

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mai 2012

FORVALTNINGEN AV STATENS PENSJONSFOND 2011

Håndteringen av finansielle investeringer som gjøres av våre to statlige pensjonsfond, er både profesjonell og skikkelig. Og ikke mindre viktig, åpen og etterrettelig.

Ved utgangen av 2011 stod det 130 milliarder kroner på Folketrygdfondet, som nå heter Statens Pensjonsfond Norge (SPN) og 3.300 milliarder kroner på Oljefondet, som nå heter Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Det betyr at statens finansielle investeringer i det store utland er om lag 25 ganger større enn i Norge og nære naboland.

Ord er viktig. Folketrygdfond og Oljefond er gjort om til Pensjonsfond. Vitsen er å skape de rette assosiasjoner. Pensjonsfond hører fremtiden til. Penga der tuller man ikke bort på spekulativt vis.

Allerede i St.meld. nr. 25 (1973-74) om innpassing av petroleumsvirksomheten i norsk økonomi, var ambisjonen klar: Å utvikle "et kvalitativt bedre samfunn". Denne formuleringen gjentas i Meld. St. 17 (2011-2012) – Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 – der man også legger til "... med trygghet for den enkelte og solidaritet over generasjonene."

Her er snakk om veldig mye penger ...

Om prognosene i meldingen slår til, er det like store verdier igjen i bakken som det er på konto. I så fall vil SPU bli på nær 7.000 milliarder kroner. Det vil tilsvare vel to ganger den årlige verdiskapningen i Norge (BNP). Med en handlingsregel som tilsier at vi kan bruke fire prosent av noe som er det dobbelte av BNP, kan vi nordmenn påregne gratis lunsj tilsvarende åtte prosent av BNP hvert år i all tid fremover.

Fire prosent tilsvarer forventet realavkastning. Om denne forventningen slår til, vil realverdien av fondet stå seg over tid. Oljefondet er som en Sareptas krukke – det blir aldri tomt.

... men mange er likevel skuffet

Mye vil ha mer. Mange er skuffet over at oljemilliarder ikke drysses utover det eller de prosjektene den enkelte brenner for. For egen del synes jeg at flinke forskere som har levert gode arbeider, skulle få langt romsligere bevilgninger for forskning på ting de selv er opptatt av og nysgjerrige på. I tillegg burde nordmenn som kommer inn på doktorgradsprogram på et av verdens, la oss si femti, høyest rangerte universiteter, automatisk få dekket utgifter ved slike studier. Det de lærer der, vil ha stor verdi for utviklingen av det kunnskapsbaserte Norge, som så mange snakker om. Vårt beste universitet, det i Oslo, er rangert som nummer 181.

Andre er oppgitt over dårlig standard på norske veier og jernbane, over lange køer i helsesektoren, eller over for dårlig tilbud til våre gamle. På den annen side, om folk flest var såre fornøyde med politikernes bruk av oljemilliardene, ville vi sikkert brukt for mye. At det tidvis klages over at oljemilliarder ikke brukes til dette og hint, kan tas som et kriterium på ansvarsfull husholdning med disse midlene. Nordmenn må som andre, budsjettere innen gitte rammer.

Med temmelig jevne mellomrom kommer en professor – norsk eller utenlandsk, eller en forretningsmann – norsk eller utenlandsk, opp med en glimrende idé om hva oljemilliardene burde brukes til. Klart at det som gjøres ikke er optimalt. Knapt noe i denne verden er det. Men den håndteringen av oljerikdommen som gjøres av våre to statlige pensjonsfond, er profesjonell og skikkelig. Og ikke mindre viktig, åpen og etterrettelig.

Om du tviler på det, les de vel 130 sidene som Meld. St. 17 (2011-2012) består av.

Høye ambisjoner ...

”Departementets ambisjon er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond”. Så står det å lese på side 10 i meldingen. Den departementale beskjedenheten glimrer med sitt fravær her. Men hvordan måle hvor god man er? Her er flere dimensjoner enn realavkastning over tid, eventuelt målt mot en egnet indeks.

Myndighetene har etiske retningslinjer for virksomheten. Selskap som medvirker til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettigheter (Wal-Mart); som står for alvorlige miljøskader (Norilsk Nickel); produserer klasevåpen (Textron); eller tobakk (Philip Morris)

skal SPU ikke eie aksjer i. For perioden 2005-2011 ville avkastningen vært vel 10 milliarder kroner høyere uten slik utelukkelse. "Mindreavkastningen som følge av utelukkelsen", konstaterer man på side 104 i meldingen, "er på linje med de samlede forvaltningskostnadene siden 2005." Nøkternt og saklig. Ikke noe forsøk på å feie tingene under teppet.

