

# Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje

**Finansdepartementet har ansvaret for å fastsette strategien for Statens petroleumsfond. Denne strategien er konkretisert i en referanseportefølje, som er utgangspunktet for Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet. Denne artikkelen beskriver Petroleumsfondets referanseportefølje, og tar særlig for seg spørsmål knyttet til aksjeandelen.**

## Referanseporteføljen

Avkastningen på en portefølje bestemmes i vesentlig grad av den strategi og ramme som legges for forvaltningen. Empirisk forskning i USA viser at 90-95 prosent av forskjellene i avkastning mellom store pensjonsfond skyldes ulike valg av strategi. De viktigste strategiske beslutningene gjelder fordeling av investeringene på ulike aktivaklasser, som obligasjoner, aksjer og eiendom, og fordelingen på land. De resterende 5-10 prosent av forskjellene i avkastning er relatert til forvalternes valg av verdipapirer.

Norges Bank kan i den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond avvike noe fra den referanseporteføljen som nedfeller strategien. Men det er satt grenser for hvor stor forskjellen kan være. Kvaliteten på den operative forvaltningen kan måles ved å sammenligne avkastningen på den faktiske porteføljen med den avkastningen man ville ha fått ved å holde referanseporteføljen. Et viktig mål for forvaltningen er å oppnå meravkastning målt på denne måten, innenfor de rammer og begrensninger som er satt. Det er også et viktig mål å gjennomføre den fastsatte investeringsstrategien på en kostnadseffektiv måte. Overordnet målene om avkastning og effektivitet er kravene til betryggende risikostyringssystemer og kontrollrutiner. I oppbyggingen av forvaltningen har Norges Bank prioritert utvikling av kontrollsystemer og kompetanse foran aktiv forvaltning med sikte på å oppnå høyere meravkastning.

Referanseporteføljen består av aksjer og rentebærende verdipapirer (obligasjoner). Aksjedelen utgjør 40 prosent av referanseporteføljes markedsverdi, mens rentedelen utgjør 60 prosent. Aksjedelen består av verdipapirer fra 21 forskjellige land, mens rentedelen har papirer fra 18 land. Andelene for hvert land står i dokumentasjonsdelen av årsrapporten, sammen med en grafisk fremstilling av referanseporteføljen.

Landene i investeringsuniverset er valgt ut fra et krav om at de skal ha velfungerende og likvide verdipapirmarkeder, og en betryggende selskaps-, bør-, og verdipapirlovgivning. Finansdepartementet valgte, etter råd fra Norges Bank, å foreta denne avgrensingen ved å se på hvilke markeder som defineres som utviklede i en av de vanligste internasjonale markedsindeksene. Dette er nærmere omtalt i Nasjonalbudsjettet 1998.

Landene i investeringsuniverset ligger geografisk i tre regioner: Europa, Asia/Oceania og Nord-Amerika. Finansdepartementet har bestemt at referanseporteføljen skal ha en andel på 50 prosent i Europa, 20 prosent i Asia/ Oceania og 30 prosent i Nord-Amerika. Disse andelene er fastsatt dels ut fra omfanget av verdiskapingen i hver region, målt ved bruttonasjonalproduktene, og dels ut fra den betydning hver region har for norsk import idag. På den måten kan andelene omtrent svare til vektene i en prisindeks for fremtidig norsk import; tanken er at endringer i importmønsteret mest trolig vil skje i retning av regioner med høy produksjon.

Innenfor hver region har Finansdepartementet valgt å fordele referanseporteføljen for aksjer i forhold til såkalte markeds kapitaliseringsvekter. Det betyr at man ser på markedsverdien av alle selskaper som er notert på børsene i landene innen hver region, og bestemmer vektene ut fra det. Referanseporteføljen får del i verdiskapingen i land utenfor investeringsuniverset, fordi selskaper som er børsnotert i godkjente markeder kan ha produksjonsvirksomhet i flere land.

Markeds kapitaliseringsvektene endres fortløpende fordi kursene i de aksjemarkeder som inngår, jo ikke beveger seg i takt. Sammensetningen av referanseporteføljen må der forendres regelmessig. Finansdepartementet har valgt å gjøre dette ved hvert kvartalsskifte.

Innenfor hvert marked består referanseporteføljen av aksjer i de selskaper som inngår i den markedsindeksen som heter Financial Times/Standard & Poor's Actuaries World Index. Denne internasjonale aksjeindeksen omfatter de største selskapene ved hver børs. Innenfor Petroleumsfondets investeringsunivers omfatter den omtrent 2400 selskaper, som dermed inngår i fondets referanseportefølje. Fondets faktiske investeringer kan imidlertid foretas i alle de selskaper som er børsnotert i landene, og det er rundt 20000 selskaper.

