

# Petroleumsfondet og norsk økonomi

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Bergo. Svensk-norska handelskammaren, Stockholm, 22. oktober 2003

*Med forbehold om endringer under fremføringen.*

Jeg vil i dette foredraget peke på to utfordringer for en god forvaltning av kapitalen i Petroleumsfondet. Den første utfordringen er for samfunnet generelt: Hvordan kan dagens høye inntekter fra utvinning av olje og gass benyttes slik at de fremmer velferd på lang sikt? Den andre utfordringen er for Finansdepartementet som Petroleumsfondets eier og Norges Bank som forvalter av fondet: Hvordan bør midlene i fondet forvaltes for å kunne gi en høyest mulig avkastning til en akseptabel risiko?

Norsk økonomi er preget av olje - på godt og vondt. Oljen gir oss et økonomisk utgangspunkt som mange andre land ikke har. Men oljen gir oss også mange utfordringer. Hvordan skal vi klare å leve godt med oljen? Dette spørsmålet stiller den økonomiske politikken ovenfor flere utfordringer. I det følgende vil jeg konsentrere meg om tre forhold:

For det første må vi huske at oljeressursene er en del av vår nasjonalformue. Når vi henter opp oljen og selger den, transformerer vi naturformue til finansformue. Det er ikke inntekter i vanlig forstand vi får. Nasjonalformuen tilhører ikke bare vår generasjon, men også fremtidige generasjoner. Et krav må da være at verdiene oljen gir oss fordeles mellom generasjoner på en god måte. Det innebærer at myndighetsutøverne må ha disiplin i pengebruken, og vurdere denne i lys av langsiktige hensyn.

Størrelsen på kontantstrømmen fra oljevirkosomheten varierer dessuten mye. Hvis dette skulle brukes løpende, ville det gi enorme svingninger i etterspørselsimpulsene rettet mot norsk økonomi og dramatisk forsterke konjunktursvingningene.

For det tredje vil bruk av oljepenger påvirke konkurranseevnen for norsk næringsliv. Et høyt nivå og store svingninger i bruken av oljepenger kan få store konsekvenser for rammebetingelsene i konkurranseutsatte næringer. Det er viktig at vi klarer å beholde en næringsstruktur som fremmer læring, nyskaping og utvikling.

Vi er nå inne i en fase der petroleumsformuen omplasseres fra å være en naturressurs under havbunnen til finansielle fordringer på utlandet.

Begge formuestypene 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.

Utvinning av petroleum gir en profitt som overstiger normal avkastning, en grunnrente. Siden grunnrenten tilhører staten, og beskatningen av petroleumsutvinningen reflekterer dette, får staten en kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Det samles dermed opp betydelig kapital på statens hånd i den perioden vi nå er inne i.

Samtidig som vi står overfor utfordringene med forvaltning av petroleumsformuen, møter vi en demografisk utfordring. Den demografiske utfordringen er at andelen av befolkningen som er yrkesaktiv vil falle sterkt, og den andelen som får inntektene fra det offentlige, vil øke.

Figuren illustrerer utviklingen i arbeidsstyrken og antall pensjonister i perioden fram til 2050. Den blå linjen viser at arbeidsstyrken anslås å øke med om lag 150 000 personer fra 2000 til 2030. Av den grå linjen ser vi at økningen i antall alders- og uførepensjonister vil være på om lag 500 000 personer. Dette betyr at antall personer i arbeidsstyrken i forhold til antall pensjonister vil falle fra 2,6 til 1,8. Disse grove beregningene forutsetter blant annet at arbeidsinnvandringen holdes på nåværende nivå.

Veksten i antall pensjonister fører til at forpliktelsene knyttet til folketrygdens alders- og uførepensjon vil øke sterkt. I løpet av de neste 30 årene ventes utbetalingene til alders- og uførepensjon å mer enn dobles som andel av samlet verdiskaping. Veksten i antall eldre, spesielt over 80 år, vil etter hvert kreve økte ressurser til pleie- og omsorgstjenester. Vedtatte velferdsreformer vil også bidra til å øke ressursbehovet i offentlig tjenesteyting i årene framover.

