

Fra olje til aksjer

Foredrag av direktør Knut N. Kjær, Norges Bank Investment Management, i Polyteknisk Forening 2. november 2006

Det er drøyt ti år siden de to første milliardene ble investert i oljefondet, det som i dag er Statens pensjonsfond - Utland. Jeg takker for denne anledningen til å reflektere sammen med dere om erfaringene hittil. Det er særlig tre spørsmål jeg vil drøfte: Hva er den finansielle logikken bak overføring av formue fra olje til en portefølje av internasjonale finansiell aktiva? Hvor mye av oljefondet bør være i aksjer og hvor mye i andre aktiva? Hva er nødvendige betingelser for at den operative gjennomføringen av forvaltningen bidrar positivt til avkastningen?

Jeg vil vise at overføringen fra petroleum i bakken til en bred portefølje av internasjonale aksjer trolig bidrar til både å øke den forventede avkastningen og redusere risikoen på statens formue. Videre vil jeg fremheve at andelen på 60 prosent obligasjoner neppe står rimelig i samsvar med en tidshorisont på mange generasjoner for investeringene. Mer diskusjon får vi kanskje på det siste temaet når jeg vil påpeke at kapitalforvaltning er en virksomhet som svært ofte destruerer snarere enn skaper verdier. Ofte er det bedre å kjøpe markedsavkastningen til et lavt forvaltningshonorar enn å betale høy pris for aktiv, analysebasert forvaltning.

Jeg skal også beskrive hvordan vi i Norges Bank har drevet forvaltningen og hvilke resultater som er oppnådd så langt. I avslutningen skal jeg forklare hvorfor jeg mener man er på ville veier når kapital betraktes som en råvare på linje med olje.¹

Vi hadde ikke drøftet oljefondets plasseringer her i dag hvis det ikke hadde vært for en djerv og svært effektiv norsk petroleumssektor som i mer enn 40 år har skapt enorme verdier. Norge har klart å omsette ressurser under havbunnen til store årlige eksportinntekter. Myndighetene har bedre enn i de fleste andre land maktet å styre og ta hånd om mesteparten av grunnrenten uten å tape engasjement og risikotaking fra de private selskapene. Staten har tatt stor risiko selv i form av egne investeringer i feltene. Oljeselskapene har oppnådd stor lønnsomhet ved effektiv drift og stadige grensesprengende utvikling og utnytting av ny teknologi.

I foredraget tar jeg alt dette for gitt. Men vi som arbeider med å plassere fondet i de internasjonale markedene blir til stadighet påminnet om hvor unikt godt Norge har forvaltet sine petroleumsressurser. Dette gir god inspirasjon til det neste leddet i kjeden - investeringer med sikte på å gjøre oljerikdommen om til en varig strøm av kapitalinntekter til en lang rekke av fremtidige generasjoner.

Foredraget vil inneholde en del forenklinger. I manuset legger jeg derfor igjen en del presiseringer i form av fotnoter og referanser.

Geologene og ingeniørene har sine formler og modeller. Slik er det også innen finans. Jeg vil basere resonnementer i dette foredraget på grunnleggende finansteori. Den viktigste er kapitalverdimodellen. Jan Mossin, som var professor ved Norges Handelshøyskole, er en av

tre som krediteres for denne. Mossin døde i 1987 kun 51 år gammel.² I 1990 fikk William Sharpe, en av de andre to, nobelprisen i økonomi.

Kapitalverdimodellen forutsetter at markedene er effisiente, det vil si at alle aktører kan investere i alle aktiva uten kostnader og med full informasjon. Det er ikke urimelig å legge dette til grunn ved langsiktige analyser. Ofte treffer antagelse om markedseffisiens godt også i det korte løp. Det kan være lurt å nærme seg markedene med dyp respekt, de er gjerne smartere enn man vil tro. Investorene bør være nøkterne, for å låne et begrep fra Mossin. I likevekt vil den representative investoren holde en diversifisert portefølje av alle aktive. Å avvike fra blandingsforholdet mellom aktivaklassene som følger av markedsporteføljen vil i modellen gi et dårligere bytteforhold mellom avkastning og risiko.

Avkastning og risiko hører sammen; det gir lite mening å drøfte og kommentere avkastning uten også å vurdere den tilhørende risikoen. Etter kapitalverdimodellen kan man ikke øke avkastningen uten også å øke risikoen når porteføljen er fullt ut diversifisert.

1. Fra olje til aksjer

Hva sier dette oss om forvaltningen av petroleumsformuen? I figur 1 vises anslag for størrelsen på statens andel av petroleumsformuen ved årets slutt, fordelt på neddiskontert verdi av netto kontantstrøm, oljefondet og aksje- og obligasjonsporteføljene.³ Mer enn halvparten av formuen er fortsatt i petroleum.

I figur 2 ser vi på "Value at Risk" for oljeformuen.⁴ Her trekker vi inn risikoen målt som standardavviket til avkastningen for årene 1900 til 2005.⁵ Vi ser at risikoen i den gjenværende delen av oljeformuen er mer enn syv ganger høyere enn for oljefondet. Bak dette ligger at svingningene i oljeprisen historisk har vært langt større enn variasjonene i avkastningen på aksjer og obligasjoner. Risikoen er (historisk) mer enn dobbelt så høy som å holde en veldiversifisert portefølje av internasjonale aksjer.