FT-S&P Actuaries Index brukes av mange andre internasjonale aksjeinvestorer. Petroleumsfondets investeringsunivers skiller seg like-vel noe fra det som er vanlig i for eksempel store pensjonsfond med internasjonale aksjeporteføljer. Slike fond har normalt en litt større spredning av aksjeinvesteringene, med betydelige andeler også utenfor det som kalles utviklede markeder. Norges Bank tok i brevet, som er gjengitt i Nasjonalbudsjettet 1998, opp spørsmålet om såkalt "utviklingsmarkeder" burde tas med i investeringsuniverset, men Finansdepartementet ønsket ikke at dette skulle prioriteres i oppbyggingen av forvaltningen. Departementet holdt muligheten åpen for en annen vurdering senere, og opplyste i Revidert nasjonalbudsjett 1998 at det skulle arbeides videre med sikte på å utvide Petroleumsfondets investeringsområde.

Rentedelen av referanseporteføljen har de samme regionvektene som aksjedelen. Men prinsippet for fordelingen innen hver region er annerledes. Markeds kapitaliseringsvekter kunne bety at Petroleumsfondet kjøpte mest i land med stor gjeld. I stedet har Finansdepartementet valgt å bruke bruttonasjonalproduktene som vekter.

Ved utgangen av 1998 var Petroleumsfondets markedsverdi om lag 23 milliarder dollar, og referanseporteføljens aksjeandel var dermed verdt om lag 9 milliarder dollar, mens rentedelen var verdt om lag 14 milliarder dollar. Til sammenligning var markedsverdien av alle de selskaper som inngår i Petroleumsfondets landindekser for aksjer på om lag 19000 milliarder dollar. Det betyr at med en jevn fordeling av investeringene på alle selskaper i indeksen, vil Petroleumsfondet ha en eierandel under 0,1 prosent i hvert selskap. Dette gjelder alle de tre regionene Petroleumsfondet investerer i. Markedsverdien av de obligasjoner som inngår i Petroleumsfondets renteindekser var på om lag 7000 milliarder dollar, slik at fondets markedsandel er rundt 0,2 prosent.

Med de forutsetninger om avsetninger til Petroleumsfondet som brukes i Nasjonalbudsjettet 1999, vil fondets markedsverdi ved utgangen av 2002 være rundt 600 milliarder kroner eller 80 milliarder dollar. Dette tallet bygger imidlertid på en vesentlig høyere oljepris enn dagens. Samtidig vil markedene sannsynligvis også ha vokst i verdi, slik at fondets andeler av markedet kan ventes å forbli svært små. Petroleumsfondet er likevel så stort i forhold til likviditeten i mange av de enkeltaksjene det er investert i, at det i forvaltningen må tas hensyn til muligheten for at aksjekursene kan bli påvirket.

### Grunnlaget for anbefalingene om aksjeinvesteringer

Da de første avsetningene til Petroleumsfondet ble gjort i 1996, ble fondets midler i sin helhet investert i obligasjoner og andre rentebærende instrumenter, etter omtrent samme retningslinjer som for valutareservene. Men i løpet av 1997 ble det avsatt mye penger til Petroleumsfondet, og Norges Bank tok i brev til Finansdepartementet opp spørsmålet om å plassere deler av fondets midler i aksjer. Dette brevet er trykt som vedlegg til Revidert nasjonalbudsjett 1997. I denne stortingsmeldingen foreslo også Finansdepartementet å åpne for aksjeinvesteringer, og Stortinget sluttet seg til dette.

Norges Bank tok i sitt brev utgangspunkt i at størrelsen på Petroleumsfondet gjorde det lite sannsynlig at midlene ville bli brukt i det nærmeste tiåret. Dermed bør man se på avkastningen over en periode på minst ti år når man avgjør hvordan fondsmidlene skal investeres. Med en såpass lang investeringsperiode mente Norges Bank at aksjeplasseringer med stor sannsynlighet ville gi høyere avkastning enn plasseringer i renteinstrumenter. Dette ble understøttet med en studie utført av G-10 landene med avkastningstall fra de siste par tiårene, og med en studie av aksje- og rentemarkedene i USA siden 1871.