Med en økende andel eldre i befolkningen og sterk vekst i utgifter til pensjoner og til pleie- og omsorgstjenester, vil petroleumsformuen komme godt med. Derfor er det spesielt viktig at vi forvalter den godt.

Petroleumsvirksomheten er stor i forhold til norsk økonomi. I figuren vises oljeinvesteringene med den blå kurven og statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten med den røde kurven. Oljeinvesteringene økte kraftig tidlig på 70-tallet og har etter dette ligget på mellom 4 og 8 prosent av BNP. Oljeinvesteringene svinger mye og har stor effekt på konjunkturutviklingen i norsk økonomi. Det er begrenset i hvilken grad myndighetene kan regulere oljeinvesteringene. Det er derfor vanskelig å unngå impulsene til norsk økonomi som disse svingningene gir. Da blir det desto viktigere at ikke svingningene i pengestrømmen til staten fra denne virksomheten slår rett inn i økonomien.

La meg illustrere hva dette kunne bety:

Anta at oljeprisen midlertidig øker med 20 kroner per fat, eller litt under tre dollar fatet. Det er en liten endring i oljeprisen, godt innenfor de normale variasjonene fra ett år til det neste. Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten vil da øke med rundt 16 milliarder kroner det første året og 20-22 milliarder kroner det neste året. Det tilsvarer nærmere 2 prosent av Norges årlige BNP.

Hvis den økte kontantstrømmen blir tatt inn i økonomien gjennom økte utgifter eller reduserte skatter i statsbudsjettet, blir den samlede etterspørselen innenlands påvirket. Økte utgifter krever en økning i det offentliges bruk av realressurser - først og fremst arbeidskraft. Da er 2 prosent av BNP svært mye. Dersom økningen i oljepengene brukes innenlands, tilsvarer det for eksempel nesten hele den årlige veksten i fastlandsøkonomien i et normalår. Hvis også den private delen av økonomien vokser, og økonomien allerede er nær kapasitetsgrensen, ville en slik politikk raskt føre til et sterkt press på ressursene i økonomien. Det gir opphav til lønns og prisstigning. En slik politikk ville også gi ustabile

forhold i valutamarkedet. Når oljeprisen så falt igjen og staten brukte mindre penger, ville økonomien bli utsatt for en svært sterk kontraksjon.

Statens petroleumsfond ble opprettet i 1990 for å underbygge langsiktige hensyn i bruken av oljepengene. Tanken bak Petroleumsfondet er at kontantstrømmen fra en økning i oljeprisen skal tilflyte Petroleumsfondet og plasseres i utlandet, og at økningen i oljeprisen ikke påvirker budsjettet for øvrig. I så fall vil den økte kontantstrømmen ikke påvirke den innenlandske økonomien, men investeres i utlandet gjennom petroleumsfondet. Tilsvarende vil heller ikke en nedgang i oljeprisen slå ut innenlands, men i en lavere oppbygging av fordringer på utlandet. Gjennom oppbyggingen av fondet tas det også hensyn til at flere generasjoner skal nyte godt av petroleumsformuen.

I mars 2001 fikk vi handlingsregelen for finanspolitikken og nye retningslinjer for pengepolitikken. Handlingsregelen for finanspolitikken innebærer at underskuddet på statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av petroleumsfondet. I Stortinget var det bred tilslutning til denne omleggingen. Dette var et forsøk på å sikre en langsiktig forankring av finanspolitikken. En slik langsiktig forankring av finanspolitikken i de enkelte års budsjetter vil sikre en stabil ramme som bidrar til å dempe noe av svingningene som petroleumsvirksomheten fører med seg.

Hvis handlingsregelen respekteres over tid, og inntjeningen i gjennomsnitt ligger rundt 4 % reelt, vil Petroleumsfondet øke så lenge staten har en positiv kontantstrøm fra oljevirkosomheten. Når omvekslingen fra petroleum til finansformue er gjennomført, skal det fortsatt ikke tas ut mer enn at den reelle verdi av formuen opprettholdes, i prinsippet til evig tid.

Den største omplasseringen av nasjonalformuen de neste tretti årene vil som nevnt være fra petroleumsformue til finansformue. Nå kunne en selvsagt spørre om det ikke hadde vært et alternativ å holde formuen i olje, og bare tappe ut det vi trengte. Om det ville lønne seg, vil avhenge av prisutviklingen på olje sammenlignet med avkastningen på finansielle fordringer.

