

Petroleumsfondets langsiktige investeringsstrategi

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Argentumkonferansen, 30. september 2004

Formålet med Petroleumsfondet

Statens petroleumsfond er et viktig redskap i den økonomiske politikken i Norge. Det skal bidra til at petroleumsinntektene disponeres ikke bare av denne, men også av framtidige generasjoner.

Fondet er en buffer mellom de løpende petroleumsinntektene og bruken av disse inntektene i norsk økonomi. Dermed skjermes den økonomiske aktiviteten fra svingningene i priser og utvinningstakt i petroleumssektoren. Petroleumsinntektene kan fases gradvis inn i norsk økonomi.

Fondet er også et sparefond. Økningen i andelen eldre i befolkningen vil om noen år kreve større offentlige uttellingene enn det som løpende kan finansieres ved dagens skattenivå. De samfunnsøkonomiske kostnadene ved et vesentlig høyere skattenivå enn i dag ville være store. Det er derfor viktig at staten har sparekapital å tære på.

Fondskonstruksjonen

Sammen tilsier disse to formålene at Petroleumsfondet investeres utenfor norsk økonomi. Loven om Statens petroleumsfond bestemmer at Petroleumsfondet skal motta alle statens inntekter fra petroleumsvirksomheten, og at midler fra fondet bare skal brukes over statsbudsjettet. Loven forbyr bruk av midler fra fondet på noen annen måte.

Denne bestemmelsen sikrer at statlige myndigheter en gang hvert år tar standpunkt til hvor mye det er fornuftig å bruke fra fondet. Den sikrer også at all bruk av statens midler underlegges samme vurdering, slik at alternative formål må prioriteres mot hverandre. Det framgår av forarbeidene til loven om Petroleumsfondet at fondet ikke skal være et statsbudsjett nummer to, heller ikke i form av finansinvesteringer til formål som ikke har nådd opp i budsjettprioriteringene.

Stortinget har vedtatt en handlingsregel for bruken av petroleumsinntekter. Den sier at bruken i utgangspunktet skal begrenses til 4 prosent, eller forventet årlig realavkastning over tid av formuen i Petroleumsfondet. Denne regelen skal sikre bruk av inntektene i norsk økonomi på et nivå som kan opprettholdes over tid. Figuren viser den faktiske bruken hvert år. De siste årene har staten brukt noe mer av petroleumsinntektene enn 4 prosent av Petroleumsfondet, blant annet på grunn av uventet svikt i andre statlige inntekter.

Statlig sparing

Sparing i Petroleumsfondet er den viktigste komponenten i statens finanssparing. Næringsdepartementet ¹ har beregnet at fondet utgjør godt over halvparten av statens

formuesplasseringer i kapitalmarkedene. Da er investeringer i rene statsforetak, helseforetak og de fleste heleide statsbedrifter holdt utenom. Dermed er store bedrifter som Statkraft og Posten ikke med. Disse to bedriftene med en anslått markedsverdi på til sammen mellom 50 og 100 milliarder kroner endrer likevel ikke hovedbildet.

Midlene i Petroleumsfondet er plassert i de internasjonale kapitalmarkedene. Men figuren viser at staten også plasserer betydelige midler i de innenlandske markedene. Næringsdepartementet og Folketrygdfondet står for de to viktigste postene. Næringsdepartementet forvalter statlige eierandeler i en rekke selskaper, som enten driver næringsvirksomhet i Norge eller som investerer i bedrifter som gjør det. Folketrygdfondet har en stor portefølje av investeringer i børsnoterte norske selskaper. I tillegg kommer eierandeler som forvaltes av andre departementer enn Næringsdepartementet. Til sammen utgjør dette en betydelig tilførsel av statlig kapital i det norske kapitalmarkedet.

Statens plasseringer i det innenlandske kapitalmarkedet kan likevel neppe sies å være særlig viktige for bedriftenes finansieringsmuligheter i det samme markedet. Kapitalmarkedet har det økonomer gjerne kaller en separasjonseffekt. Staten kan sette sammen sin portefølje av finansielle investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet i norske bedrifter. Bedriftene kan på sin side velge finansieringsstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Kapitalmarkedet ligger mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov, og det sørger for at statens og bedriftenes valg kan atskilles. Det norske kapitalmarkedet er del av et nordisk marked og i økende grad også del av et større internasjonalt marked. Kapitalmarkedene er stort sett svært effektive verktøy for å kanalisere midler fra de som sparer til de som investerer.