I figur 3 vises realavkastningen fra 1900 til 2005 på olje, aksjer, obligasjoner og plasseringer i pengemarkedet. En dollar plassert i aksjer i 1900 er 376 dollar ved utgangen av 2005. For olje er verdien økt kun til 2 dollar, mens for obligasjoner øker den til nær 6 dollar.

La oss helt enkelt anta at petroleum er et aktivum på linje med aksjer og obligasjoner. og at staten som investor lett kan velge mellom alle disse. Det vil si for eksempel å bytte olje mot aksjer. Da kan vi gjennomføre noen enkle, men ganske illustrerende resonnementer basert på kapitalverdimodellen.

I figur 4 betrakter vi først kun valget mellom olje og aksjer. Dimensjonene som vises er risiko og realavkastning. Startpunktet er nede i høyre hjørne - all formue er plassert som olje i bakken. Flytting fra olje til aksjer betyr å gå inn og opp i figuren; risikoen går ned og avkastningen opp - det vil si en opplagt forbedring. Dette skjer helt frem til der linjen skifter fra blå til rød - herfra får man ikke lenger i "pose og sekk". Porteføljen er fordelt på 30 prosent olje og 70 prosent aksjer. Herfra opp til punktet der hele formuen holdes i aksjer må man avveie avkastning mot risiko - det er ikke opplagte valg. Det beste bytteforholdet mellom avkastning og risiko nås når andelen olje er nede mot 15 til 20 prosent.

Vi må ta mange forbehold til denne fremstillingen. Historien gjentar seg ikke; i de siste 106 år har premien for å holde aksjer trolig vært langt større enn den vil være de neste 100 årene. Olje vil kanskje være en knappere ressurs enn den har vært⁶. Likevel - jeg står trolig på solid grunn når jeg påstår at en langt større del av formuen bør holdes i aksjer enn i petroleum.⁷ Men jeg vil legge inn ett forbehold - at vi faktisk forstår forskjell på formue og inntekt og ikke tar av hovedstolen.

Ved kjøpene av aksjer flytter vi formue fra petroleum til eierandeler i det internasjonale næringslivet. Vi bytter oljefat mot andeler i produksjonen i mer enn 3000 bedrifter spredd over hele verden. Figur 5 viser hvordan bytteforholdet - eierandeler mot oljefat - har utviklet seg siden de første aksjekjøpene vi gjorde i 1998. Figuren viser at vi nå får fem ganger så mange eierandeler per oljefat som i 1998.

2. Ikke kun aksjer

De to første oljemilliardene som kom på konto i Norges Bank i mai 1996 ble plassert i utenlandske obligasjoner, helt på linje med bankens valutareserver. Slik var det også med de 48 milliardene som kom inn ved utgangen av det året. Høsten 1997 besluttet Finansdepartementet at 40 prosent av fondet skulle plasseres i aksjer. Norges Bank bygget opp en ny forvaltningsorganisasjon, som fra januar 1998 startet med omplassering fra obligasjoner til aksjer. Tidlig i juni 1998 var aksjeandelen kommet opp i 40 prosent. Da var oljefondet 121 mrd. kroner. Omplasseringen til aksjer skjedde over tid og også ved bruk av futuresmarkedene for å gi minimal påvirkning. Nettopp dette, å plassere store midler i kapitalmarkedene uten å sette unødige "fotavtrykk", er en svært viktig del av jobben vår og noe vi har fått god trening i. Ny teknologi brukes i så stor utstrekning som mulig. Eksempelvis har en vesentlig del av aksjekjøpene det siste året skjedd med direkte elektroniske linker mot børsene. Det reduserer også de direkte transaksjonskostnadene. Siden 1996 har Norges Bank investert mer enn 1300 milliarder av oljepengene i de internasjonale kapitalmarkedene.

Så tilbake til strategien for forvaltningen. Det er Finansdepartementet som tar de viktigste beslutningene, som for eksempel hvor stor andel av fondet som skal være investert i aksjer. Dette skjer alltid etter forankring i Stortinget. Norges Bank ga våren 1997 råd om å gå i aksjer. To ganger ble dette debattert i Stortinget, basert på en omfattende dokumentasjon fra Finansdepartementet og Norges Bank. Risiko og usikkerhet var en viktig del av informasjonen. Det var bred politisk enighet om å gå i aksjer, slik det også har vært om hovedspørsmålene senere.