Det ble også vist til at avkastningen på porteføljer som består av både aksjer og renteinstrumenter regnet over femårsperioder har variert mindre enn avkastningen på porteføljer som bare består av verdipapirer fra en av disse aktivaklassene. Det har ofte vært slik at renteinstrumenter har gitt god avkastning når aksjeavkastningen har vært dårlig, og omvendt. En slik diversifikasjonsgevinst har man fått for aksjeandeler opptil 50 prosent. Datagrunnlaget for disse beregningene var fra England i perioden 1926-96.

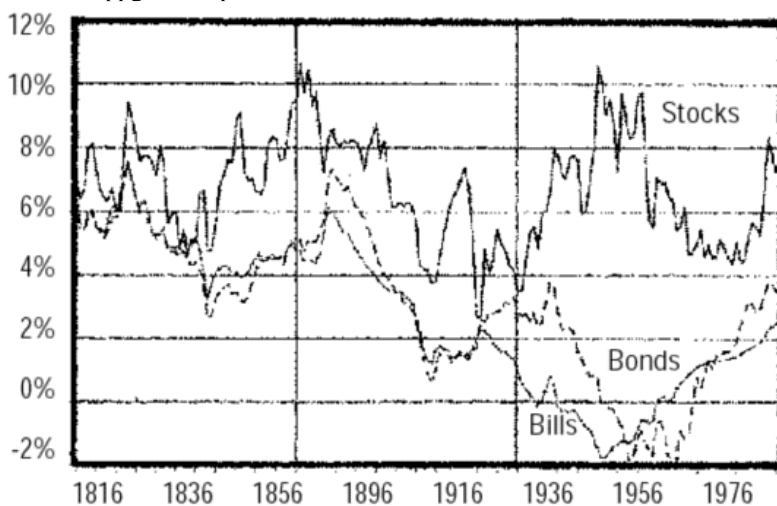
Anbefalingene om aksjeinvesteringer bygget altså på historisk materiale som viser høyere gjennomsnittlig avkastning på aksjer enn på renteinstrumenter, og dessuten mindre svingninger i femårige avkastningsrater i blandede porteføljer. Særlig det første av disse forholdene har vært et omdiskutert tema i økonomisk litteratur de seneste årene.

### Vil aksjer gi høyere avkastning enn obligasjoner?

Et viktig bidrag til den seneste diskusjonen har vært en bok av Jeremy Siegel ("Stocks For the Long Run", Irwin, 1994), der avkastningen på aksjeinvesteringer ble sammenlignet med avkastningen på investeringer i renteinstrumenter for perioden 1871-1992 i USA. Siegel fant at aksjer i gjennomsnitt over hele perioden gav en avkastning som regnet i årsrate var nesten 7 prosentpoeng høyere enn for renteinstrumenter. Dersom man ser på tiårsperioder, gav aksjer høyest avkastning i åtte av ti tilfeller. Siegel dokumenterer at for en investor som bare tenker på langsiktig avkastning, har en diversifisert aksjeportefølje som regel vært det beste valget.

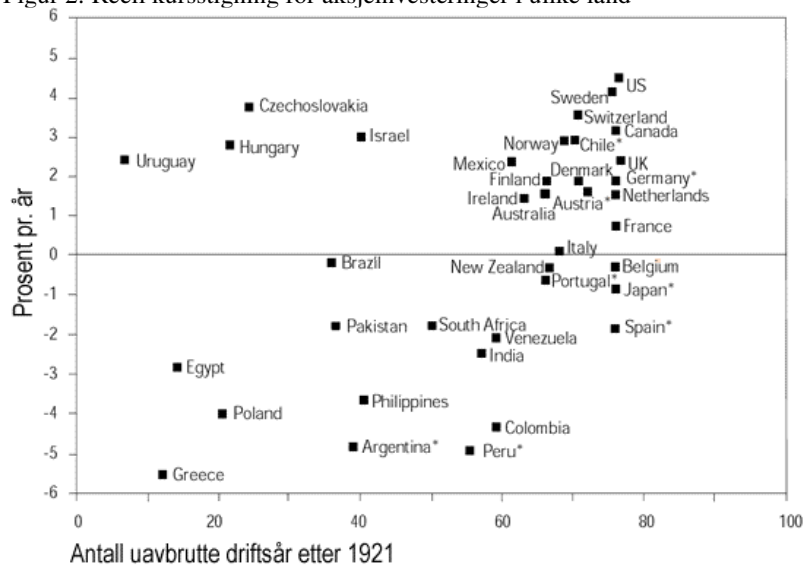
Kritikere pekte straks på at dette resultatet bare gjelder USA. USA og England er de to eneste store aksjemarkedene i verden som har fungert uten lengre avbrudd i hele dette århundret. I andre aksjemarkeder har aksjeeiere i perioder lidd store tap på grunn av krig, nasjonalisering eller sammenbrudd i det finansielle systemet. Det samme gjelder i en viss grad også eiere av obligasjoner og andre renteinstrumenter. Å se på ett av de to markedene som har unngått slike avbrudd kan likevel gi et skjevt bilde av hva man kan vente å oppleve i fremtidige aksjemarkeder, både i USA og i andre land. Da Siegels bok utkom, forelå det ikke sammenlignbare studier fra andre lands markeder.