Kapitaltilgang ²

I markedet settes det en pris på kapitalen. Bedrifter som mener de med tilstrekkelig høy sannsynlighet kan oppnå avkastning på kapitalen utover det den koster i markedet, vil investere. Kapitalen skaffes til veie enten ved at egen sparing investeres i bedriften i stedet for i markedet, eller ved at bedriften tar opp lån i markedet. I begge tilfeller er markedsprisen på kapital den pris bedriften reelt betaler.

Liten tilgang på kapital i markedet kunne føre til at markedsprisen ble for høy. Kravet til realavkastning på investeringer kunne bli høyere enn det som er samfunnsøkonomisk ønskelig. Men det er neppe grunnlag for å si at markedsprisen og avkastningskravet i det norske kapitalmarkedet er høyere enn i andre land. Samtidig er nivået på realinvesteringene forholdsvis høyt. Det tyder på god tilgang på kapital i det norske markedet.

Vi vet at markedssvikt og effektivitetstap er vanlige fenomener i enhver virkelig økonomi. Mangel på informasjon og åpenhet om investeringsprosjekter er en viktig årsak. Investorer i kapitalmarkedet har svært sjelden samme informasjon om lønnsomheten av et prosjekt som den bedriften som faktisk skal gjennomføre det.

Slik asymmetrisk informasjon kan føre til at bedrifter må betale mer for kapitalen enn det som ville vært tilfellet om også de eksterne investorene hadde like god og sikker informasjon om lønnsomheten av en investering. Eller det kan føre til at enkelte bedrifter med gode prosjekter ikke oppnår finansiering i det hele tatt. Dette er et velkjent argument for at

kapitaltilgangen kan være for liten til enkelte grupper av bedrifter. Spesielt kan det gjelde for nystartede bedrifter. Mulige investorer til slike bedrifter har som regel færre holdepunkter for å vurdere forventet lønnsomhet og risiko enn når midler skal investeres i etablerte bedrifter.

Det er flere ting en kan si om dette argumentet. For det første er asymmetrisk informasjon hos ulike aktører ikke noe spesielt norsk fenomen. Det er en type markedssvikt som finnes i alle kapitalmarkeder rundt om i verden.

For det andre er det ikke et argument for en generell økning i kapitaltilførselen. Dersom vi prøvde å løse problemet på den måten, kunne vi få betydelig kapitalutgang. Andre investorer ville kunne flytte sine midler til markeder med bedre forventet avkastning. Dersom de ikke gjorde det, kunne vi få betydelige kostnader ved at prosjekter som ikke er samfunnsøkonomisk lønnsomme likevel fikk finansiering. En markedssvikt er det mest effektivt å avhjelpe med selektive virkemidler, spesielt rettet mot dem som rammes av svikten.

Staten har derfor opprettet spesielle fond eller selskaper som gir finansiering til private bedrifter, enten ved å skyte inn egenkapital eller ved å gi lån som det ordinære kapitalmarkedet ikke vil gi. Det er vanskelig å få full oversikt over omfanget av slik statlig kapitaltilførsel. Et grovt anslag er at minst 20 milliarder statlige kroner nå er investert i utviklingsprosjekter i private bedrifter.

Tilførsel av kapital på rimeligere betingelser enn i det vanlige kapitalmarkedet har lenge vært et virkemiddel i distriktspolitikken. Etter hvert har dette utviklet seg til å bli et landsdekkende virkemiddel. Det er ikke lett å vurdere hvor vellykket en slik politikk er. Men en skal ikke undervurdere utsagnskraften i vanlige resultatmål for forretningsvirksomhet. Tilførsel av risikokapital innebærer en betydelig sannsynlighet for tap. Men for at tilførselen skal kunne kalles vellykket, må den også innebære en betydelig sannsynlighet for uvanlig god lønnsomhet. Investeringene i utviklingskapital bør i gjennomsnitt gi positiv avkastning for investorene, også for staten. Dersom staten i gjennomsnitt tjener penger kan en med stor sikkerhet si at staten avhjelper en markedssvikt. Dersom staten derimot taper penger over tid, er det mer trolig at staten bidrar til sløsing med kapital.

