

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

September 2007

SWF – HVA ER DET?

Hvilke planer har Kina med sitt nye, statlige fond for investeringer i utlandet? Vil kineserne prøve å tilrive seg ny teknologi ved å kjøpe opp avanserte bedrifter i andre land? Har Norge med sitt Statens Pensjonsfond – Utland noe å lære bort? Vil statlige investeringselskaper kunne skape nye problemer i internasjonal økonomi?

I slutten av juli skrev professor Larry Summers ved Harvard University, tidligere finansminister i USA, en artikkel om Sovereign Wealth Funds (SWFs) i Financial Times. Når den kinesiske stat, ved oppkjøp av 9,9 prosent av aksjene i Blackstone, et amerikansk ”private equity fund” som gjennom sine eierinteresser i andre selskaper er en av USAs største arbeidsgivere, kan dette skape grunn til bekymring i Amerika? Undret professoren seg. Eller når Gazprom, et anerkjent redskap for russisk utenrikspolitikk, ønsker å kjøpe seg inn nedstrøms i energiselskaper i EU, bør det passere ubemerket hen? Mindre skummelt er det kanskje at J. Sainsbury, en av Storbritannias største supermarkedkjeder, nå kan komme i hendene til et *statlig investeringselskap* – et SWF – fra Qatar.¹

Det underliggende realøkonomiske fenomenet – eller problemet – er vedvarende store underskudd i utenriksøkonomien i mange land. Amerikanere bruker 106 dollar for hver hundre dollar i egen verdiskapning. Det medførte et underskudd på driftsbalansen med utlandet på over 800 milliarder dollar i fjor. Med tilhørende overskudd i andre land.

Tre spørsmål reiser seg naturlig når man skal vurdere SWFs og deres virksomhet:

- Hvordan bør land med overskudd i utenriksøkonomien og i statsfinansene plassere sine midler? Slik at de sikres mest mulig kjøpekraft i fremtiden. Uten at risikoen er for stor.
- Hvordan samle opp midler og drive statlig eide utenlandsfond på en måte som vinner allmenn aksept i befolkningen?
- Kan statlige fond ha noe annet på agendaen enn best mulig avkastning?

¹ Morgan Stanley har anslått at SWF i dag sitter på verdier på om lag 2500 milliarder dollar. Som vil doble seg på tre år for så å stige til hele 12000 milliarder dollar i 2015. Det er noe rart med slike anslag. Når stadig flere refererer til dem, blir den stramme eimen av usikkerhet som slike anslag er beheftet med, stadig mildere. Som om det er noe henimot sikker kunnskap vi har å gjøre med.

Hvordan plassere midlene?

Den siste dagen i august har Financial Times en rosende omtale av hvordan vårt eget Statens Pensjonsfond – Utland (Oljefondet for enkelhets skyld) er organisert og drives. Profesjonelt og forbilledlig.² Med egenkapitalplasseringer spredd over om lag 3.500 selskaper der man i gjennomsnitt sitter på mindre enn én prosent av aksjene. Og med imponerende åpenhet; gå inn på Norges Banks nettsider og du finner alle de selskapene vårt statlige Oljefond har eierandeler i. Videre er rollefordelingen klar. Norges Bank, som forvalter pengene på Oljefondet, må stå til ansvar overfor eieren, Finansdepartementet, etter retningslinjer lagt frem for Stortinget.

Oljefondet foretar rene finansplasseringer, uten noen form for strategisk agenda, fordelt med 40 prosent på aksjer og 60 prosent på obligasjoner. Som nå skal byttes om til 60/40. Fordi aksjer på lang sikt ikke er vesentlig mer risikofylt enn obligasjoner samtidig som avkastningen er langt bedre. Videre legger Oljefondet nå opp til å gå mer aggressivt til verks ved å inkludere nye og kanskje mindre likvide aktivaklasser som fast eiendom, private equity og småselskaper.