Figur 1: Avkastningen på aksjer (stocks), obligasjoner (bonds) og sertifikater (bills) i USA; gjennomsnittet av 30 år sentrert rundt det oppgitte tidspunktet



Kilde: Siegel, "Stocks for the Long Run"

Figur 2: Reell kursstigning for aksjeinvesteringer i ulike land



Kilde: Goetzmann and Jorion, "Global Stock Markets in the Twentieth Century"

William N. Goetzmann og Philippe Jorion har imidlertid nylig gjennomført en studie av aksjemarkedene i 39 land innenfor perioden 1921-96 ("Global Stock Markets in the Twentieth Century", kommer i Journal of Finance i 1999). Studien omfatter omtrent alle de aksjemarkeder som det finnes data for i det minste i deler av perioden 1929-70. Landene inkluderer Japan og Tyskland der aksjemarkedene hadde lange avbrudd på 1940-tallet. Tallmaterialet omfatter også en rekke land i Sentral- og Øst-Europa som fikk kommunistiske regimer etter den andre verdenskrigen.

Goetzmann og Jorion ser på den reelle kursstigningen, utover prisstigningen på verdensmarkedet, som man ville fått ved å kjøpe en diversifisert aksjeportefølje i hvert av disse markedene i 1921 (eller senere når data ikke finnes for 1921), se figur 2. De har ikke tall for utbyttebetalinger, og kan derfor ikke beregne avkastningstall. Mediantallet for den årlige reelle kursstigningen fram til 1996 er bare 0,8 prosent, og i mange land har aksjekursene steget mindre enn prisene på verdensmarkedet. For USA finner de en reell kursstigningsrate på 4,3 prosent i året i denne perioden, noe som er høyere enn i noe annet land. Dette illustrerer at de amerikanske erfaringene ikke er representative for verdens aksjemarkeder.

Dersom en investor i 1921 imidlertid hadde spredd aksjeplasseringene på alle land i datamaterialet, med bruttonasjonalproduktene som vekt for hvert land, ville den reelle kursstigningen på porteføljen vært 4 prosent i året. Aksjemarkedene i de land som var rikest i 1921, er også de markedene som har gitt best avkastning senere. Slik sett gir studien støtte til de retningslinjer om fordeling av aksjeinvesteringene som er gitt for Petroleumsfondet.

Det er to mulige grunner til å betrakte både Siegels og Goetzmann/Jorions studier med skepsis. For det første er historien bare en god veileder for fremtiden dersom man kan gå ut fra at de prosesser som har generert de historiske data, også vil være de som er viktige i fremtiden. Dette er et generelt problem ved empiriske studier, som aldri kan avvises helt. Men dersom det ikke skjer store endringer i måten avkastning på aksjer og renteinstrumenter blir generert, er historisk erfaringsmateriale det beste grunnlag vi har for å danne oss forventninger om hva som kommer til å skje fremover.

For det andre er de tilgjengelige avkastningsseriene nokså korte når formålet er å si noe om forventet avkastning over tiårsperioder. Det finnes ikke avkastningstall for så mange uavhengige tiårsperioder, og de resultater vi får er lite utsagnskraftige etter strenge statistiske normer. Dette er en reell innvending som understreker usikkerheten i forventningene.

Erfaringsmateriale fra aksje- og rentemarkedene er imidlertid stort nok til at vi nokså sikkert kan si at den årlige avkastningen på aksjeinvesteringer svinger mer enn den årlige avkastningen på investeringer i renteinstrumenter. Det følger også av at avkastningen til aksjeeiere er en residual; nemlig den inntekt som blir igjen etter at bedriften først har betjent sin gjeld og øvrige forpliktelser. Vi kan videre gå ut fra at investorer stort sett tillegger usikkerhet om årlig avkastning noe vekt ved risikovurderinger. Det innebærer at investorer som hovedregel vil kreve en risikopremie i form av høyere forventet årlig avkastning dersom de skal være villige til å kjøpe et verdipapir med større svingninger i avkastningsraten.