Beslutningen om å gå i aksjer kunne fortone seg dristig den gangen. Men var det egentlig det? Jeg har allerede vist at aksjer gir en langt bedre sikring av sparekapitalen enn å være kun i petroleum. Dessuten - aksjer er en realplassering, vi kjøper oss eierandeler i verdens produksjonskapasitet. Obligasjoner gir rimelig stabil avkastning på kort sikt sammenlignet med aksjer. Men i hundreårsperspektivet, som vi jo må legge an her, fremtrer heller ikke obligasjoner som en fullt ut sikker sikring av realverdier. Det har Norge erfart før med Statens Reservefond som Stortinget opprettet i 1904. Halvparten av kapitalen, som ble plassert i utenlandske bankinnskudd og "førsteklasses" engelske, tyske og franske

statsobligasjoner, var tapt da fondet ble opphevet i 1925. Kapitalen ble spist opp av inflasjonen.⁸

La oss nå anvende finanst teori igjen og tenke oss at staten har tre alternativer for plasseringen av formuen: Petroleum, aksjer og obligasjoner. Figur 6 viser hva obligasjoner tilfører av muligheter sammenlignet med valg kun mellom aksjer og obligasjoner. Dette kan oppsummeres til at obligasjoner kun bidrar ved å gi muligheter til å ta ned risikonivået. Som vi kunne vente økes ikke mulighetene høyere avkastning. Heller ikke bytteforholdet mellom avkastning og risiko blir bedre av å tilføre obligasjoner.

Skjæringspunktet mellom linjen og kurven viser punktet med høyest bytteforhold mellom risiko og avkastning. Her er det rundt 80 prosent i aksjer, 18 prosent i olje og kun 2 prosent i obligasjoner. Etter teorien skal en investor velge et eller annet punkt på linjen, avhengig av egen risikovilje. Investor skal fortsatt holde en portefølje med vektene gitt i punktet, men i tillegg eie en portefølje med et risikofritt aktivum. Jo lavere risikovilje, jo større vekt skal porteføljen av risikofrie plasseringer ha.

Nå finnes det mange flere plasseringsmuligheter i de internasjonale kapitalmarkedene, som også eiendom og unoterte aksjer. Oljefondet kan dermed plasseres langt bredere enn i dag. Det vil ikke nødvendigvis øke avkastningen, men det vil bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko. De nærmeste kandidatene til å inkluderes i strategien for oljefondet er eiendom og unoterte aksjer (private equity). Dette er de største gjenværende aktivklassene. De har til felles å være mindre likvide enn dagens. Kompensasjon for lav likviditet er en naturlig inntektskilde for en så langsiktig investor som oljefondet. Norges Bank gir denne høsten anbefalinger til Finansdepartementet om å inkludere eiendom og unoterte aksjer i forvaltningsstrategien.

Nå har vi gjort den enkleste delen av jobben med å avklare den langsiktige forvaltningsstrategien for oljefondet - å holde en bredt diversifisert portefølje av mange aktiva i mange land. Det vanskeligste og viktigste spørsmålet gjenstår: Hvor stor risiko skal staten ta i forvaltningen? Med risiko mener jeg her svingninger i avkastningen - den type risiko som man får betalt for å ta - og som man må ta for å oppnå høyere avkastning.⁹

Et viktig premiss for å besvare spørsmålet er avklart gjennom handlingsregelen. Fondskapitalen skal bestå i all fremtid, man skal bruke kun realavkastningen. Siden denne settes som et langsiktig gjennomsnitt, uavhengig av hva som faktisk oppnås i det enkelte år, betyr svingninger i den faktiske avkastningen svært lite for hva som fra år til år kan brukes på budsjettet.

Det er noe paradoksalt med det at oljeformuen svinger så enormt mye - uten at det gir stadige avisoverskrifter, mens det ikke skal mye krusninger til på saldoen til oljefondet før overskrifter og spørsmål kommer. På veien fra olje til aksjer synliggjøres verdiene, man går fra en ikke notert aktiva til en portefølje man kan avlese verdien på løpende. Paradokset er at svingningene som kommenteres er mye mindre enn de som ikke får tilsvarende oppmerksomhet. Selv om hele fondet var i aksjer ville, som jeg har vist her, markedsrisikoen være betydelig mindre enn for oljen og gassen som er i bakken.

Norges Bank har nylig anbefalt Finansdepartementet å øke aksjeandelen. Strategirådet av uavhengige eksperter oppnevnt av Finansdepartementet, har nå foreslått å øke aksjeandelen til 60 prosent. Dette er en krevende beslutning for statsmyndighetene. Den største feilen man kan gjøre er å ta en investeringsrisiko man ikke klarer å fastholde når markedene går imot. Det er nettopp da man kan gå på de store tapene. Dette gikk svært bra da aksjemarkedene stupte i 2001 og 2002. Aksjeandelen ble opprettholdt. Mesteparten av de nye oljeinntektene gikk til å kjøpe aksjer for å opprettholde vekten i det fallende markedet. Oljefondet gikk dermed "motstrøms" i markedet og la grunnlaget for en svært god avkastning i de påfølgende årene. De mange andre investorer som ikke sto løpet ut, tapte trolig mer enn de ville ha gjort om de ikke var overmodige da de la strategien.

Valget av risikonivå er å avveie ubehaget ved verdifall i noen perioder mot gevinstene som ligger flere generasjoner frem. Det gikk svært bra da strategien ble utfordret for fire - fem år siden. Neste gang kan vi vise til de erfaringene. Kanskje kan vi også venne oss til et hundreårs perspektiv på å investere i oljefondet, slik vi har lært å leve så godt med risikoen i petroleumsvirksomheten? Oljefondet, som er av de fond i verden som har lengst tidshorisont for sine investeringer, har mye høyere andel i obligasjoner og lavere andel i aksjer og andre realaktiva enn andre store fond med betydelig kortere tidshorisont og mindre handlefrihet.