Selektiv støtte kan lett komme i konflikt med det internasjonale regelverket som Norge har forpliktet seg til å følge gjennom EØS-avtalen og gjennom Verdens Handelsorganisasjon WTO. Regelverket skal sikre like vilkår i konkurransen mellom bedrifter fra ulike land. De fleste former for direkte og indirekte statsstøtte er derfor forbudt. Statlige lån til gunstigere vilkår enn det markedet tilbyr vil være en form for indirekte statsstøtte, som bare kan brukes i begrenset omfang. Det er i norsk interesse å verne om dette regelverket for å beskytte norske bedrifter i utenlandske markeder.

Det kan gjøres skattemessige grep som påvirker tilgangen på kapital, også til utviklingsprosjekter. Det offentlige utvalget som tidligere i år vurderte sammenhengen mellom kapitaltilgang og økonomisk utvikling, pekte på at fjerning av formuesskatten vil ha en slik positiv virkning.

Regelen om at Petroleumsfondet bare kan plasseres i utenlandske verdipapirer tar primært sikte på å holde fondsmidlene helt utenfor norsk økonomi: Dermed blir gjennomføringen av den økonomiske politikken enklere. Men regelen hindrer også at forvalterne av fondet blir utsatt fra press fra innenlandske aktører som ønsker tilførsel av kapital.

Petroleumsfondets investeringsstrategi

Petroleumsfondet utgjør den helt dominerende delen av statlig formue i utlandet. Petroleumsfondet er også den formueskomponenten som vokser raskest. Men det kan diskuteres om det egentlig er riktig å kalle dette sparing. Petroleumsformuen finnes jo allerede nede i Nordsjøen. Staten har direkte eierandeler i denne formuen og i tillegg rettigheter til ytterligere en andel gjennom framtidige skattekrav.

Utvinningsen av petroleum innebærer en omplassering av statlig formue, fra petroleumsformue til finansielle plasseringer. Ved denne omplasseringen blir formuen langt mer likvid, og den blir plassert på en mindre risikabel måte. Figuren viser erfaringene fra de siste 18 årene. De tyder på at forventet avkastning blir høyere ved omplassering av petroleumsformuen til finansielle fordringer, i tillegg til at risikoen blir lavere.

I årene framover vil formuen i Petroleumsfondet trolig øke mye. Figuren viser Finansdepartementets anslag for veksten fram til utgangen av 2009. Anslagene bygger på forutsetninger om prisene på olje og gass som akkurat nå framstår som nøkterne.

Den nåværende investeringsstrategien bygger på analyser som ble gjort i 1997-98, da det ble klart at fondet ville kunne bli stort. Senere har hovedvalget med 40 prosent av fondet i egenkapitalinstrumenter og 60 prosent i renteinstrumenter ligget fast. Det er dette 40/60-forholdet som i hovedsak bestemmer både forventet avkastning av fondet og den risikoen som er knyttet til avkastningen over ulike tidshorisonter.

Det er imidlertid gjort en rekke andre endringer, som har gitt et større og mer diversifisert investeringsunivers for fondet. Figuren viser hovedtrekkene i fondets referanseportefølje slik den er i dag.

Resultatene i forvaltningen

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet på oppdrag fra Finansdepartementet. Resultatene har til nå vært forholdsvis gode, med en realavkastning på fondets investeringer i gjennomsnitt siden 1997 på 3,6 prosent, etter fradrag for alle forvaltningskostnader. I bunnen ligger den noenlunde sikre avkastningen fra rentebærende statspapirer. For å oppnå høyere avkastning er deler av fondet også investert i rentepapirer uten statsgaranti og i aksjer. Særlig aksjeinvesteringene har ført til at avkastningen har svingt mye fra kvartal til kvartal.

I figuren vises fallet i aksjemarkedene fra 2000 til 2003 tydelig. Dette er den viktigste årsaken til at den gjennomsnittlige avkastningen ikke har vært høyere. På den annen side har fallet i det internasjonale rentenivået gitt god avkastning på obligasjonsinvesteringene.

Avkastningen på Petroleumsfondet er i hovedsak bestemt av den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastlagt. Men Norges Bank bidrar i tillegg med aktiv forvaltning. Den aktive forvaltningen består av et stort antall små avvik fra referanseporteføljen. Forvaltningen er organisert i en lang rekke enkeltmandater, både innenfor Norges Bank og hos eksterne forvaltere. Figuren viser at risikotakingen er godt spredd over mange ulike forvaltere.