Av dette følger at de fleste investorer bare vil kjøpe aksjer dersom de forventer at aksjeinvesteringer gir høyere avkastning enn investeringer i renteinstrumenter. Dersom denne betingelsen ikke er oppfylt, vil det være få kjøpere i aksjemarkedene, og kursene må synke. Kjøpernes forventninger kan selvsagt i ettertid vise seg å ha vært gale, men systematisk gale forventninger vil ikke kunne vedvare; få investorer vil fortsette å tro på noe de ser ikke skjer.

I en normalsituasjon skal derfor aksjer ha høyere langsiktig avkastning enn renteinstrumenter. Det følger av et ubestridt empirisk resultat om større svingninger, sammen med allment aksepterte forutsetninger om rasjonell atferd hos investorene. Dermed øker tiltroen til erfaringsmateriale ovenfor, som jo passer med hva vi finner fra det teoretiske resonnementet. Men det er grunn til å understreke at lang sikt i dette resonnementet godt kan være mer enn de 10-20 år vi har sett på i det empiriske datamaterialet.

## Aksjeindeksen i Petroleumsfondet

FT/S&P Actuaries World Indices ble etablert i 1987 og lages av FTSE International, Goldman Sachs & Co og Standard & Poor's, i samarbeid med The Institute of Actuaries og The Faculty of Actuaries. 29 land og rundt 2400 aksjer er for tiden med i denne verdensindeksen, og av dette inngår 21 land og rundt 2040 aksjer i Petroleumsfondets referanseindeks.

Indeksene fra FT/S&P tar sikte på å dekke rundt 80 prosent av verdien til alle børsnoterte aksjer i hvert land når man ser bort fra blant annet aksjer uten tilstrekkelig likviditet, aksjer som utlendinger ikke kan eie og langsiktige statlige eierandeler i selskaper. Valg av selskaper som skal inngå i indeksen blir gjort av en komité, etter relativt klare retningslinjer. Det tas sikte på at indeksen skal være representativ for markedet når det gjelder sektorsammensetning, slik at indeksen ikke nødvendigvis kun består av de største selskapene i hvert land.

Daglig prisavkastning blir beregnet ved å dele verdien av alle aksjene i indeksen ved børs slutt på verdien ved børs slutt dagen før, etter korreksjon for endringer i sammensetningen av indeksen. Dette blir gjort for hvert land og hver sektor innen hvert land, samt for regioner og hele indeksen. I tillegg blir totalavkastningen beregnet ved at man korrigerer prisavkastningen med et anslag for årlig utbyttebetaling fordelt jevnt over hele året. Siden utbyttebetalinger viser sesongvariasjoner, vil totalavkastningen til en faktisk portefølje sammensatt i henhold til indeksen følge et annet løp enn den rapporterte totalavkastningen på indeksen. I beregningene av totalavkastning blir det sett bort fra skatter på utbytte.

Det finnes også andre verdensindekser. MSCI World Index, administrert av Morgan Stanley Capital International, har ekskludert flere av de mindre selskapene, slik at indeksen kun representerer 60 prosent av markedsverdien. Salomon Brothers Broad Market Index dekker hele 95 prosent. MSCI-indeksen blir mest brukt av amerikanske investorer, mens FT/S&P-indeksen er mest populær blant europeiske investorer.

Tabellen viser sammensetningen av FT/S&P World Index pr. 31. desember 1998, inklusive de land som ikke inngår i Petroleumfondets investeringsunivers:

#### FT/S&P Actuaries World Indices

	Land	Antall aksjer	Andel
<b>Amerika</b>			
*	Brasil	32	0,28 %
	Canada	117	1,87 %
*	Mexico	29	0,28 %
	USA	619	53,19 %
<b>Europa og Afrika</b>			
	Belgia	22	0,91 %
	Danmark	34	0,38 %
	Finland	29	0,57 %
	Frankrike	75	3,73 %
*	Hellas	36	0,22 %
	Irland	16	0,24 %
	Italia	53	2,30 %
	Nederland	26	2,65 %
*	Norge	37	0,13 %
	Portugal	18	0,22 %
	Spania	30	1,34 %
	Storbritannia	207	10,00 %
	Sveits	30	3,10 %
	Sverige	44	1,10 %
*	Sør-Afrika	38	0,35 %
	Tyskland	55	4,26 %
	Østerrike	21	0,11 %
<b>Asia/Oceania</b>			
	Australia	76	1,16 %
*	Filippinene	22	0,04 %
	Hong Kong	67	1,07 %
*	Indonesia	26	0,04 %
	Japan	445	10,13 %
	New Zealand	18	0,09 %
	Singapore	41	0,20 %
*	Thailand	35	0,03 %

\* Inngår ikke i Petroleumfondets referanseindeks og investeringsunivers.