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 dag har vi en sammensetning på om lag 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.

Både petroleumsformuen og finansformuen utgjør store beløp. Det er imidlertid den neddiskonterte verdien av vårt eget arbeid som er den dominerende formuesposten. 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.

La meg gi et lite eksempel som illustrerer dette: Hvis en oppfatning om at vi med oljen er blitt så rike at vi kan slappe av litt, skulle lede til en reduksjon i den årlige produktivetsvekst på 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 vil gi oss.

Ikke kan vi trekke oss tilbake og leve som rentenister på avkastningen av Petroleumsfondet heller. Avkastningen på petroleumsfondet vil fra rundt 2020, når det vesentligste av oljen er utvunnet og vekslet om til finansformue, ligge på 4-6 prosent av BNP. Det vil neppe fortone seg som noe godt liv å skulle greie seg med en inntekt på  $\frac{1}{20}$  av hva vi er vant med. Vi må altså fortsette å arbeide.

Flere studier av sammenhengen mellom langsiktig økonomisk vekst og tilgang på naturressurser viser at land med stor tilgang på naturreserver har en tendens til lavere økonomisk vekst. Hvorfor? Store naturreserver er i utgangspunktet en fordel for et lands økonomi.

Et hovedresultat i studiene av sammenhengen mellom langsiktig økonomisk vekst og tilgang på naturressurser er illustrert i figuren. Den er laget av Jeffrey Sachs og Andrew Warner, to av de fremste forskerne som har studert fenomenet som har fått navnet "naturressursenes forbannelse". De bruker størrelsen på eksporten av naturressurser i forhold til BNP i 1970 som et mål på landenes rikdom av naturressurser. Det er en negativ sammenheng mellom hvor mye naturressurser landene i utgangspunktet hadde, og den økonomiske veksten i perioden 1970-89. I gruppen av land med høyest vekst, finner vi flere av de asiatiske tigrene som i utgangspunktet var svært naturressursfattige. Flere av de oljerike landene rundt den persiske golfen er land med lav økonomisk vekst. Dette kan tyde på at det ikke nødvendigvis er en fordel å få tilgang til store naturressurser. Det er mange forhold som påvirker den økonomiske veksten.

I figuren til Sachs og Warner ses det kun på et av disse forholdene. Sammenhengen har imidlertid vist seg å være relativt robust. En del økonomer har riktignok pekt på at den negative sammenhengen ikke gjør seg gjeldende dersom man tar hensyn til institusjonelle forhold i landene som inngår i undersøkelsen.

Hvorfor har mange land ikke klart å utnytte den lettjente rikdommen? Sachs og Warner forklarer den negative sammenhengen mellom ressurstilgang og økonomisk vekst med at land med relativ ressursrikelighet har en tendens til å bli høykostnadsland. Dette fører igjen til fravær av eksportledet vekst. Andre peker på at økt lønnsevne i ressurssektoren fører til tapping av talenter og kompetanse fra andre sektorer som betyr mer for landets vekstevne. En ytterligere forklaring kan være 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.

Siden vår ambassadør i Sverige har vært sterkt medvirkende til at dette foredraget holdes, fristes jeg til å gå tilbake noen hundre år i tid, og se på det daværende Spania med den marokkanske ambassadørens øyne slik det er gjengitt i David Landes' bok "The Wealth and Poverty of Nations". Den marokkanske ambassadøren betraktet et spansk samfunn som hadde fått lettvinntilgang til gullrikdommer fra erobringstoktene til Amerika, og hvor den nyvunne rikdom helt klart preget samfunnet:

*"... den spanske nasjonen har i dag den største formuen og den største inntekten blant de kristne landene. Men kjærligheten til luksus og sivilisasjonens komfort har overveldet dem, og du vil sjelden finne noen i denne nasjonen som er engasjert i handel eller reiser utenlands av kommersielle grunner som i andre kristne nasjoner (...). På samme måte forakter denne nasjonen det håndverket som utøves av lavere klasser og vanlige folk, og betrakter seg selv som overlegen andre nasjoner. De fleste av de som utøver slikt arbeid i Spania er franskmenn som reiser til Spania for å arbeide og som på kort tid legger seg opp store formuer."*

Jeg er ikke kjent med at tilsvarende rapporter gis fra ambassadører i Norge til sine hjemlige utenriksdepartementer i dag....

