



Innst. S. nr. 268

(2002-2003)

Innstilling til Stortinget frå finanskomiteen

Dokument nr. 8:107 (2002-2003)

Innstilling frå finanskomiteen om forslag fra stortingsrepresentant Morten Lund om å redusere aksjeandelen i våre fondsplasseringer i utlandet for å redusere tapsrisikoen

Til Stortinget

SAMANDRAG

Statens Petroleumsfond har siden 1998 plassert om lag 40 pst. av sin kapital i aksjer i utlandet og 60 pst. i obligasjoner. Fordelingen er fastsatt av Finansdepartementet, og er i samsvar med råd fra Norges Bank som forestår forvaltningen. Stortinget blir orientert i de årlige budsjetter.

Siden år 2000 har avkastningen på aksjeporteføljen vært negativ.

Norges Banks valutareserver har en langsiktig del som utgjør to tredjedeler av den samlede reserven. I september 2002 utgjorde denne delen omlag 95 mrd. kroner. Norges Bank foreslo sommeren 2002 å øke aksjeandelen av denne kapitalen fra 20 til 40 pst. Opptrappingen som innebærer at nye 20 mrd. kroner skal plasseres i aksjer, ble godkjent av Finansdepartementet så sent som 20. september 2002, og skal skje over to år. Norges Banks valutareserver tapte i 2002 29,5 pst. på sin aksjeportefølje. Obligasjonsandelen hadde en gevinst på 8,6 pst. på årets første 9 måneder.

Forslagsstilleren mener de siste års utvikling viser at det er knyttet langt større risiko til aksjeplasseringer enn det som tidligere har vært forventet, og er overrasket over at dette faktum ikke har ført til at aksjeandelen ved de siste års meget store kapitaltilførsler er blitt redusert innafor det intervall som Finansdepartementet har fastsatt. Det er i dag etter flere år med nedgang i aksjemarkedene fortsatt usikkert når en positiv utvikling kan ventes. Flere representanter for meglerbransjen uttrykker at mulighetene for fortsatt nedgang er

like store som mulighetene for oppgang. Når Finansdepartementet i denne situasjon velger å øke aksjeandelen av den langsiktige delen av Sentralbankens valutareserver, mener forslagsstilleren at Stortinget må ta investeringsstrategien opp til ny vurdering. De tap som er konstatert, er av en slik størrelse at de helt overskygger de beløp som til vanlig blir endret ved Stortingets årlige budsjettbehandlinger. Resultatene for forvaltning av fondene i de senere år ligger ikke innafor det som kan kalles "forvaltes på en forsvarlig måte hvor siktemålet er høy avkastning innenfor moderat risiko". Sitatet er fra Nasjonalbudsjettet for 2003 side 80 der den godkjente investeringsstrategi for Petroleumsfondet omtales.

Dersom Stortinget velger å forbigå så store tap i taushet, vil det fort kunne stilles spørsmål ved seriositeten i de stadige diskusjoner om det begrensede handlingsrom Stortinget har ved sine budsjettbehandlinger.

Forslagsstilleren mener det vil være mer fordelaktig ut fra mange hensyn å satse mer på rentebærende verdipapirer med en mer forutsigbar avkastning, og at Stortinget derfor må fastsette en lågere aksjeandel av den kapital som heretter tilføres ut fra at denne kapitalen skal bidra til å sikre grunnlaget for framtidig velferd, herunder pensjoner. Ut fra erfaringene de senere år må det i visse situasjoner åpnes for at all nyttilført kapital til fondene plasseres i obligasjoner. Den maksimale aksjeandelen må settes betydelig lågere enn i dag, og 25 pst. foreslås som ny grense.

På denne bakgrunn fremmes følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen legge til grunn at andelen av nyttilført kapital til Petroleumsfondet og andre kapitalplasseringer i utlandet som plasseres i aksjer, ikke skal overstige 25 pst."