Jeg lar dette stå som en utfordring til alle som mener noe om finansforvaltning og som trer fram i debatten når markedene svinger. Vi må være edruelige og realistiske når avkastningen går til himmels i enkelte år, og beholde fatningen og holde fast ved strategien når markedene faller kraftig. Det er gjerne nettopp i de vanskelige periodene at grunnlaget for gode investeringer legges. Det er da også svingningene som forklarer at aksjer gir høyere avkastning på lang sikt.

3. Forskjell på alpha og beta

I den siste delen av foredraget skal jeg drøfte selve forvaltningen, det vi som operatører driver med fra dag til dag i Norges Bank. Vi har en viktig jobb, og vi har med oss mye nøkternhet og realisme. Vi vet at våre valg kun står for en mindre del av den samlede risikoen og forventede avkastningen av oljefondet. Mesteparten er bestemt av eierens valg av strategi - jamfør de spørsmålene jeg har drøftet hittil i foredraget.

Nå skal jeg drøfte hvilke betingelser som må oppfylles for at en forvalter skal skape verdi ut over det eieren selv gjør ved sitt valg av risikonivå og strategisk portefølje. De fleste forvaltere skaper ikke verdi - tvert imot destruerer de verdier for sine kunder. Finanteorien gir en god forklaring på hvorfor det kan være så vanskelig å lykkes i aktiv forvaltning. Nøkkelen ligger i å forstå skillet mellom risiko som er priset i markedet og risiko som man normalt ikke får "betalt" for å ta.

Risiko som ikke er priset i markedet er for eksempel å holde en konsentrert portefølje på få aksjer. Alle investorer kan lett diversifisere seg bort fra slik risiko. Derfor er det ingen generell "premie" å hente på å konsentrere porteføljen.¹⁰ Risikoen for å holde en bred portefølje av aksjer kan man ikke spre seg bort fra, derfor oppnås en generell risikopremie for dette. Tilsvarende gjelder for eksempel premie for å ta kredittrisiko og ved å avstå fra likviditet.

Dette kan vi se i sammenheng med arbeidsdelingen innen kapitalforvaltning. Eierens oppgave er å hente ut slike prisede risikofaktorer ved å fastsette en "strategisk allokering" for fondet, det vil si en nærmere angivelse av hvordan forvaltningen skal fordeles på de ulike aktivaklassene. Hvor mye man vil holde i de mest risikable aktiva bestemmes av hvor stor risiko man er villig til å ta.

Eierens strategi kan settes ut i livet på en svært rimelig måte. Det kreves ikke store staber med godt lønnede analytikere og forvaltere for å kjøpe brede markedseksponeringer. Slik forvaltning - indeksforvaltning - koster en brøkdel av aktiv forvaltning. Eksempelvis kan Norges Bank selv, uten bruk av eksterne forvaltere, forvalte det dobbelte av dagens volum i oljefondet med under 100 personer til en kostnad på under 0,03 prosent av kapitalen. Dette forvaltningsproduktet ville faktisk ha vært mer lønnsomt enn de fleste som leveres i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning.

Det er altså enorme stordriftsfordeler i denne delen av forvaltningsoppgaven. Stor tilførsel av kapital kan håndteres rimelig enkelt. Systemene og kompetansen, de direkte linjene til børsene og all annen infrastruktur for å handle og styre porteføljer, kan ta hånd om 5000 milliarder kroner nesten like greit som 2500. La oss ta med oss dette poenget når vi drøfter mulighetene oljefondet gir til å videreutvikle forvaltningsnæringen i Norge.

Innen finansfaget kalles forvaltningen med bred markedseksponering gjerne for beta-forvaltning. Den gir eieren den avkastningen eieren har krav på i henhold til den risikoen eieren selv har tatt - på en svært kostnadseffektiv måte. Avkastningen kan på ingen måte tilskrives noen dyktighet hos forvalteren i å forutse gode og dårlige investeringsvalg.

Men noen forvaltere kan ha slik dyktighet, og da bør de også få frihetsgrader til å avvike fra de brede markedsinvesteringene. Det de klarer å oppnå som avkastning ut over det som følger av risikoen eieren selv tar, kalles gjerne for "alpha". Målet til de fleste forvaltere rundt om i verden, som i Norge, er å levere alpha til kundene. Som sagt viser forskning og empiriske studier helt entydig at et fåtall klarer å gjøre dette konsistent over tid.

Dessverre leveres de fleste forvaltningsprodukter som en uklar kombinasjon av beta og alpha. Selv innen hedgefondindustrien, som har hatt sterk fremvekst de siste 10 årene, er mye av produktene snarere forkledde beta-eksponeringer enn ren alpha. Kundene betaler en unødig høy pris for et produkt de like gjerne kunne ha forvaltet selv eller kjøpt som et indeksprodukt. Tilsvarende gjelder for mange aksjefond og rentefond.