Det er fullt mulig at Norge greier å forvalte sin ressursrikdom bedre enn andre land som har fått tilgang på rike naturressurser. Men da er det tre prinsipper for fornuftig langsiktig forvaltning som må respekteres: Beslutningsformene og prosessene i det politiske og økonomiske livet må gi effektivt vern mot at særinteresser tilriver seg disposisjonsrett til store deler av petroleumsformuen. 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 nyskaping. For det tredje: Det er viktig at vi forholder oss til spørsmålet om fordeling mellom generasjonene og forvalter formuen som en formue.

Så over til den andre hovedutfordringen jeg vil snakke om: Hvordan bør midlene i fondet forvaltes for å gi høyest mulig avkastning til akseptabel risiko? Figuren her viser verdiutvikling i fondet og akkumulert tilførsel fra og med 1996.

Det er klart at med ansvar for så mye penger, er spørsmålet om investeringsstrategi svært viktig.

Petroleumsfondet eies av staten som representant for folket. Fondet er hjemlet i en egen lov om Statens Petroleumsfond, vedtatt av Stortinget i 1990. Finansdepartementet ivaretar eierrollen for fondet, og er ansvarlig for forvaltningen av midlene. Som eier fastsetter Finansdepartementet investeringsstrategien for fondet gjennom forskrift og retningslinjer. De viktigste beslutningene er fastlegging av investeringsunivers, valg av referanseportefølje og risikorammer for den aktive forvaltningen. Helt siden fondet ble opprettet har Norges Bank gitt råd om investeringsstrategien, og det er vel riktig å si at disse rådene har vært en viktig premis for departementets beslutninger. Den operative forvaltningen av fondet er overlatt til Norges Bank, og styres av en forvaltningsavtale som er offentlig. Det operative ansvaret omfatter å velge omfang av aktiv forvaltning, velge ut porteføljevalterne

(eksterne og interne), stå for den løpende risikokontroll og rapportere om fondets avkastning både totalt og relativt til referanseindeksen.

Det er formulert en enkel grunnregel for forvaltning av store porteføljer: Diversifiser [?][?][?]. Diversifiser [?][?][?]. Diversifiser. Diversifiser porteføljen mellom ulike aktivklasser som har ulike risikoegenskaper. Diversifiser deretter mellom ulike regioner og sektorer som kan forventes å ha forskjellige økonomiske karaktertrekk. Og endelig: diversifiser mellom enkeltbedrifter og enkeltutstedere.

Denne grunnregelen gjenspeiles i Petroleumsfondets investeringsunivers. Fondet har mulighet til å investere i aksjer og rentebærende instrumenter i 28 nasjonale aksjemarkeder og 22 obligasjonsmarkeder i Europa, Amerika og Asia. Fra nyttår åpnes også for ytterligere 12 aksjemarkeder og 8 obligasjonsmarkeder, hvorav det sør-afrikanske aksjemarkedet er den viktigste utvidelsen. Aksjeporteføljen er igjen spredt over et stort antall bedrifter som driver virksomhet i mange forskjellige sektorer. Også obligasjonsporteføljen har en slik bred diversifisering over ulike utstedere, men her utgjør nasjonalstater den dominerende enkeltgruppen.

Finansdepartementet har fastsatt en referanseindeks for Petroleumsfondet. Den har to funksjoner: For det første uttrykker den departementets valgte strategi på en nøyaktig måte. For det andre er den et sammenligningsgrunnlag for den aktive forvaltningen av fondet. Referanseindeksen er en faktisk global verdipapirportefølje, som er spesifisert ned til andeler i det enkelte verdipapir. Den viser altså hvilken andel av fondet som "normalt" skal være plassert i for eksempel Ford. Eller i Skanska. Dersom forvalteren ikke har noe aktivt markedssyn skal man vente at avkastningen på porteføljen blir lik referanseindeksen. Som jeg skal komme tilbake til, har Norges Bank som oppdrag og mål å få høyere avkastning enn referanseindeksen gjennom å påta seg en godt kalkulert risiko innenfor rammer satt av Finansdepartementet. Det vil likevel være en klar tendens til at porteføljevektene samlet sett ikke avviker veldig mye fra referanseindeksen. Det fører til at den sammensetningen som Finansdepartementet setter for referanseindeksen blir førende også for hvordan Petroleumsfondet faktisk er sammensatt.

