten øker naturlig nok jo lengre tidshorizonten er.

Utsiktene til et stor fond og en lang investeringshorisont reiser spørsmål om retningslinjene for petroleumsfondet bør justeres. Forholdene bør legges til rette for å kunne øke den langsiktige avkastningen. Petroleumsfondet kan bli et viktig instrument for å sikre offentlige finanser etter at petroleumsreservene er tappet. Forskjellen på god og middels avkastning kan 20-30 år frem i tiden bety svært mye for evnen til å løse offentlig prioriterte oppgaver.

Norges Bank har i brev av 10. april d.å. til Finansdepartementet - ut fra disse betraktninger - anbefalt at retningslinjene for forvaltningen av petroleumsfondet endres når det gjelder to forhold. For det første anbefales det at det blir gitt adgang til å investere i egenkapitalinstrumenter ved at fondet har en vesentlig aksjeandel. Videre påpekte Norges Bank i sitt brev at det er forhold som taler for at en større andel av petroleumsfondet plasseres utenfor Europa enn det som er tilfellet i dag.

Dette er begge forhold som har stor betydning i den videre forvaltningen av petroleumsfondet, og jeg vil i det videre gå nærmere inn på hvorfor Norges Bank har anbefalt at disse endringene i forvaltningen gjøres gjeldende.

Når det gjelder ulike aktivaklasser tyder erfaringer fra nær sagt alle hold såvel på det teoretiske som det praktiske plan, på at avkastningen på lang sikt øker hvis en del av fondets midler investeres også i form av egenkapitalinstrumenter. Norges Bank peker på at norske og internasjonale fond med en langsiktig plasseringshorisont som regel fordeler hovedtyngden av sine finansielle plasseringer mellom aksjer, obligasjoner og eiendom. Store pensjonsfond, livselskaper eller statlige investeringsforetak som kan sammenlignes med petroleumsfondet har alle en betydelig andel av sine samlede fordringer plassert i aksjekapital.

Når det er en utbredt praksis blant kapitalforvaltere med langsiktige plasseringsformål å plassere betydelige deler av porteføljene sine i aksjer, skyldes det at aksjer erfaringsmessig gir høyere gjennomsnittlig avkastning enn obligasjoner. Undersøkelser fra en rekke internasjonale kapitalmarkeder viser at aksjer har gitt høyere avkastning enn obligasjoner sett over lengre perioder. I en undersøkelse utført av G 10-landene i 1995 ble meravkastningen på aksjer i historisk sammenheng anslått til 4 prosent. En kan ikke garantere en gjennomsnittlig meravkastning på aksjer på 4 prosent i fremtiden, men det er grunner som taler for at det fortsatt vil være en langsiktig meravkastning på aksjer sammenlignet med obligasjoner.

Selv om avkastningen kan variere i sterkere grad fra det ene året til det annet hvis fondets midler investeres i større utstrekning i egenkapitalinstrumenter, øker sannsynligheten for høyere avkastning ved investeringer i aksjer hvis tidshorizonten utvides. I det amerikanske marked har aksjer gitt høyere avkastning enn obligasjoner i 60 prosent av årene fra 1871 til 1992. Legger en til grunn femårsperioder for denne vurdering og baserer seg på samme tidsperiode, har aksjer gitt en meravkastning i over 70 prosent av de femårige periodene.

Ut over disse generelle erfaringer og erkjennelser med hensyn til lønnsomheten av å investere i aksjer på lang sikt, gjør det seg gjeldende forhold av noe særegen karakter for Norge:

- Aksjer har historisk sett vært negativt korrelert med oljeprisen, mens obligasjoner har vært positivt korrelert. Hvis dette fortsatt gjelder, vil investeringer i aksjer kunne bidra til å stabilisere den samlede verdi av oljeformuen og finansformuen i forhold til investeringer begrenset til rene obligasjonsinvesteringer.
- Det synes å være slik at avkastningen på aksjer og obligasjoner ikke er sterkt korrelert, og man vil oppnå en diversifikasjonsgevinst ved å kombinere aksje- og obligasjonsinvesteringer. Med en investeringshorisont på noen år har en portefølje av både aksje- og obligasjonsinvesteringer i sentrale land gitt en høyere avkastning uten at avkastningen er blitt mer variabel enn porteføljer hvor kun én av aktivklassene har vært representert.

Norges Bank har i sin tilråding til Finansdepartementet tilkjennegitt at investeringsstrategien bør baseres på små eierandeler i enkeltbedrifter. Dette innebærer at investeringene fordeles på en lang rekke enkeltaksjer i de ulike markedene, som vil kunne gi spredning av risiko og mindre svingninger, samtidig som man unngår eierandeler av en størrelse som gjør at en kan bli tvunget inn i en aktiv eierrolle.