Det målet vi i Norges Bank har satt oss er en meravkastning på minst 0,25 prosentpoeng hvert år. Det forutsetter at langt mer enn halvparten av de posisjoner som tas gir meravkastning. Til nå har den gjennomsnittlige årlige meravkastningen vært på vel 0,4 prosentpoeng. I penger er den akkumulerte meravkastningen på om lag 12 milliarder kroner, som tilsvarer om lag 8 prosent av den totale avkastningen fondet. Figuren viser at denne meravkastningen er oppnådd uten at risikoen for fondets investeringer har økt. Det skyldes at den aktive forvaltningen er tar andre typer risiko enn den som ligger i referanseporteføljen.

Meravkastningen har vært positiv de fleste kvartalene. Bytteforholdet mellom avkastning og risiko har vært høyt, med et forholdstall over én. Men det finnes selvsagt ingen garanti for at resultatene vil være like positive framover. Den sterke veksten i fondet gjøre det vanskeligere å ta store nok posisjoner i den aktive forvaltningen.

Passivasiden

Pensjonskommisjonen foreslo at Petroleumsfondet sammen med Folketrygdfondet skal danne et nytt Statens pensjonsfond. Vanlige pensjonsfond har presist definerte forpliktelser i form av framtidige pensjonsutbetalinger. Fondenes formål er å oppfylle disse forpliktelsene med en rimelig grad av sikkerhet. Myndighetene regulerer virksomheten til fondene, blant annet med krav om at fondene skal ha midler som med høy sannsynlighet er tilstrekkelige til å dekke framtidige forpliktelser.

En slik målformulering har stor betydning for valget av investeringsstrategi i vanlige pensjonsfond. De siste årene har avkastningen i kapitalmarkedene vært svak, og i mange land har verdien av pensjonsfondenes midler minket i forhold til forpliktelsene. Nedgangen i pensjonsfondenes dekningsgrad har ført til klare endringer i porteføljesammensetningen i en del fond.

Pensjonskommisjonen foreslo at Statens pensjonsfond ikke skal være et slikt rendyrket pensjonsfond. Staten har store løpende skatteinntekter og kan derfor dekke pensjonsforpliktelsene fra andre kilder enn fra et eventuelt Statens pensjonsfond. Statens beskatningsrett gjør at det ikke vil være optimalt å la investeringsstrategien til et slikt fond være helt ut styrt av pensjonsforpliktelsene. Vi kan se på Statens pensjonsfond som en del av statens generelle formue, og statens pensjonsforpliktelser som en del av statens generelle forpliktelser.

Staten har mulighet til å holde fast ved en lang investeringshorisont selv om dekningsgraden av et framtidig Statens pensjonsfond i perioder skulle falle under det som anses ønskelig. Det betyr ikke at investeringsstrategien vil være helt upåvirket av hvordan pensjonsforpliktelsene utvikler seg. Om en del år vil det bli aktuelt å bruke av fondets

avkastning i tillegg til de løpende petroleumsinntektene. Det kan gjøre det mer aktuelt å sette krav som sikrer en mer stabil verdiutvikling i fondet. På den annen side er det foreslåtte fondet tenkt som en permanent fondsdannelse. Vi ser ikke for oss at det i framtida bør legges vesentlig større vekt på kortsiktig risiko enn det som gjøres med dagens investeringsstrategi for Statens petroleumsfond. Kanskje heller tvert om.

Alternative investeringer

Petroleumsfondet er uvanlig bredt diversifisert geografisk ved at mange land og valutaer inngår i fondets portefølje. Men andre store fond har som regel investeringer i flere aktivaklasser enn det Petroleumsfondet har. Det er for eksempel vanlig at pensjonsfond plasserer en andel av sine midler i fast eiendom og unoterte aksjer. Enkelte pensjonsfond har også investeringer i råvaremarkedene.

For Petroleumsfondet har konklusjonen foreløpig vært at det ikke er aktuelt å investere deler av fondet i slike alternative aktivaklasser.

Vurderingen tar utgangspunkt i at nye aktivaklasser må oppfylle to grunnleggende krav for å bli med i Petroleumsfondets portefølje. For det første må aktivaklassen bidra til et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko. Det betyr at avkastningen i den nye aktivaklassen ikke må variere helt i takt med avkastningen i aktivaklasser som fondet allerede er investert i. Fondet må kunne oppnå risikospredning ved å investere i den nye aktivaklassen.