Grunnregelen om bred diversifisering finner man igjen i sammensetningen av referanseindeksen. I referanseindeksen inngår aksjer fra vel 2200 bedrifter i 27 land, og vel 7400 obligasjoner utstedt av stater, internasjonale organisasjoner, andre utstedere med tilknytning til offentlig sektor og av foretak med høy kredittverdighet. Finansdepartementet har bestemt referanseindeksens aksjeandel og hvilke regionsvekter som skal gjelde innenfor aksje - og obligasjonsporteføljen. Departementet har også bestemt hvilke konkrete aksje - og obligasjonsindekser som skal benyttes som referanseindeks i hvert enkelt marked. Dette er indekser som leveres av eksterne leverandører.

Fra tid til annen er det framkommet kritikk mot at Finansdepartementet har lagt opp til en strategi hvor brede aksje - og obligasjonsindekser er førende for Petroleumsfondets sammensetning. Enkelte mener at indekslignende strategier er ufornuftige, og ønsker at fondet heller skal ta store eierposisjoner i et begrenset antall bedrifter. Motivasjonen for en slik alternativ strategi er tilsynelatende at det å ta styringen med bedriftene og drive aktiv forretningsutvikling gir høyere avkastning enn hva en bred aksjeindeks vil gi.

Jeg er ikke kjent med at andre store internasjonale fond har valgt en slik strategi for hele porteføljen sin. Dersom man over tid styrte porteføljen mot et mindre antall store strategiske eierposisjoner, ville porteføljens samlede risiko stige betraktelig. Enhver rasjonell investor vil forlange høyere forventet avkastning dersom risikoen øker. Et sentralt resultat fra finansiell teori er at man ikke får automatisk kompensert for høyere bedriftsspesifikk risiko gjennom høyere forventet avkastning. Skal slike strategier likevel lykkes må man besitte en særlig industriell kompetanse som andre alternative dominerende eiergrupperinger ikke har. Først da kan man håpe på at man øker avkastningen ved å gå inn som stor eier. Samtidig må selv store eierposisjoner diversifiseres over forskjellige sektorer, for å begrense den spesifikke sektorrisikoen. Det betyr at man trenger global industriell spisskompetanse om flere ulike sektorer. En slik kompetanse vil det være svært krevende å bygge opp og beholde. Det er også klare begrensninger på hvor mye kapital man kan plassere i slike strategier. For et fond av Petroleumfondets størrelse, er det derfor neppe noe alternativ til en strategi basert på bred diversifisering av aksjeporteføljen over et høyt antall bedrifter i mange land og ulike sektorer.

Valg av aksjeandel er sannsynligvis den aller viktigste beslutningen i sammensetningen av referanseindeksen. Til grunn for Petroleumfondets valg ligger at aksjer gir en forventet høyere avkastning enn obligasjoner. Historisk er det uomtvistelig at en slik meravkastning på aksjer har vært til stede.

Denne figuren viser den gjennomsnittlige avkastning på aksjer og obligasjoner i 16 land i perioden 1900 - 2002. I fem av landene har plassering i obligasjoner gitt negativ avkastning for perioden sett under ett. Det er Belgia, Frankrike, Tyskland, Italia og Japan. Avkastningen er "spist opp" av hyperinflasjon i årene fra første til etter andre verdenskrig. Uansett hvilket land man betrakter, har plassering i aksjer gitt forholdsvis høy meravkastning i forhold til investering i obligasjoner. Den årlige meravkastningen har vært minst i Danmark og Belgia med 2,2%, og størst i Australia, med 6,9 % høyere avkastning enn i obligasjonsmarkedet.