**Total markedsverdi av alle selskapene som inngår i indeksen er 145.000 milliarder norske kroner.**

#### Opptrappingen av aksjeandelen i Petroleumsfondet

Ved inngangen til 1998 var Petroleumsfondets midler i sin helhet plassert i rentebærende verdipapirer, men i løpet av de neste fem månedene ble det kjøpt aksjer slik at aksjeandelen økte fra null til omtrent 40 prosent, som er det nivå den skal ligge på så lenge de nåværende retningslinjene gjelder.

Aksjekursene svinger mye over tid, og det er vanskelig å vite om aksjer på gitte tidspunkter er urimelig dyre eller særlig billige. Ved kjøp av aksjer er det alltid en risiko for å betale en så høy kurs at avkastningen i ettertid blir svak. Denne risikoen kan reduseres ved å spre aksjekjøpene over tid, slik at man kjøper til ulike kursnivåer. Ut fra dette resonnementet kan det være nærliggende å mene at opptrappingen av aksjeandelen i Petroleumsfondet burde vært strukket ut over lenger tid enn fem måneder.

En slik slutning ville være rimelig dersom Petroleumsfondets størrelse kunne forventes å holde seg noenlunde konstant. Men de prognoser som Finansdepartementet har presentert i Langtidsprogrammet, og som gjaldt i 1997 da strategien for forvaltningen ble endret, viser nye avsetninger til Petroleumsfondet i minst 15-20 år fremover. Fondet vil da bli mange ganger større enn det var ved inngangen til 1998. For at aksjeandelen skal holde seg rundt 40 prosent må det kjøpes nye aksjer hvert år i lang tid fremover. De aksjekjøpene som ble gjort i første halvår i 1998 var ikke svært mye større enn hva som sannsynligvis skal kjøpes senere innenfor like korte tidsperioder.

Det betyr at en rask økning av aksjeandelen mens Petroleumsfondet er relativt lite bidrar til å gi akkurat den spredning av aksjekjøpene over tid som kan redusere risikoen for at aksjeporteføljen samlet kjøpes for dyrt. Det ville ha vært atskillig mer risikabelt å vente med opptrappingen av aksjeandelen til Petroleumsfondet var blitt større, fordi man da måtte konsentrere aksjekjøpene mer i tid. Jamfør Nasjonalbudsjettet 1998, side 88-89.

### **Obligasjonsindeksen i Petroleumsfondet**

Salomon Smith Barney's World Government Bond Indices ble etablert i 1981 og inneholder nå 19 land. Det publiseres indekser både for hver enkelt land, og for grupper av land (for eksempel den globale indeksen, verden unntatt USA og euroområdet).

Statsobligasjoner i markeder som tilfredsstillter visse minimumskrav til størrelse samt krav til kapitalmobilitet er representert i indeksen. I tillegg må hvert enkelt lån i seg selv være over en viss minimumsstørrelse. Hver enkelt obligasjon og hvert enkelt marked er representert i indeksen i henhold til sin markedsverdi (markedskapitaliseringsprinsippet).

Indeksen blir rekonstruert hver måned. Nye utstedelser blir registrert på daglig basis, og må være datert senest 25. i måneden før implementering. Den må også være offentlig kjent, altså annonsert med all relevant informasjon før den 25. Det stilles krav til minimumsutstedelse for deltagelse i indeksen til hvert enkelt obligasjonslån (for USA 1 milliard dollar). Det skal tilsvare at det er tilgjengelig obligasjoner til investor under normale markedsforhold.

Indeksen inneholder kun statsobligasjoner, og skal ikke inneholde obligasjoner som det medfører vanskeligheter for investor å investere i. Spesielle kostnader relatert til enkelte lån som kildeskatt, sikkerhetstillelse mm. må være godt kjent og lett predikerbart for investor. Indeksen skal ikke endres ofte, og endringer skal være lett forutsigbare.

Indeksen inneholder bare obligasjoner med løpetid lengre enn ett år.

Verdensindeksen og de enkelte landindeksene prises på daglig basis. Det gis også enda mer detaljerte avkastningstall for delsegmenter av landindeksene på månedlig basis. Obligasjonene prises til salgskurs, og hovedsaklig ved stengning i hvert av de enkelte markedene.