Norges Bank har anbefalt at en i noen grad benytter seg av derivater som f.eks. futures eller swapper på aksjeindekser i tillegg til direkte plasseringer i aksjer. Dette kan gi den samme ønskede eksponering mot aksjemarkedet som direkte investeringer, men man slipper å kjøpe enkeltaksjer direkte. Bruk av derivater kan særlig være hensiktsmessig i den overordnede risikostyringen.

Norges Bank har påpekt at en vil kunne få en bedre risikokontroll og også være bedre i pakt med anbefalingen om en bred diversifisering av investeringene i og mellom de enkelte markedene hvis en setter sammen aksjeporteføljer i samsvar med markedsindekser. En vektlegging av forvaltningsstrategier med relativt lav risikotoleranse, vil for øvrig harmonere med de trender en ser innen internasjonal kapitalforvaltning. Det kan imidlertid innenfor en slik strategi finnes rom for at mindre deler av porteføljen forvaltes mer aktivt.

I forbindelse med forvaltning av en aksjeportefølje vil det være praktisk mulig å sette visse restriksjoner på hvilke selskaper fondet ut fra en politisk vurdering ikke ønsker å investere i. Hvis en setter slike restriksjoner, vil det innebære kostnader i form av større forvaltningsutgifter, og erfaringsmessig synes det klart at det ofte er vanskelig å etablere entydige kriterier som ivaretar alle de hensyn man vil ønske å ivareta. Dette vil naturlig nok komplisere beslutningsprosessen og kontrollen med forvaltningen av fondet og ikke minst evalueringen av resultatene.

Som tidligere nevnt, er det forhold som taler for at valutaforordelingen i petroleumsfondet justeres slik at en større andel av fondet plasseres utenfor Europa enn det som er tilfellet i dag. I det følgende vil jeg nå kort redegjøre for disse forholdene:

- Den økte tidshorisonten på fondets investeringer øker faren for at økonomiske tilbakeslag, i verste fall krig, katastrofer o.a., en gang vil ramme markedslanene.

Slike hendelser omfatter ofte flere land i samme region. Dersom importvektene ligger til grunn for valg av valutaandeler kan det innebære at en er for sterkt utsatt overfor regionale sjokk i Europa.

- Ved aksjeinvesteringer i store selskaper kan det gi liten mening å snakke om fordeling av investeringene på ulike markeder. Store internasjonale selskaper har ofte større virksomhet på det globale marked enn det nasjonale, og deres lønnsomhet er derfor først og fremst knyttet til den globale økonomiske utviklingen.
- Det kan også reises spørsmål om man ikke burde ta hensyn til utviklingen i norsk økonomi når markedsfordelingen ble fastsatt. Norske importvekter er ganske like våre eksportvekter. Det kan medføre at avkastningen på petroleumsfondet blir positivt korrelert med utviklingen i vår egen økonomi, som i internasjonal målestokk må betraktes som ualminnelig åpen. Tilgangen på innenlandske og utenlandske varer vil derfor kunne bevege seg i takt, slik at vi vil kunne få unødvendig store utslag i den samlede tilgangen på varer.
- Investeringer i tråd med importvektene kan innebære at fondet blir en for dominerende aktør i små markeder som Norge importerer mye fra (f.eks. Sverige og Danmark).
- Importmønsteret kan endres over tid, således er bruk av importvekting uansett diskutabelt.
- For enkelte land vil den reelle importvekten kunne være høyere eller lavere enn den direkte handelen mellom Norge og landet skulle tilsi, den såkalte tredjelandseffekten.

Revidert nasjonalbudsjett og den del av det som omtaler petroleumsfondet er for tiden gjenstand for behandling i Finanskomiteen i Stortinget. Det synes som om det er et flertall i Stortinget som vil gi sin tilslutning til de retningslinjer Norges Bank har lagt til grunn i sin tilrådning til Finansdepartementet og som Regjeringen har basert seg på i sin fremstilling i Revidert Nasjonalbudsjett.

I petroleumsfondloven er det som nevnt Finansdepartementet som er gitt ansvaret for å forvalte Statens petroleumsfond. Som eier er Finansdepartementet ansvarlig for å fastsette investeringsfilosofien, de strategiske aktivaallokeringer og hvilken toleranse en har når det gjelder risikotaking. Det er av avgjørende betydning at forvaltningsmandatet er klart definert. Bare da er det mulig å foreta en etterprøving av kvaliteten på forvaltningen. En viktig oppgave for Finansdepartementet er å evaluere Norges Banks forvaltning av petroleumsfondets midler. Finansdepartementet har engasjert en egen rådgiver til å vurdere Norges Banks forvaltning. Det må legges til grunn at finansiell avkastning er den eneste målsetningen. Eventuelle "strategiske investeringer" o.l. som vektlegger andre forhold enn løpende finansiell avkastning bør ivaretas utenfor petroleumsfondet.