Prisen på aksjer svinger mer enn prisen på obligasjoner. Obligasjonseierne har krav på å få en fastsatt rente og tilbakebetalt lånet til fastsatt tid, før et eventuelt overskudd kan distribueres mellom eierne som utbyttebetaling eller tilbakeholdt overskudd i bedriften. Utstederne av obligasjonene som er i Petroleumfondets portefølje er gjerne stater eller private utstedere som for eksempel bedrifter med høy kredittverdighet. Derfor er det først og fremst endringer i rentenivået som fører til at prisene på obligasjoner endres. En aksje er egentlig summen av markedets forventninger til all fremtidig utbyttebetaling, neddiskonotert til dagens verdi. Som alle vet, er dette en svært usikker og variabel størrelse, noe som gir seg utslag i større svingninger i markedsprisene. For de aller fleste investorer er usikkerhet et onde. Et økonomisk rasjonelt individ vil ikke plassere sine sparepenger i aksjer framfor renteplasseringer uten å forvente en kompensasjon for den ytterligere risiko vedkommende påtar seg.

Gjennom valg av aksjeandel har Finansdepartementet tatt stilling til hvor høy avkastningsrisiko fondets eier er villig til å ta for å sikre høyest mulig langsiktig avkastning på fondets investeringer.

Finansdepartementet har lagt til grunn at Petroleumsfondet skal gi en langsiktig realavkastning på 4 %. Slik markedenes langsiktige prising av aksjer og obligasjoner er nå, er

dette et krevende mål. I årene 2001-2002 falt aksjeprisene kraftig over hele verden. I år da markedsprisene har en slik utvikling, vil man selvsagt ikke få en realavkastning på 4 %. Dette er et langsiktig gjennomsnittsmål, ikke et mål for hvert enkelt år.

I Nasjonalbudsjettet for 2004 som ble lagt fram tidlig i oktober har Finansdepartementet på nytt gått gjennom investeringsstrategien for Petroleumsfondet. På bakgrunn av innspill fra Norges Bank og konsultantselskapet Mercer ble grunnleggende strategivalg som aksjeandel vurdert på nytt, blant annet sett i lys av markedsutviklingen de senere årene. Det ble også sett nærmere på muligheten for å øke risikojustert avkastning gjennom å diversifisere inn i aktivklasser som ikke inngår i dagens investeringsunivers eller referanseindeks. Både innspillene fra Norges Bank og Mercer og departementets vurderinger er tilgjengelig på departementets hjemmesider, både på norsk og engelsk. I hovedtrekk kan konklusjonene oppsummeres slik:

- Selv om svingningene i avkastning har vært sterke ut fra den informasjonen en hadde i 1997, har ikke avkastningen ligget utenfor det mulighetsområdet som ble skissert som bakgrunn for avgjørelsen om 30-50 pst. aksjeandel. Det er derfor ikke spesielt sterke grunner for å endre fondets aksjeandel nå.
- Små børsnoterte selskaper inngår i investeringsuniverset, men ikke i referanseindeksen. Departementet finner ikke gode grunner til å endre på dette.
- Det åpnes fortsatt ikke for investeringer i unoterte aksjer eller for direkte investeringer i fast eiendom. Etter departementets mening er ikke de potensielle gevinstene ved disse investeringsalternativene så klare at de oppveier operative ulemper og en mindre transparent styringsstruktur for fondet.
- En inkludering av inflasjonsindekserte obligasjoner i referanseporteføljen vil bidra til å bedre totalporteføljens risikojusterte avkastning. Departementet vil derfor se nærmere på dette alternativet, men viser samtidig til at dette markedet er begrenset sammenlignet med nominelle obligasjoner og aksjer.

Det er mulig å øke forventet avkastning noe gjennom vellykket aktiv forvaltning. Det er det som er Norges Banks hovedoppgave i forvaltningen.