Totalavkastning er beregnet under forutsetning av at obligasjoner er kjøpt i begynnelsen av en periode og solgt i slutten. Grunnlag for beregning av totalavkastning er prisendring, betaling av hovedstol, kupongbetaling, påløpte renter og reinvestering av kuponginntekter. Justeringene for valutakurseffekter gjøres med bruk av kurser som noteres i London kl 1700 hver dag ( Reuter Closing Spot Rates, Reutersside WMRH).

Daglig, ukentlig, månedlig og årlige avkastningsberegninger blir publisert på Salomon Smith Barney's web-sider, foruten i månedlige publikasjoner fra deres indeksgruppe. Målingene er også presentert i de forskjellige løpetidene på kurven.

Salomon Smith Barney har ansatt et eget team både i London og New York som vedlikeholder indeksene, følger alle aktuelle instrumenter i forhold til kriteriene for inkludering, innhenter priser, publiserer avkastningstall på verdensindeksen og de enkelte deler av denne, samt har ansvaret for å yte service til brukere av indeksen.

Salomon Smith Barney er ikke alene om å tilby en anerkjent global obligasjonsindeks, men er blant de ledende indeksleverandører. Indeksene brukes i dag av en rekke internasjonale forvaltere for å måle egen avkastning mot en referanseindeks (benchmark). Siden Salomon Smith Barney World Government Indeks fanger opp så mange land passer den godt til global forvaltning.

### **Porteføljesammensetningen i andre store internasjonale fond**

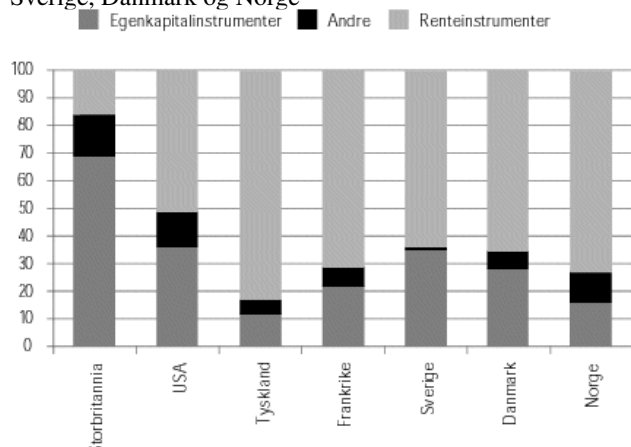
Fordelingen 40/60 mellom aksjer og rentebærende verdipapirer i referanseporteføljen for Petroleumsfondet ble valgt som et kompromiss mellom høyere forventet avkastning på den ene siden og større svingninger i den årlige avkastningsraten på den andre siden. Begge virkninger følger med når man øker aksjeandelen; større årlige svingninger er prisen for å få høyere forventet avkastning. Andre investorer står overfor samme typeavveining når de skal velge sammensetning av aktiva i sine porteføljer.

Petroleumsfondet er en institusjonell investor på linje med investeringsfond, pensjonsfond og livsforsikringselskaper. OECD publiserer årlig statistikk for institusjonelle investorer, med blant annet tall for aktivaforordelingen. De nyeste tallene er fra 1995, og viser store forskjeller mellom OECD-landene. Aksjeandelen i investorenes porteføljer varierer fra et gjennomsnitt på 12 prosent i Tyskland til 69 prosent i Storbritannia, og med et tyngdepunkt i intervallet fra 20 til 40 prosent aksjeandel. Ved sammenligninger med Petroleumsfondet må man huske at de fleste andre institusjonelle investorer plasserer

en del av sine midler i fast eiendom, som jo har stor likhet med egenkapitalinstrumenter.

Det er videre viktig å huske at de fleste institusjonelle investorer har klare forpliktelser som legger føringer på hva slags porteføljer de ønsker å ha. For eksempel skal pensjonsfond betale pensjoner til sine kunder etter regler som er fastlagt i pensjonskontraktene. Et pensjonsfond kan derfor på forhånd beregne hvor store midler som må være disponible på gitte tidspunkter, og kan legge opp en investeringsstrategi som innebærer liten risiko for at tilstrekkelige midler ikke skal være disponible. I prinsippet kan pensjonsfond helt eliminere slik risiko ved å kjøpe renteinstrumenter med forfall på de tidspunkter da midler må være disponible. Dette hensynet trekker i retning av at pensjonsfond må ha en betydelig renteportefølje, på bekostning av andre aktivaklasser med mer usikker avkastning.