Alpha-forvaltning dreier seg om å ta risiko man ofte ikke får betalt for å ta. Kun når man har en spesiell ferdighet, er det verdt å prøve. Husk igjen det jeg startet ut med, markedene er gjerne mye smartere enn man tror. For hver investering man vurderer er det kanskje mange tusen øyne rundt om i verden som ser på den samme. I de noterte markedene gis i "real time" "gravitasjonen" av all verdens informasjon og vurderinger.

Det er stor forskjell på markedene. Noen preges mye mer av løpende rasjonalitet i prisingen enn andre markeder. Lav likviditet i noen markeder kan bety større perioder med feilprisering. Mangel på informasjon i markeder kan gi større muligheter for dem som er dyktige til å fremskaffe informasjon.

For Norges Bank blir resultatene i alpha-forvaltningen målt opp mot det Finansdepartementet selv kunne innkassere gjennom å kjøpe markedsporteføljen på den mest kostnadseffektive måten. Benchmarken er satt sammen av brede og anerkjente indekser for aksje- og rentemarkedene. Finansdepartementet har definert en øvre ramme for hvor store forventede avvik vi kan ta fra referanseporteføljen. Det er et tydelig resultatansvar. Resultatfokuset er forsterket ved den store åpenheten vi har om hvordan forvaltningen utøves. Hvert kvartal står vi fram i rapporter og på pressekonferanse og beskriver hvordan vi har gjort det i forhold til benchmarken. Videre opplyser vi om hvordan forvaltningen har vært gjennomført, hva den har kostet og hvor stor risikoen har vært.

For oss i Norges Bank Investment Management har finasteorien vært en viktig inspirasjonskilde fra vi startet opp med den aktive forvaltningen. Den har gitt ydmykhet og disiplin. Respekten for markedet er et godt utgangspunkt. Hver gang vi fraviker fra den tenkte likevektløsningen, må vi ha et bevisst forhold til det.

Sannsynligheten for suksess fortonet seg ikke så stor da vi begynte, i og med at de fleste forvaltere ikke lykkes med å skape merverdi konsistent over tid. Vi startet ut forsiktig, men har økt omfanget av aktiv forvaltning etter hvert som vi har sett at resultatene har meldt seg. Både den interne og den eksterne forvaltningen er blitt betydelig utvidet i den retningen. Våre resultater (mot benchmark) tåler meget godt en internasjonal sammenligning. Meravkastningen har vært på 0,5 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt, og vi har skapt netto "ekstra" verdier for over 25 mrd kroner. Det har vi klart uten å øke den samlede risikoen i oljefondet og med en informasjonsrate på rundt 1,3.¹¹

Kampen for å slå benchmark - og den så synlige stillingen vi står i - skaper et sterkt resultatfokus innen NBIM. Vi driver helt etter forretningsmessige prinsipper. Alle som tar investeringsbeslutninger, også de som velger eksterne forvaltere, får lønnen fastsatt ut fra hva de leverer av målbare resultater. Fondet består av mer enn 100 delporteføljer. En viktig del av vår strategi for å oppnå meravkastning, er nettopp å spesialisere forvaltningen. Vi har lite tro på at forvaltere (eksterne og egne) kan operere bredt og uten å ha konkrete ferdigheter og fortrinn i segmenter av markedene. Vi gjennomfører spesialiseringen ved å gå meget langt i delegering av ansvar til enkeltpersoner. Hver og en har et klart og avgrenset mandat for investeringene, og det er en løpende oppfølging av at man er innenfor rammene.

I NBIM er det ingen overordnet komitéstruktur som utydeliggjør ansvar. Trolig er tydelig delegering en viktig motivasjonsfaktor og en av forklaringene på at vi hittil har beholdt våre dyktigste egne forvalterne. Risiko og ressurser styres ut fra forventninger om resultater. Det gjelder også i de grunnleggende spørsmål om ekstern eller intern forvaltning. Kravene til avkastning er minst like sterke for våre egne forvaltere som for de forvaltningsproduktene vi kjøper ute i markedene.

Det er vanskelig å gi konkrete anvisninger på hva som kan skape konsistent alpha. Vi har erfart at talentfulle enkeltpersoner er helt nødvendig for suksess. Det hjelper ikke med store og ressursrike organisasjoner, gode systemer etc. om man i ikke har personer med helt spesielle ferdigheter og egenskaper. En annen nødvendig betingelse er at det rundt de talentfulle enkeltpersonene er ressurser og folk som kan støtte og utfordre dem.

Vår streben etter å skape alpha er dermed mye en jakt på talenter. Den foregår delvis som en rekruttering via eksterne forvaltere, hvor vi kjøper tilgang til talenter som er ansatt i andre virksomheter. Og vi rekrutterer talenter til vår egen organisasjon - til våre kontorer i Oslo, London, New York og snart Shanghai. For oss er forståelsen av enkeltpersoners viktighet så grunnleggende at vi svært ofte sier opp forvaltningsavtaler med eksterne forvaltere på dagen når nøkkelpersoner i selskapet slutter.