MERKNADER FRÅ KOMITEEN

Komiteen, medlemene frå Arbeidarpartiet, Ranveig Frøiland, Svein Roald Han-

sen, Tore Nordtun, Torstein Rudihagen og Hill-Marta Solberg, frå Høgre, Svein Flåtten, Torbjørn Hansen, Heidi Larssen og Jan Tore Sanner, frå Framstegspartiet, Gjermund Hagesæter, leiaren Siv Jensen og Per Erik Monsen, frå Sosialistisk Venstreparti, Øystein Djupedal, Audun Bjørlo Lysbakken og Heidi Grande Røys, frå Kristeleg Folkeparti, Ingebrigt S. Sørfonn og Bjørg Tørresdal, frå Senterpartiet, Arne Braut, frå Venstre, May Britt Vihovde, og frå Kystpartiet, Steinar Bastesen, viser til at dokumentet 13. mai 2003 vart sendt finansminister Per-Kristian Foss til uttale. Svaret frå finansministeren 22. mai 2003 følgjer som trykt vedlegg til denne innstillinga.

Komiteen viser til at det er Finansdepartementet som formelt fastset plasseringsretningslinene for Statens petroleumsfond, og at retningslinene er forankra i Stortinget. I følgje retningslinene skal 30-50 pst. av verdien av fondet plasserast i aksjar (eigenkapitalinstrument), medan 30-50 pst. skal plasserast i obligasjonar (rentebærande instrument). Sidan 1998 har Statens petroleumsfond plassert om lag 40 pst. av sin kapital i aksjar, og 60 pst. i obligasjonar. Fleirtalet i komiteen, alle unnateke medlemene frå Sosialistisk Venstreparti, viser vidare til at aksjar historisk har gitt ei gjennomsnittleg årleg avkastning som har vore 4-5 prosentpoeng høgare enn avkastninga av statsobligasjonar. Sjølv om meiravkastninga ikkje skulle vise seg å bli like stor i framtida, er det brei fagleg semje om at det framleis over tid er grunn til å forvente ei høgare avkastning på aksjer enn obligasjonar. Fleirtalet meiner at aksjedelen bør vere stabil, og ikkje variere etter om ein trur aksjekursane vil stige eller falle. På denne bakgrunn går fleirtalet mot forslaget om å begrense aksjedelen til 25 pst.

Komiteen gjer framlegg om at Dokument nr. 8:107 (2002-2003) vert å avvise.

Komiteens medlemmer frå Fremskrittspartiet mener det er nødvendig å være langsiktig og profesjonell når man plasserer i aksjer, og har således tillit til den profesjonelle forvaltningen av fondet.

Disse medlemmer vil likevel understreke at en langsiktig og ansvarlig forvaltning av oljeformuen må fokusere på å maksimere økonomisk vekst, og at oljeinntekter i større grad dermed kan konverteres til real- og humankapital fremfor finanskapital, altså Petroleumsfondet. Det hjelper svært lite for kommende generasjoner at de arver en petroleumsformue i form av et oljefond, men samtidig avspises med mye mindre real- og humankapital. Disse medlemmer viser i denne sammenheng til sine merknader i forbindelse med behandlingen av stats- og nasjonalbudsjettet for 2003 hvor disse medlemmer tar til orde for å redusere noe sparingen av statens overskudd gjennom Petroleumsfondet for å benytte dette til skatte- og avgiftsreduksjoner, realinvesteringer i Norge og etableringen av nye

fond til å styrke kapitaltilgangen og forskningsmulighetene for norsk næringsliv. Dette er forslag disse medlemmer vil komme tilbake til.

Komiteens medlemmer fra Sosialistisk Venstreparti viser til at oljefondet har hatt meget stor variasjon i avkastningen gjennom de siste år. Oljefondet har fulgt de internasjonale børsenes oppgang og nedgang. Bare siste år har oljefondet tapt over 100 mrd. kroner. Disse medlemmer mener at det er bedre over tid med en tryggere og lavere avkastning, enn å være sterkt eksponert i aksjer. Disse medlemmer viser til at det gir liten mening å vise til historiske tabeller som forteller at man egentlig burde ha tjent mer på aksjer enn man faktisk gjør. Disse medlemmer mener derfor at det vil være riktig å ha en større del av porteføljen i obligasjoner.