For det andre må markedene i den nye aktivaklassen ha en viss størrelse. Petroleumsfondet bør ikke være den dominerende investoren i noe marked, fordi investeringen da lett blir lite likvid, og vanskelig å verdsette. Gitt denne restriksjonen må størrelsen på markedene gjøre det mulig å plassere en så stor del av Petroleumsfondet i aktivaklassen at virkningen på fondets avkastning og risiko blir merkbar.

En ny aktivaklasse gir en del kostnader som påløper uavhengig av størrelsen på investeringen. Disse faste kostnadene kan bare forsvares om investeringen har en viss størrelse. Investeringer i små aktivaklasser vil lett ha kostnader som blir store i forhold til de fordeler vi kan oppnå i form av bedre risikospredning i fondet.

Unoterte aksjer

Forvaltning av unoterte aksjer eller "private equity" krever kompetanse på aktivt eierskap i bedrifter. Selv store pensjonsfond finner det sjelden lønnsomt å bygge opp slik spisskompetanse innenfor sin egen organisasjon. Det finnes unntak, men pensjonsfond investerer som hovedregel indirekte gjennom ulike former for partnerskap. Fondene må da forplikte seg til å investere et bestemt beløp, mens det i hvert partnerskap er den operativt ansvarlige, såkalt ledende partner, som avgjør når investeringen faktisk blir gjort. Fondene betaler en årlig forvaltningsavgift til den "ledende partneren", og må i tillegg selv ha en viss oppfølging av partnerskapet.

De samlede forvaltningskostnadene for fondene blir betydelig høyere enn for investeringer i noterte markeder. Investeringen er som regel vanskelig å verdsette, og følgelig også

vanskelig å selge. I annenhåndsmarkedet er prisene normalt for lave til at salg vil være lønnsomt. Pensjonsfondet må regne med å ha investeringen i sin portefølje fram til den avtalte varigheten av partnerskapet er ute. Da vil det normalt ha gått rundt 10 år.

Vi har ikke et godt grunnlag for å anslå forventet avkastning på Petroleumsfondets eventuelle investeringer i unoterte aksjer. Avkastningen kan være sterkt avhengig av den ledende partneren i de partnerskap en går inn i. Det vil være viktig å velge og få adgang til de riktige partnerskapene. Det vil være krevende og kostbart å plassere så mye penger i unoterte aksjer at det gjør noen særlig forskjell for fondets avkastning og risiko.

I Petroleumsfondet er det viktig med åpenhet om forvaltningen. Det betyr at det bør være mulig for eierne og fagfolk utenom forvaltningsorganisasjonen å vurdere kvaliteten på forvaltningen i Norges Bank. Dette er viktig for å opprettholde høy tillit til Petroleumsfondet som instrument for statlig formuesplassering. Med bare noterte instrumenter i referanseindeksen er det lett for utenforstående å vurdere avkastningstallene i forhold til gjennomsnittlig markedsavkastning. Med unoterte aksjer i porteføljen kan fondet framstå som mindre gjennomskiktig.

Det er likevel ikke slik at unoterte aksjer er endelig utelukket som investeringsobjekt. Norges Bank går regelmessig gjennom grunnlaget for investeringsstrategien. En del av gjennomgangen vil være å vurdere om dagens styringsstruktur for Petroleumsfondet kan tilpasses investeringer i alternative aktivaklasser. Ett grep kan være å rapportere avkastningen for den del av Petroleumsfondet som er i noterte markeder for seg. Da kan denne avkastningen vurderes på samme måte som i dag. Et annet grep kan være å gi fylldig informasjon utad om de investeringer som er gjort i unoterte markeder, og om de vurderinger som ligger bak. Men selv om det senere skulle bli åpnet for at Petroleumsfondet investerer i unoterte aksjer, vil det altså være utenfor Norge.

Det er grunner til staten på andre måter enn gjennom Petroleumsfondet bør engasjere seg i markedene for kapital til utviklingsprosjekter. Staten har ved det mulighet til å minske virkningen av den markedssvikten som utvilsomt finnes. Samtidig har historien til nå lært oss at statlige finansinvesteringer i disse markedene ofte har gitt samfunnsøkonomisk tap. Navnet Argentum, som er det latinske ordet for sølv eller arvesølv, kan i så måte tolkes som et positivt signal.

Fotnoter

¹Fra Næringsdepartementets rapport om statlig eierskap i 2003.

²Framstillingen bygger delvis på ekspertutredningen om "Kapitaltilgang og økonomisk utvikling" fra det såkalte Sandmo-utvalget.