Figur 3: Aktivasammensetning hos institusjonelle investorer 1995. Tall for Storbritannia, USA, Tyskland, Frankrike, Sverige, Danmark og Norge



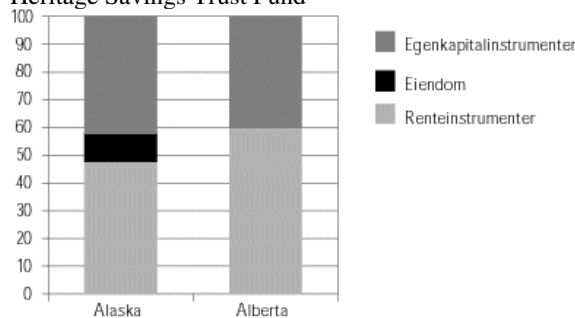
Kilde: OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook, 1997

I en del land har myndighetene ut fra dette hensynet og ut fra nasjonaløkonomiske styringshensyn gitt regler som innskrenker pensjonsfondenes og livsforsikringsselskaperens frie valg av porteføljesammensetning. (Se E.P. Davis, "Regulation of Pension Fund Assets", i Institutional Investors in the New Financial Landscape, OECD, 1998.) Tyske pensjonsfond kan for eksempel ikke investere mer enn 36 prosent i aksjer, og i Japan og Sveits er grensen 30 prosent. Våre nordiske naboland Danmark og Sverige har grenser på henholdsvis 40 prosent og 50 prosent, for aktivaklasser som omfatter mer enn aksjer. For norske livsselskaper og pensjonskasser er grensen 35 prosent.

Også i land uten slike regler ser man at arten av forpliktelser påvirker porteføljesammensetningen. Pensjonsfond kan for eksempel ha forpliktelser som enten er innskuddsbaserte eller ytelsesbaserte. I det første tilfellet avhenger utbetalingene til pensjonskundene av realisert avkastning på fondsmidlene; i det andre tilfellet følger utbetalingene regler som er uavhengige av realisert avkastning. En studie av amerikanske pensjonsfond viser det man kan vente; med innskuddsbaserte forpliktelser har pensjonsfondene høyere aksjeandeler enn med ytelsesbaserte forpliktelser (B.E. Eckbo i vedlegg 3 til NOU 1998:10). Begge typer fond hadde imidlertid i gjennomsnitt mer enn 50 prosent aksjer i 1996.

Petroleumsfondet er et investeringsfond uten slike klare forpliktelser som pensjonsfond og livsforsikringsselskaper har. Fondets midler skal brukes til å finansiere underskudd på fremtidige stats- og trygdebudsjetter, men det er usikkert når slike behov vil oppstå. Drøftinger av formålet med Petroleumsfondet har ofte fokus på de behov som vil oppstå når de store etterkrigskullene blir pensjonister om 15-20 år, men det er også mange andre faktorer som kan påvirke balansen i de offentlige budsjetter. Behov for å trekke på Petroleumsfondet kan første gang oppstå både tidligere og senere enn rundt år 2015.

Figur 4: Aktivasammensetning i to nord-amerikanske petroleumsfond. Stolpen til venstre er benchmark for aktivasammensetningen i Alaska Permanent Fund Corporation og til høyre benchmark for aktivasammensetningen i Alberta Heritage Savings Trust Fund



Kilde: Årsberetningene

I større grad enn for pensjonsfond og livsselskaper er det rimelig å si at målet om høy avkastning på Petroleumsfondet primært skal gjelde på mer enn 10 års sikt. Av det følger at Petroleumsfondet bør ha større andeler av aktivaklasser med høy forventet avkastning enn disse andre fondene, fordi de årlige svingningene i avkastningen bør tillegges mindre vekt for Petroleumsfondet.

Det er få andre fond som har samme type formål som Petroleumsfondet. Nærmest kommer antakelig to petroleumsfond i nord-amerikanske delstater: Alaska Permanent Fund Corporation i USA og Alberta Heritage Savings Trust Fund i Canada. Avkastningen fra disse fondene skal på ulike måter komme delstatenes innbyggere til gode, uten at det foreligger bestemte forpliktelser.

Aksjeandelen i Petroleumsfondet er altså mindre enn i de to sammenlignbare nord-amerikanske fondene. Den er også mindre enn i gjennomsnittlige amerikanske og engelske pensjonsfond, mens den er litt høyere enn gjennomsnittet for pensjonsfond i kontinental-Europa. Men det siste skyldes delvis at disse europeiske pensjonsfondene er underlagt restriksjoner som ikke alltid er begrunnet ut fra hensynet til pensjonskundene.



---

*Publisert 27.04.2003 15:20*

Norges Bank | Bankplassen 2, PB 1179 Sentrum, 0107 Oslo | Tlf 24 07 30 00 | [Opphavsrett og ansvar](#)