Denne mindreavkastningen må i stor grad tilskrives tilfeldigheter. At en portefølje uten aksjer i tobakkselskap – omtrent alle de "tapte" milliardene kan henføres hit – over tid gjør det systematisk dårligere enn en aksjeportefølje med slike selskaper, virker ikke veldig sannsynlig.

... med etiske vurderinger som ikke er så enkle

De etiske vurderingene som ligger bak noen av de selskapene som er trukket ut, er ikke alltid like enkle. Wal-Mart er trukket ut pga. brudd på menneskerettigheter. Med sine innovative måter å organisere produksjonen på, gjennom internasjonale "supply chains", har Wal-Mart trukket perifere land inn i internasjonalt varebytte. Det gir bedre grunnlag for egen økonomisk fremgang. Videre har Wal-Mart bedret levestandarden for millioner av kunder, ganske enkelt ved å tilby nødvendighetsvarer til lavere pris. På linje med hva Ikea gjør for møbler og innredninger.

Miljørelaterte investeringer er en annen etiske preget satsning. Etter retningslinjene for SPU bør investeringene her ligge i intervallet 20-30 milliarder kroner. I 2011 fikk SPUs miljørelaterte investeringer en avkastning på minus 23 prosent. Om selskaper som driver med sol- og vindkraft gjør det bedre i tiden fremover, vil noe av det tapte her tas inn.

Hvem er flinkest?

Hvor godt har SPU gjort det i forhold til SPN? To tabeller (side 73 og side 84) gir grunnlag for å vurdere dette spørsmålet. Der har man blant annet beregnet informasjonsraten for de to fondene. Det er et risikojustert mål som forteller hvor mye meravkastning en forvalter har oppnådd målt mot den risikoen han har tatt. For SPU er informasjonsraten 0,35 for perioden 1998-2011; for SPN 0,38, dvs. Folketrygdfondet har gjort det marginalt bedre enn Oljefondet.

At begge tallene er positive, er ingen selvfølge. Mange forvaltere sliter med negativ informasjonsrate. Det betyr at de tar risiko uten å få betalt i form av bedre avkastning.

Pepper til sentralbanksjefen?

Kravet om måtehold i bruken av oljepenger toppet seg for noen måneder siden i sentralbanksjefens årstale i februar. Med en realavkastning på bare 2,7 prosent i snitt over Oljefondets levetid til nå, gikk Øystein Olsen inn for at handlingsreglen skulle endres fra 4 prosent til 3 prosent. I Meld. St. 17 bruker Finansdepartementet 3 ½ side på å imøtegå landets sentralbanksjef – og dermed han med det operative ansvaret for forvaltningene av midlene i SPU. Ved å ta perioden 1900-2011 og dele den inn i rullerende 15-årsperioder, vil man se at den årlige realavkastningen for et fond med tilsvarende portefølje som vårt eget Oljefond, varierer fra minus 2-3 prosent til pluss 10-12 prosent. Som snitt over hele perioden var realavkastningen 4,8 prosent, konstateres det i meldingen.

Den relativt lave avkastningen i perioden 1997-2011 skyldes lave realrenter, samt at Price/Earnings for aksjer gjennomgående har falt, dvs. det tallet man ganger avkastningen på aksjen med for å komme frem til kursen. Etter departementets syn må dagens situasjon, preget av lave og til dels negative realrenter, betegnes som ekstraordinær. En bør derfor "... være varsom med å endre anslagene for forventet realavkastning av SPU ..." I departemental språkdrakt er ikke dette en porsjon pepper?

Mon tro om ikke finansminister Sigbjørn Johnsen i stedet skulle sendt en liten blomsterkvast til sentralbanksjef Øystein Olsen? Hvorfor det? Fordi Olsens utspill har bidratt til en dreining av debatten i Norge. Fra hvor *mye mer* enn 4 prosent vi kan bruke av Oljefondet, til hvor *mye mindre* enn 4 prosent vi bør bruke.

Det blir lettere å være finansminister om stemningen i folket skifter i retning av mer forsiktighet i den løpende pengebruken.

11. mai 2012

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside
<http://home.bi.no/fag87025/>