Det operative ansvaret for forvaltningen av petroleumsfondet er i forskriften delegert til Norges Bank, som er tillagt ansvaret for den taktiske aktiva-allokering, påse at de enkelte rammer for risiko for den samlede porteføljen til enhver tid er overholdt, samt å ha ansvaret for å rapportere og vurdere avkastningen som er oppnådd på porteføljen. Dette er funksjoner som må ivaretas sentralt for fondet. For å kunne tilfredsstille de krav som må stilles til god risikokontroll av petroleumsfondets investeringer, tar Norges Bank sikte på å utpeke en global depotinstitusjon. Denne institusjonen skal sørge for oppgjør av transaksjonene, regnskapsføring og måling av avkastning.

Selv om risikostyringen foregår sentralt, kan imidlertid forvaltningen av fondet desentraliseres. Det legges derfor opp til grunn at forvaltningen kan ivaretas enten internt i Norges Bank eller eksternt. I denne vurderingen vil en legge hovedvekten på forretningsmessige kriterier. Der det er grunn til å forvente at andre enn Norges Bank er i stand til å utføre forvaltningen rimeligere og/eller med høyere forventet avkastning, vil forvaltningsoppgaven settes ut.

Norges Bank har lang erfaring med investeringer i rentebærende verdipapirer, men har foreløpig ingen erfaring med investeringer i aksjer. Bruk av eksterne forvaltere vil derfor særlig være aktuelt ved eventuelle plasseringer i aksjer. Forutsatt at Stortinget gir samtykke til Finansdepartementets anbefalinger, vil Norges Bank engasjere eksterne forvaltere til plasseringen av aksjeandelen i petroleumsfondet etter kriterier fastsatt av Norges Bank innenfor de samlede rammer for risiko som Finansdepartementet fastsetter.

Allerede fra neste år av kan petroleumsfondet plassere mer enn dobbelt så mye i internasjonale aksjer som det alle norske banker, livselskap og aksjefond har til sammen. Det sier seg selv at vi i stor utstrekning vil være avhengig av å bruke forvaltere med langt større erfaringsbakgrunn enn det vi finner i Norge. For deler av denne virksomheten, avhengig av de forvaltningsmandater som blir gitt, er det stordriftsfordeler og vanskelig for små institusjoner å konkurrere.

I noen sammenhenger dukker det opp synspunkter i Norge om at petroleumsfondet gir anledning til å bygge opp en konkurransedyktig norsk finansvirksomhet på linje med det oljeutvinningen har gjort. Som stor innkjøper står vi foran priser på det internasjonale forvaltningsmarkedet - som tilsier at det rett og slett ikke vil være nok marginer til at vi her kan snakke om noe stort antall arbeidsplasser i Norge.

Men selv om jeg ønsker å skape edrue forventninger, vil jeg ikke avvise at petroleumsfondet kan gi gode stimulanser til utvikling av norsk forvaltningsvirksomhet. Norske forvaltere vil kunne være med og konkurrere om forvaltningsoppdrag for de ulike mandater og for en del av dem vil de kunne være konkurransedyktige. Men også det at det bygges opp et fond med en signifikant størrelse i internasjonal sammenheng, vil gi positive ringvirkninger til det norske finansmiljøet.

Norges Bank har hittil hatt stor glede av samtaler og seminarer med det norske forvaltningsmiljøet. Det er viktig for oss at det er et kompetent miljø for risikostyring og forvaltning i vår nærhet. Vi tror at vi også gjennom den kompetanse og erfaringsbakgrunn vi nå bygger opp, og gjennom vår rolle som en krevende innkjøper, vil kunne gi viktige impulser tilbake til det norske miljøet.

Forslaget om investeringer i egenkapitalinstrumenter er som kjent til behandling i Stortingets finanskomité. På bakgrunn av komitéens merknader, vil Norges Bank i løpet av noen måneder gi en mer presis tilråding om hvordan de nye retningslinjene for forvaltningen av fondet skal utformes. Denne tilrådingen vil være en del av bakgrunns materialet for departementet når de fastsetter retningslinjene, muligens i forbindelse med fremleggelsen i Nasjonalbudsjettet for 1998. Hvis vi ikke støter på utfordringer, vil nye retningslinjer kunne være operative fra januar 1998.