Eiere av formue som både kan være langsiktige og som ikke trenger frykte for manglende likviditet, har kanskje sin besøkestid nå. Med den turbulens vi har opplevd i finansmarkedene de siste fem-seks ukene, kan mange verdipapirer ha sunket i pris til langt under hva de ville hatt i mer likvide markeder. Den dyktige og langsiktige investor med god likviditet – og med en viss grad av risikovillighet – kan da plukke opp godbiter. Nettopp langsiktigheten i plasseringene, og fravær av kunder som kan forlange pengene tilbake, kan gjøre det lettere for SWFs enn for andre å kjøpe slike verdipapirer.

For stabiliteten av det finansielle systemet er det kanskje bedre om statlige fond sitter på lite likvide og temmelig risikofylte papirer enn om private banker gjør det. For dersom det likevel skulle vise seg at godbiter i kilovis går sure, ville et SWF kunne håndtere det. En privat bank derimot, ville kunne oppleve et ”run”, dvs. at folk vil ha pengene sine ut. Om slike ”run” rammer mange banker, kan sentralbanker bli tvunget ut på banen som ”lender of last resort”. En betydelig innsprøyting av likviditet fra myndighetenes side, for å unngå kollaps av store banker, er ingen ønskelig utvikling. Et SWF som sitter på sure papirer, kan senere selge dem til foretak som er gode på å inndrive slike fordringer, ta tapet, og verden går videre.

Hvordan vinne allmenn aksept for SWF i befolkningen?

Forskjellen mellom Statens Pensjonsfond – Utland og de to motsvarende i Singapore, Government Investment Corporation (GIC) og Temasek, er påfallende. Det er ikke kjent hvor mye penger det er på de to sistnevnte fondene. Innsyn utenfra er meget begrenset. Formannen i styret i GIC er tidligere statsminister og far til nåværende. Som for øvrig er viserformann i GIC. Hans kone er daglig leder av Temasek – det andre fondet. GIC rapporterer til presidenten. Men har ikke plikt til å gi parlamentet noen redegjørelse.

² Financial Times, en avis jeg vanligvis roser i høye toner, begår tre feil i én setning i artikkelen om Oljefondet. Norge var ikke ”close to the bottom of international ranking of per capita wealth” i 1970-årene; det er ikke ”wealth” forfatteren har tall for, men ”income”; og langt fra all vår vekst i velstand siden oljen ble funnet kan tilskrives det sorte gull. Hvordan norsk økonomi hadde utviklet seg uten oljen er et kontraktfaktuelt spørsmål som vi bare kan ha ulike gjetninger rundt. Min gjetning går slik: Noe mindre velstående, men ikke så mye; klart mindre kravstore; og gjennomgående minst like fornøyde.

Åpenheten og ansvarligheten som preger vårt Oljefond, er nær knyttet opp til benchmarking. Det betyr at avkastningen av fondet hvert år måles mot en modellportefølje eller indeks. Hvert år har avkastningen i Oljefondet oversteget benchmarken som eieren, Finansdepartementet, har etablert. Videre er driftskostnader, inklusive lønninger, beskjedne sammenlignet med tilsvarende fond. God avkastning og lave kostnader gir legitimitet i det norske samfunn til måten oljeformuen håndteres på.

Nye strømmer av dollar fra Nordsjøen og god avkastning på dem som tidligere har kommet, borger bra for inndekning av fremtidige statlige pensjonsutgifter. Men hva med oss her og nå? Med Handlingsregelen av mars 2001 blir det midler også til umiddelbar glede. Hvert år kan staten bruke om lag fire prosent av verdien av Oljefondet ved starten av året. Med et fond på snart 2000 milliarder kroner er det således snakk om et årlig merforbruk på 70—80 milliarder, eller 4—5 prosent av BNP. Den oppslutningen denne regelen har fått – på Stortinget er det bare Fremskrittspartiet som er imot – har vært helt avgjørende for at Norge nå, omsider, lykkes med en vellykket, langsiktig husholdning av oljeressursene. Omsider fordi vi to ganger tidligere – ved en mislykket motkonjunkturpolitikk på slutten av 1970-tallet, og i 1985 og noen år fremover da oljeprisen overraskende sank til det halve – brukte oljepenger vi ikke hadde. Og erfarte hvor lite vellykket en slik politikk var.