På sett og vis kan vår virksomhet illustreres som et nav. Vi har en kjerne av betaforvaltning og effektiv investering av store tilførsler av midler. Her er det betydelige stordriftsfordeler. I navet ligger også den helt nødvendige styringen av risikoen for å sikre optimal allokering til mange spesialistmandater, og for å overvåke at totalporteføljen alltid er innenfor rammene som er satt av Finansdepartementet. Ut fra navet er det en lang rekke av alphakilder. De peker ut i mange retninger og dekker mye av investeringsuniverset mest mulig uavhengig av hverandre. De består av talenter ansatt i virksomheter utenfor NBIM, og de består av talenter ansatt i NBIM. Hvorvidt de er eksterne eller interne er vi ikke så opptatt av; hovedutfordringen er å finne tilstrekkelig mange talenter og skape en effektiv plattform de kan operere ut fra.

4. Kapital - en råvare?

Av og til krydres den norske debatten om oljefondet med synspunkter om at kapital er en råvare på linje med olje - og at vi kan utvikle kapitalstyrken til et komparativt fortrinn. Jeg vil avslutningsvis kommentere dette nærmere.

Først kan vi se på hvor stor kapitalen i oljefondet er i forhold til verdens samlede kapitalmarked. Beregninger foretatt av McKinsey viser at verdens aksje- og obligasjonsmarkeder i 2004 var på 86.000 milliarder dollar. Verdien av oljefondet er 0,3 prosent av dette. ¹²

Om vi definerer kapital som en "bulk-vare", da er indeksforvaltning det nærliggende forvaltningsproduktet. Kunne vi på basis av stor kapitalmengde produsere internasjonalt konkurransedyktige indeksprodukter? Ja kanskje, men det er viktig å være klar over at selv med eventuell fordobling eller tredobling av oljefondet i det neste ti-året, vil kapitalen her være relativt beskjeden i forhold til hva de største indeksforvalterne i verden har. De tre største hadde i fjor mer enn 3900 milliarder dollar under forvaltning - det vil si rundt 15 ganger nåværende størrelse av oljefondet. ¹³ Som vist er slike produkter enkle å produsere, marginene er lave og sysselsettingen kan overhodet ikke sammenlignes med f eks utviklingen av oljenæringen i Norge.

Dette eksemplet viser at et utgangspunkt om norsk kapitalrikelighet ikke nødvendigvis leder fram til nye næringsmuligheter. En annen innfallsvinkel til det samme spørsmålet er at det ikke er kapitalmangel i verden i dag. Selv et utviklingsland i rask ekspansjon, som Kina, er stor netto eksportør av kapital. USA er mottager, og har et spareunderskudd både i offentlig sektor og i husholdningene. Men i det amerikanske næringslivet - for første gang i historien - betaler bedriftene nå mer til eierne i aksjeutbytte og kjøp av egne aksjer, enn de trenger for å finansiere sine investeringer.

Etter min mening er det mer fruktbart å fokusere på kapitalens funksjon og kvalitet enn på mengdene av den. I boken "Hvem eier Norge", som utkom nylig, er det gitt gode analyser og beskrivelser av eiernes roller for å oppnå "verdiøkende eierskap".¹⁴ De fire hovedkategorier funksjoner er: Tilførsel av kapital, seleksjon av kapital fra ulønnsomme til lønnsomme områder, styring for å sikre at ledelsen maksimerer selskapets verdi og å tilføre komplementære ressurser til bedriftene, det vil si å tilføre bedriftene kompetanse, relasjoner og andre ressurser som kreves for å lykkes.

Kapitalen har sin pris i markedet. Den varierer med blant annet hvordan investorer vurderer forventet lønnsomhet og risiko. En finansiell investor kan, som jeg har beskrevet i dette foredraget, diversifisere sin portefølje og hente ut den avkastningen markedet gir. Om man i tillegg besitter spesielle ferdigheter på ulike "alpha-områder", kan man hente ut noe høyere avkastning.

En strategisk investor, som tar større eierposisjoner, og deltar mer aktivt i styringen av virksomhetene, kan under gitte betingelser oppnå høyere avkastning enn den normale markedsavkastningen. Boken gir en god gjennomgang av hvilke krav man da står overfor. De kan oppsummeres til at man må ha en særegen eierkompetanse.

Den knappe faktoren i de internasjonale kapitalmarkedene er ikke kapitalen i seg selv (det forfatterne kaller drivstoff eller tilførsel av kapital), men eierkompetanse som gjør det mulig å hente ut mer fortjeneste enn det generell plassering i markedet gir.

Det har opp gjennom årene kommet en del forslag om at Norge gjennom oljefondet skal ta strategisk eierskap i viktige bedrifter. Banker og IT-selskaper har vært nevnt. Oljefondet kunne strekke til for å kjøpe en til tre av de virkelig store bedriftene. Den viktige motforestillingen til dette, i tillegg til det selvsagte med den betydelige økningen i risiko, er hvilken eierkompetanse vi kunne ha tilført som ville ha vært bedre enn den som allerede var etablert der. Om vi nøyer oss med mellomstore bedrifter og kan kjøpe for eksempel 20 av dem, blir risikoen mer spredd - men oppgaven med å finne tilstrekkelig gode eierrepresentanter tilsvarende større. Heller ikke store pensjonsfond og nasjonale reservefond ute i verden har valgt strategisk eierskap som utgangspunkt for å oppnå sin beste avkastning mot risiko profil.¹⁵

For å summere opp - i en verden som preges av at bedrifter betaler kapital tilbake til sine eiere, bør vi i Norge ha et forsiktig forhold til om vår andel på 0,3 prosent av det internasjonale kapitalmarkedet i seg selv representerer noe fortrinn. De enkelte bedriftene fortjener ikke mer kapital enn de kan løpende forsvare i markedene (gjennom konkurransedyktig avkastning). Tilførsel av kapital er kun verdiskapende der den er kombinert med spesifikk eierkompetanse.