Departementet har også satt rammer for hvor forskjellig den faktiske porteføljen kan være fra referanseindeksen. Den viktigste rammen er grensen for forventet variasjon i avkastningsforskjellene mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen, kalt relativ volatilitet. Denne grensen er satt til 1,5 %-poeng eller 150 basispunkter. Litt forenklet kan man si at dersom Norges Bank utnyttet risikokvoten fullt ut til enhver tid, ville man forvente at avkastningsforskjellen mellom porteføljen og referanseindeksen var mindre enn 1,5 %-poeng i 2 av 3 år. I tillegg er det satt rammer for tillatt aksjeandel, regionsfordeling og renterisiko, som er vist på denne figuren. Norges Bank kan fritt bestemme porteføljesammensetningen innenfor disse rammene, men forventes å tilføre meravkastning gjennom å ta risiko relativt til referanseindeksen. Så langt har våre resultater fra den aktive forvaltningen vært gode.

Det går fram av neste figur, som viser avkastningsutviklingen både til fondet og referanseindeksen siden 1998. Man kan se at den faktiske porteføljen har slått referanseindeksen i denne perioden. Det er vi godt fornøyd med, særlig fordi fondet har vokst så kraftig i denne perioden. Når mye kapital kommer inn, vil det medføre store



transaksjonskostnader, og et automatisk tap mot referanseindeksen. Gjennom den aktive forvaltningen er disse kostnadene mer enn innhentet. I alt har det vært en samlet meravkastning i fondet i perioden 1998 - 2002 på 5,7 milliarder kroner, når man korrigerer referanseindeksen for de transaksjonskostnadene som særlig innfasingen av ny kapital har medført. Forvaltningskostnadene våre i 2002 har for øvrig vært på 90 øre pr. 1000 kroner investert i markedet.

Men vi ser også av figuren at sammensetningen av referanseindeksen er svært mye viktigere for totalavkastningen på fondet enn selve resultatet fra den aktive forvaltningen. Vi kan ikke regne med at aktiv forvaltning, uansett hvor vellykket den måtte være, skal øke total avkastning i betydelig grad. Når vi er så bredt investert som vi er i verdens største kapitalmarkeder, må vi forvente at porteføljen omtrent gjenspeiler verdens samlede verdiskapning.

For å kunne få en høyere avkastning enn referanseindeksen, er man nødt til å ta risiko. For Norges Bank som forvalter betyr det å bevisst velge en porteføljesammensetning som er forskjellig fra referanseindeksen. I svært liten grad har Norges Bank tatt slik risiko gjennom å ha en forskjellig aksjeandel eller forskjellig valutafordeling i porteføljen enn hva referanseindeksen har. Det er særdeles vanskelig å forutsi bevegelsene i aksjemarkedet eller valutakursutviklingen på kort sikt. Antall posisjoner man kan ta er begrenset, og hver enkelt posisjon har høy risiko. Også innenfor den aktive forvaltningen er derfor diversifikasjonsregelen bærende for vår strategi. Vi søker å spre de aktive posisjonene slik at hver enkelt posisjon betyr lite for vår samlede risiko.

Vi sprer også den aktive risikoen på ulike typer spesialistmandater i forvaltningen, både internt og eksternt. Som figuren viser tas en høy andel av den samlede risikoen av eksterne forvaltere vi har plukket ut, særlig i aksjeporteføljen. Den aktive risikoen fordeles på eksterne forvaltningsorganisasjoner med forskjellig spisskompetanse og på interne spesialiserte grupper. Målet er å utnytte regelen om diversifisering maksimalt. Men det er ikke nok å bare fordele risikoen på mange forvaltere. Man må også gjøre det slik at hver enkelt forvalter ikke motvirker hva andre forvaltere i porteføljen gjør. Da vil man likevel få et resultat som ligger nær referanseindeksens avkastning, men med en høy forvaltningskostnad. Derfor ønsker vi å ha mange spesialiserte forvaltere innenfor forskjellige områder. Det medfører nødvendigvis en svært komplisert mandatstruktur.

Denne figuren viser forvaltnings - og mandatstrukturen ved utgangen av 2002. En stor del av fondet forvaltes intern med svært lave kostnader i indeks - eller indekslignende strategier. De aktive forvaltningsmandatene er gitt til både interne forvaltere i ulike resultatenheter og eksterne forvaltningsorganisasjoner. Særlig på aksjesiden tas mesteparten av de aktive risikoen i fondet av eksterne forvaltningsorganisasjoner. Men alt skjer innenfor et system med samlet overvåkning og styring av aktiv risiko. Det er åpenbart at en slik struktur stiller store krav til intern kontroll og til datasystemer.