Norge fremstår som et modell-land i forvaltningen av oljeressursene med tilhørende bruk av det internasjonale kapitalmarkedet. Etter min oppfatning er ikke det unike med vår politikk avkastningen i Statens Petroleumsfond – Utland. Det unike og vanskelig kopierbare er aksept for en regel som begrenser den årlige bruken av oljepenger og evnen til å motstå særinteresser som vil gjøre oljepengene til sine. Utspill fra mektige grupperinger som Norsk Investorforum har blitt slått tilbake. Oljeressursene er fellesskapets eie.

Har Norge noe å lære bort?

Å sole seg i glansen av egen fortrefelighet er noe de fleste liker. Nordmenn, har jeg mistanke om, neppe mindre enn andre. Når nå andre oljeland – sist Irak – vender seg til oss for å lære om forvaltning av rikdommer, synes vi det er stas. Men hva skal vi lære dem? Tekniske ting som benchmarking, best practice, optimale porteføljer, alfa-avkastning, osv. er én ting. Politisk fasthet som gjør det mulig å begrense bruken av oljepenger i dag, slik at de også kommer fremtidige generasjoner til gode, er noe ganske annet.

Den norske modellen med full åpenhet er robust og har tjent oss godt. Men før den lot seg etablere, gikk vi selv på et par smeller; brukte friskt av oljepenger vi ikke hadde. Og lærte av dette. Kulturelle, historiske og politiske forskjeller gjør at norske erfaringer ikke nødvendigvis er relevante for andre. Dessuten, i vår iver etter å lære bort, må vi fokusere på det sentrale.

Om man lager et oljefond samtidig som staten må låne på annet hold for å dekke løpende utgifter, sier ikke fondet noe om utviklingen i statens formue; akkumulert gjeld må i så fall først trekkes fra. I Norge salderes statsbudsjettet med midler fra Statens Pensjonsfond – Utland. Det betyr at når Oljefondet øker, så øker statens nettofordringer tilsvarende.

I et foredrag for en delegasjon fra en oljerik republikk på besøk i Norge – på tampen av oppholdet – trakk jeg frem dette poenget. Det skapte røre i forsamlingen. Måtte statsbudsjettet for øvrig gå i balanse før man satte penger i et statlig oljefond? Det hadde delegasjonen ikke

tidligere hadde fått med seg. Programmet hadde for ensidig fokusert på det tekniske – hvordan drive et statlig investeringsfond.

Vil statlige investeringsfond ha en annen agenda enn private?

Med Kina som verdens største statlige eier av fordringer på andre land – valutareservene tilsvarer nå 1,3 *billioner* dollar³ – er det ikke rart at andre land undrer seg på hva kineserne konkret vil gjøre når de nå har bestemt seg for å sette av mellom 200 og 300 milliarder dollar til mer aggressiv forvaltning. Snarere enn amerikanske statsobligasjoner skal midlene anvendes til kjøp av aksjer i utenlandske selskap, godt mulig med sikte på å overta noen av dem, dvs. som strategisk plassering, helt forskjellig fra den norske modellen, som begrenser eierandelen til fem prosent i alle selskapene vi går inn i.

Vil kineserne prøve å tilrive seg ny teknologi ganske enkelt ved å kjøpe opp avanserte bedrifter i andre land? Kan det tenkes at en fremmed stat som eier hovedtyngden av aksjene i et amerikansk selskap, kan prøve å presse politikerne til å gi dette selskapet bedre rammebetingelser? For eksempel ved krav om innføring av toll om konkurransen fra tredjeland stadig blir sterkere.

Slike ting undrer en tidligere finansminister i Amerika seg over. Mer generelt, vil statlige investeringselskaper, som ikke følger logikken til det kapitalistiske systemet, nemlig en atferd som kun tar sikte på å maksimere verdiene for aksjonærene, kunne skape nye problemer i internasjonal økonomi?

14. september 2007

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>

³ Med 1,3 milliarder kinesere og valutareserver på 1,3 billioner dollar, blir det tusen dollar pr. kineser. Det norske oljefondet vil om noen år nærme seg 500 milliarder dollar. Det betyr hundre tusen dollar pr. nordmann.