Når vi ved hjelp av oljefondet flytter verdier fra olje i bakken til internasjonale verdipapirer, krever vi som finansielle investorer vår rett som eiere og får den avkastningen markedet gir. Er vi dyktige i den aktive forvaltningen, kan vi hente ut litt mer. Og holder vi kostnadene lave, kan vi oppnå en rimelig god netto avkastning på lang sikt. Å hevde at plasseringene støtter internasjonalt næringsliv er å snu fortegnet. Vi stiller kapital til rådighet som vi krever avkastning på.

Som finansiell investor har vi tre hovedoppgaver: Investere nye oljemilliarder så effektivt som mulig i kapitalmarkedene (transition), plassere midlene bredt i markedene i samsvar med strategien bestemt av Finansdepartementet og med forankring i Stortinget (beta-forvaltningen) og oppnå noe høyere avkastning der hvor markedene gir muligheter for det og hvor vi har spesielle kompetansemessige fortrinn (alpha-forvaltning). Det er stordriftsfordeler i de to første funksjonene, og det er gode grunner til at de, som i dag, skal ligge ett sted.

I den aktive forvaltningen er det ikke tilsvarende stordriftsfordeler. Tvert imot reduseres meravkastningspotensialet målt i prosent med økt kapital - fordi man da påvirker markedene mer. Suksess i aktiv forvaltning krever, som jeg har vist, særegne ferdigheter og talenter. Det er få grunner som tilsier at all denne virksomheten skal skje innen Norges Bank.¹⁶ Mer enn halvparten av vår aktive forvaltning skjer ved å kjøpe tilgang til talenter i eksterne organisasjoner.

Hvorfor er så få av disse norske? Det kan kanskje skyldes at vi stiller helt tydelig krav til at det skal være genuin verdiskaping (alpha), at det bak dette må ligge spesielle ferdigheter, og at dette som oftest krever spesialistfokus. Vi ser med andre ord etter nisjeprodukter. Slik det vanligvis er for bedrifter på verdensmarkedet, er det også for forvaltere; det nytter sjelden å komme med generelle produkter.

Der hvor norske forvaltere bygger en nisjekompetanse - gjerne i tilknytning til kunnskap innen bestemte sektorer der vi kan ha gode industrielle miljøer - er jeg overbevist om at de kan være internasjonalt konkurransedyktig.

Vi vil svært gjerne ha et større miljø rundt internasjonale kapitalforvaltning i Norge og ønsker å være en positiv faktor. Våre medarbeidere bidrar svært aktivt i finansundervisning på høyskoler og på faglige seminarer og har god direkte dialog med en del miljøer. Vi er en del av det norske arbeidsmarkedet og strømmen av kompetanse går begge veier. Kanskje kan vi gjøre enda mer - og det kommer kanskje noen forslag om dette i debatten etterpå. Dog må rammene være realistiske, vi er satt til å drive forretningsmessig og blir målt på resultatene - og EØS avtalen legger noen føringer.

En vei som neppe er farbar, er å pålegge våre eksterne forvaltere å etablere seg i Norge. I den grad det kan gjennomføres innen den internasjonale konkurransereguleringen, vil det ganske sikkert bety tap i avkastningen. Vi mangler ikke tilgang til forvaltere, og det er helt sikkert noen som vil ta på seg ekstra kostnader ved etablering i Norge. Det vi mangler, og som blir stadig mer utfordrende når kapital under forvaltning øker, er gode og talentfulle forvaltere som med rimelig sannsynlighet kan levere meravkastning. En del av våre beste eksterne forvaltere sier nei takk til mer kapital under forvaltning fra oss (jamfør sammenhengen mellom kapital og transaksjonskostnader). Krever vi etablering i Oslo sier de kanskje nei takk til oppdraget.

5. Avslutning

Oljefondet er et unikt instrument til å diversifisere statens formue og gjøre inntekt fra forgjengelige petroleumsressurser over til en varig strøm av kapitalinntekter. Finanst teori gir

nyttig utgangspunkt til både å vurdere den strategiske fremtidige sammensetningen av formuen og til å organisere den operative gjennomføringen av forvaltningen.

Det som virkelig monner for fremtidige generasjoner, er at Norge lykkes med å fortsette flyttingen/diversifiseringen av formue til finansielle aktiva i utlandet. Det øker forventet avkastning og tar ned den samlede risikoen av formuen. Det er meget gode grunner til å øke andelen som plasseres i aksjer, men det krever at vi har evnen til å holde strategien fast under skiftende tider i markedene.