Komiteens medlem fra Senterpartiet minner om at siktemålet for Petroleumsfondet er høy avkastning innanfor moderat risiko. I litteraturen finst det fleire alternative innfallsvinklar til korleis ein skal oppfatte og forhalde seg til omgrepet risiko. Ein variant er den såkalla "mean-variance approach", der risiko vert operasjonalisert i form av både forventningsverdi og varians. Innanfor denne konteksten vil ein risikoavers aktør typisk vektleggje variansdelen på det viset at usikker avkastning reduserer forventa nytte.

Denne medlemen meiner hovudproblemet med Petroleumsfondets noverande, tunge eksponering mot den internasjonale aksjemarknaden er nett den høge variansen dette impliserer for avkastninga til fondet. I denne samanhengen føretrekkjer Senterpartiet ein meir risikoavers investeringsprofil der variansen vert redusert gjennom relativt høgare investeringar i obligasjonar. Mogelegvis impliserer dette ein kostnad i form av lågare forventa avkastning, men dette er i beste fall ei kvalifisert gissing. Samstundes vil denne medlemen peike på at kapitalen i fondet på sikt mellom anna skal nyttast til å sikre (grunnlaget for) pensjonar. Isolert sett styrkjer dette argumentet for ein investeringsstrategi som over tid primært genererer ei sikker og lite variabel avkastning.

Senterpartiet meiner ein aksjeandel lik 25 pst. representerer ein akseptabel risikoreduksjon. Ein kontrafaktisk analyse viser elles at ein aksjeandel lik 25 pst. f.o.m. 1998, som er tidspunktet då delar av Petroleumsfondet også vart investert i aksjar, ville ha generert ei realavkastning på just 4 pst. Tilfeldig eller ei: Dette svarer nóggrant til det nivået som i samband med handlingsregelen har vorte spesifisert som forventa avkastning. Reint faktisk har realavkastninga sidan 1997 derimot vore på 2,53 pst. Denne medlemen meiner dessutan at handlingsregelens legitimitet vil verte svekka dersom faktisk realavkastning over tid er konsistent lågare enn den forventa realavkastninga. Dessutan vil handlingsregelen då innebere at Noreg etter kvart bruker meir enn permanentinntekta, slik at realverdien av petroleumsformuen over tid minskar.

TILRÅDING FRÅ KOMITEEN

Komiteen viser til dokumentet og til det som står framføre, og rår Stortinget til å gjere slikt

v e d t a k :

Dokument nr. 8:107 (2002-2003) - forslag fra stortingsrepresentant Morten Lund om å redusere aksjeandelen i våre fondsplasseringer i utlandet for å redusere tapsrisikoen - vert å avvise.

Oslo, i finanskomiteen den 12. juni 2003

Siv Jensen
leiar

Ranveig Frøiland
ordfører

Vedlegg

Brev fra Finansdepartementet v/statsråden til Stortinget, datert 22. mai 2003

Dokument nr. 8:107 (2002-2003) Forslag fra stortingsrepresentant Morten Lund om å redusere aksjeandelen i våre fondsplasseringer i utlandet for å redusere tapsrisikoen

1

Jeg viser til brev av 13. mai fra Stortingets finanskomite og til forslag fra stortingsrepresentant Morten Lund (Dokument 8:107 (2002-2003)). Stortingsrepresentant Lund foreslår å redusere aksjeandelen i Petroleumsfondet fra 30 - 50 pst. til maksimalt 25 pst. Forslaget synes også å omfatte Norges Banks valutareserver. Norges Bank er formelt eier av valuta-reservene, og det er Norges Bank og ikke Finansdepartementet som fastsetter retningslinjene for valuta-reservene. Vesentlige endringer i disse retningslinjene blir forelagt Finansdepartementet som en sak av særlig viktighet etter § 2 annet ledd i sentralbankloven.