Det var en nordisk basert forvalter representert blant de organisasjoner som forvaltet kapital for Petroleumsfondet ved forrige årsskifte. Hvorfor har ikke flere nordisk baserte eksterne forvaltningsorganisasjoner mandater for Petroleumsfondet? Det har sammenheng med spesialiseringsstrategien innenfor den aktive forvaltningen av aksjer. Vi har en struktur med mange spesialistmandater på ulike områder, men få spesialistmandater på samme område. I

utgangspunktet utgjør Norden en begrenset andel av Petroleumsfondets referanseindeks, nærmere bestemt 3 % innenfor aksjer og 2 % innenfor obligasjoner. Det betyr at man heller ikke kan vente at Norges Bank har satt ut mange spesialistmandater innen nordiske aksjer, som vel er det området hvor nordisk baserte forvaltere kan ventes å være aller mest konkurransedyktige i møte med verdens beste forvaltningsorganisasjoner utenfor Norden.

Samspillet - eller konflikten - mellom profittsøkende fondsforvaltning og etisk ansvarlighet har vært et omdiskutert tema både i Sverige og Norge i flere år. I Norge har et offentlig utvalg i sommer avgitt en innstilling med det velklingende navn "Forvaltning for fremtiden". Dette var et utvalg som Finansdepartementet satte ned for å utrede og foreslå etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Utvalget har tatt utgangspunkt i at Petroleumsfondet er en investor med en bred portefølje og med en langsiktig investeringshorisont. Det kan argumenteres for at fondet i enda større grad enn andre bør være opptatt av hvordan bedriftene vi er investert i påvirker samfunnet og det ytre miljø. Dersom vi likevel har en lik eierandel i nær sagt alle verdens bedrifter, bør vi som samlet porteføljeansvarlig være opptatt av at den enkelte bedrift ikke overvelter urettmessige kostnader knyttet for eksempel til miljøopprydning over på andre bedrifter i porteføljen vår.

Utvalget har derfor foreslått en treleddet strategi for sosial og etisk ansvarlighet i porteføljeforvaltningen:

1. En aktiv eierskapsutøvelse for å fremme finansiell avkastning basert på internasjonalt anerkjente eierskapsprinsipper som FNs "Global Compact" og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.
2. En automatisk utelukkelse fra investeringsuniverset av selskaper som enten selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. I henhold til Norges tilslutning til internasjonale avtaler og konvensjoner er det allerede forbudt å medvirke til produksjon av enkelte av disse våpentypene.
3. En "case by case" utelukkelse av selskaper hvor man mener at fondet vil løpe en betydelig risiko for å medvirke til grove brudd på menneskerettigheter, grov korrupsjon eller alvorlige miljøskader ved fortsatt å være investert i disse selskapene.

For Norges Bank som forvalter er det viktig å understreke at etiske krav ikke må vanskeliggjøre økonomisk etterprøvbarehet av forvaltningsresultatene eller føre til uklarhet om forvalterens ansvar. Utvalgets innstilling synes ikke å reise problemer i så henseende. Utvalgets innstilling er nå på høring, og et forslag til etiske retningslinjer vil bli lagt fram av Regjeringen i Revidert Nasjonalbudsjett til våren.

Å forvalte et fond som snart er Europas største institusjonelle investor er et stort ansvar for Norges Bank. Det er nasjonens felles sparekasse vi forvalter. Vi legger vekt på at forvaltningsmandatet er klart definert, og at resultatene av forvaltningen vår skal være målbar. Vi legger også vekt på å vise åpenhet omkring hvordan vi forvalter midlene. Vi avgir kvartalsrapporter og årsrapporter med til dels meget detaljert informasjon om strategivalg, investeringsvirksomheten inklusive porteføljesammensetningen og forvaltningsresultatene. For de som er interessert, kan jeg anbefale en liten studietur til Petroleumsfondets hjemmesider på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no). I tillegg til de nevnte rapportene finnes mye annen

informasjon om ulike forhold i forvaltningen. Jeg skal også med glede forsøke å svare på de spørsmål dere måtte sitte inne med nå.

Takk for at dere hørte på.