Som finansiell investor henter Norge den avkastningen brede plasseringer i markedene kan gi. I denne delen av forvaltningen er det betydelige stordriftsfordeler, og med måten vi driver på i dag kan Norges Bank ta hånd om atskillig mer kapital. Det krevende er i tillegg å drive aktiv forvaltning som konsistent skaper merverdi. Dette er en talentbasert virksomhet. Her er vi en global aktør på konstant søking etter talenter. Vi er mindre opptatt av om de jobber i eksterne forvaltningsbedrifter eller innen NBIM.

En utfordring jeg også gjerne skulle ha snakket mye om, er vår oppgave med å opptre som en krevende eier overfor de mer enn 3000 bedriftene der vi har aksjer. Hittil i år har vi eksempelvis stemt i 23 363 saker på 2189 bedriftsforsamlinger. Vi har høye ambisjoner om å spille en ledende rolle internasjonalt i utviklingen "Corporate governance", og vi har et krevende pålegg fra Finansdepartementet om å ta særskilt hensyn til at investeringshorisonten går mange generasjoner fram. Dette betyr også å stille etiske krav til bedriftene.

Vi kommer gjerne tilbake og drøfter våre erfaringer her på et senere tidspunkt!

Fotnoter

¹I foredraget tar jeg for gitt at oljeformuen skal spares for fremtidige generasjoner, dvs at tema er diversifisering av formuen snarere enn om man eventuelt skal bruke av hovedstolen nå. Når formue flyttes fra petroleum til kontoen av internasjonale verdipapirer i oljefondet, går pengestrømmen via statsbudsjettet og ser ut som inntekt på linje med andre inntekter. Når denne posten ikke sees i sammenheng med motposten i form av redusert statlig del av petroleumsformuen, gis et galt bilde av utviklingen i statens finansielle posisjon.

² Jan Mossin ville ha fylt 70 år i 2006 og dette ble nylig markert med en egen konferanse på Norges Handelshøyskole. Hans artikkel "Equilibrium in a Capital Asset Market" i *Econometrica* i 1966 regnes som en av tre grunnsteiner i kapitalverdimodellen (CAPM). De to øvrige sentrale bidragene, som kom uavhengig av hverandre, ble gitt av J. Lintner og W. Sharpe.

³ I Nasjonalbudsjettet 2007 er nåverdien statens fremtidige årlige kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten beregnet til 3660 mrd. 2007-kroner. Figuren baseres også på anslaget i budsjettet om at oljefondet ved årets slutt er på 1756 milliarder kroner.

⁴Definert som ett standardavvik i millioner kroner.

⁵ Data jeg benytter her er basert på arbeid til tre professorer ved London Business School, E. Dimson, P. Marsh og M. Stauntun. Historiske data fra 16 land er presentert i boken "Triumph of the Optimists" fra 2002. Datasettet er oppdatert og utvidet i "Global Annual Return Yearbook" utgitt sammen med ABN Amro.

⁶ Et annet forbehold er å betrakte petroleumsformue som en likvid aktivaklasse. Men å realisere den raskt, selge "oljen på rot", er neppe praktisk eller finansielt gjennomførbart.

⁷ Professor Rögnavaldur Hannesson gir i boken "Investing for Sustainability - The Management of Mineral Wealth" (2001) en god oversikt over teoretisk bakgrunn for - og praktiske erfaringer med å overføre ikke-fornybare naturressurser til varige aktiva.

⁸ Dette er godt beskrevet av professor Aanund Hylland: "Statens reservefond 1904-1925. Et forsøk på å binde politisk handlefrihet?" Penger og Kreditt 3/2005, Norges Bank.

⁹ Risiko man ikke får betalt for å ta, er ulike typer operasjonell risiko, som tap som skyldes mangelfulle systemer, dårlig kompetanse, svak oppfølging av leverandører etc. Mer om systematisk versus usystematisk risiko senere.

¹⁰ Denne observasjonen gjelder greit for finansielle investorer, men treffer ikke nødvendigvis for strategiske eiere som kanskje kan risikere at kompetansen til å styre virksomheter utvannes ved å spre seg på flere virksomheter. Imidlertid står også disse overfor et grunnleggende valg om hvor stor aksjespesifikk risiko det er fornuftig å ta.

¹¹ Informasjonsrate er et vanlig, om enn ikke helt fullstendig uttrykk, for kvalitet ved aktiv forvaltning. Den uttrykker forholdet mellom meravkastningen og merrisikoen knyttet til å oppnå denne. Resultatene er drøftet nærmere i en egen artikkel i årsrapporten for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland i 2005.

¹² Kilde: Mapping the global capital markets. The McKinsey Quarterly 2005 special edition.

¹³ Barclays Global Investors, State Street Global og Vanguard Group, kilde Pensions & Investments og Watson Wyatt Global 500 survey.

¹⁴ Hvem eier Norge? L.A. Grünfeld og E.W. Jakobsen, Universitetsforlaget 2006.

¹⁵ Det er glidende overganger, særlig ved investeringer i unoterte markeder. Andelen slike investeringer i porteføljen er gjerne lav. Strategiske eierposisjoner i bedrifter skjer gjerne via fond (som private equity fond), det vil si at man kjøper eierkompetansen utenfra.

¹⁶ En grunn er kostnadene. Egen aktiv forvaltning koster en femtedel til en tiendedel av eksternt kjøpt.