Det er Finansdepartementet som formelt fastsetter plasseringsretningslinjene for Statens petroleumsfond. Retningslinjene er forankret i Stortinget. Jeg har funnet det riktig først og fremst å fokusere på Petroleumsfondet i dette brevet.

2

Fra starten av var Petroleumsfondet bare plassert i statsobligasjoner. Aksjer ble innført med en andel på 30 - 50 pst. i forbindelse med behandlingen av Nasjonalbudsjettet 1998. Bakgrunnen for innføringen av aksjer var at framskrivninger av statsfinansene indikerte at fondet ville bli større og investeringshorisonten lengre enn tidligere anslått. Med en lang investeringshorisont anså en det som hensiktsmessig å utvide investeringsmulighetene til også å omfatte aksjeinvesteringer.

I vurderingen av aktivasammensetningen til Petroleumsfondet, herunder hvilken aksjeandel fondet skal ha, må man foreta en avveining mellom risiko og forventet avkastning. Valg av aksjeandel er i denne sammenhengen den enkeltbeslutning som har størst betydning for fondets avkastning og risiko. Tilnærmet risikofrie plasseringer som bankinnskudd er ikke et reelt alternativ for Petroleumsfondet. Statsobligasjoner, som er et alternativ, har tradisjonelt hatt lavere risiko og lavere forventet avkastning enn aksjer. Investeringer i egenkapitalinstrumenter har gitt bedre gjennomsnittlig avkastning over tid. Studier viser at aksjer historisk har gitt en gjennomsnittlig årlig *avkastning* som har vært 4-5 prosentpoeng høyere enn avkastningen av statsobligasjoner.

Årsaken til at aksjer har gitt en såpass høy meravkastning historisk er ikke blitt fullt ut forstått. Derfor kan en heller ikke basere forventninger om fremtiden utelukkende på historisk avkastning. Selv om meravkastningen ikke skulle vise seg så stor i framtiden, er det bred enighet i fagmiljøer om at det fortsatt over tid er grunn til å forvente en høyere avkastning på aksjer enn på obligasjoner. Det er imidlertid større usikkerhet

om hvor stor denne meravkastningen kan forventes å være og hvilke tidshorisont en bør legge til grunn i vurderingene.

Mens det å kjøpe en obligasjon er å gi lån til andre, er det å kjøpe aksjer en investering i realverdier som gir direkte eiendomsrett til produksjonsmidlene i selskapene man investerer i. Denne eiendomsretten gir mye tilbake når bedriftene går godt, men har sitt motstykke i at aksjonærer er de første som tar tap når bedrifter går konkurs. Dette er også bakgrunnen for at avkastningen på aksjer svinger mye mer enn på obligasjoner. Det gjenspeiler den høyere risikoen. Gjennom de siste 75 årene har avkastningen på aksjer vært negativ nesten hvert tredje år i det amerikanske markedet.

I de fleste tiårsperioder har det lønnet seg å investere i aksjer i USA. Unntakene er depresjonen i 1930-årene og siste halvdel av 1970-årene. Bare for årene mellom 1928 og 1938 - altså for investeringer i aksjer året før det store børskrakket - har aksjer gitt negativ avkastning etter ti år. De som kjøpte aksjer i disse nedgangstidene - som i midten av 1930-årene og i midten av 1970-årene - fikk imidlertid en meget høy avkastning ti år senere. Dette bildet er det samme også for de fleste andre land.

Stortingsrepresentant Lund mener at de siste års utvikling viser at det er knyttet langt større risiko til aksjeplasseringer nå enn det som tidligere har vært forventet. Tilbakeslaget i den økonomiske utviklingen internasjonalt og fallet i aksjemarkedene den siste tiden er noe som få kunne forutsi for bare noen få år tilbake. Beslutningsgrunnlaget i 1997 for å inkludere aksjer i Petroleumsfondet var imidlertid basert på tidserier med historisk avkastning langt tilbake i tid. Utviklingen den helt siste tiden har ikke i vesentlig grad endret sentrale måltall, som forventet avkastning og standardavvik, som lå til grunn for beslutningen i 1997.

Når en fordeler investeringene på både aksjer og obligasjoner får man en spredning av risikoen. Avkastningen på aksjer og obligasjoner varierer normalt ikke i takt. Erfaringer fra USA og England, hvor en har tidserier for avkastning på aksjer og obligasjoner som går langt tilbake i tid, tyder på at man ved å kombinere aksjer og obligasjoner både har fått høyere avkastning og lavere samlet risiko enn hva som ville vært tilfellet for rene obligasjonsinvesteringer. For Petroleumsfondet har den svake utviklingen i aksjemarkedene den siste tiden blitt motvirket av en høy avkastning på obligasjonsplasseringene. I andre perioder vil det kunne være motsatt, dvs. at obligasjoner gir lav og aksjer høy avkastning.

Stortingsrepresentant Lund foreslår å redusere aksjeandelen på nytilført kapital til fondet. Stortingsrepresentant Lund skriver også at "ut fra erfaringene de senere år må det i visse situasjoner åpnes for at all nytilført kapital til fondene plasseres i obligasjoner." Stortingsrepresentant Lund synes således å mene at man bør variere aksjeandelen avhengig av om man tror

aksjekursene vil stige eller falle framover. Kortsiktige svingninger i aksjekursene er svært vanskelige å forutsi. Da kan det være mer fornuftig å holde fordelingen mellom aksjer og obligasjoner stabil over tid. En vil da unngå å redusere aksjeandelen etter at aksjekursene har falt. Det er en slik strategi som ligger til grunn for retningslinjene av Petroleumsfondet.

3 Avslutning

Formålet med retningslinjene for Petroleumsfondet er å sikre kjøpekraften for fondet over tid. Petroleumsfondet har en lang tidshorison. Det er bred enighet i fagmiljøer om at det er grunn til å forvente en høyere avkastning på aksjer enn obligasjoner over tid. Samtidig innebærer aksjer en risiko for at man vil kunne oppleve større svingninger i avkastningen, og også negativ avkastning i enkelte år. Dette ble også understreket da det ble åpnet for at Petroleumsfondet kunne investere i aksjer. Vi må helt tilbake til 1929 for å finne en like svak avkastning på aksjer som det siste året. Hvilken aksjeandel som vil være best over tid, er umulig å si på generelt grunnlag. Grunnlaget for beslutningen i 1998

om å investere 30-50 pst. av Petroleumsfondet i aksjer er imidlertid ikke endret i særlig grad. En reduksjon i aksjeandelen vil innebære lavere forventet avkastning for fondet.

Petroleumsfondets aksjeandel er ikke høy sammenliknet med andre forvaltningsinstitusjoner med ansvar for store porteføljer med en langsiktig investeringshorison. Særlig i USA og Storbritannia er det vanlig med en høyere aksjeandel enn det som gjelder for Petroleumsfondet i dag.

Finansdepartementet trekker på råd fra Norges Bank om retningslinjene for Petroleumsfondet. Som det ble orientert om i Nasjonalbudsjettet 2003, har Finansdepartementet i tillegg bedt det britiske konsultentselskapet Mercer Investment Consulting om å utrede hva som vil være hensiktsmessige plasseringsretningslinjer for Petroleumsfondet, herunder hvilken aktivasammensetning og aksjeandel som best tjener fondets formål. Mercer skal avgi sin rapport til Finansdepartementet før sommeren. Finansdepartementet tar sikte på å legge fram sine vurderinger av Mercers rapport for Stortinget i Nasjonalbudsjettet 2004 til høsten.

