

Hva skal vi gjøre med alle penga?



Månedsbrev 09/2013

Kanskje må vi begrense tempoet i oljeutvinningen fordi det blir tiltakende vanskelig og ubehagelig for den norske stat å skulle eie så mye av fremtidig verdiskaping i andre land.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Det er hendt mye siden 1969 da de første dråpene med olje piplet ut av rør på Ekofisk, akkurat innenfor på norsk side, og ikke på dansk eller britisk side, i Nordsjøen. At rikdommene var så eventyrlige, hadde vel knapt noen tenkt seg den gangen. Men det var de. Så eventyrlige at vi nå har et Statens Pensjonsfond Utland (SPU) med så mange penger at vi knapt kan forestille oss det. Det klart største Sovereign Wealth Fund (SWF) – eller statlige eide formuesfondet – i verden. På 760 milliarder dollar, eller snart én million kroner pr. nordmann.

Det er ustyrtelig mye penger. Fem ganger så mye som i verdens største hedgefond, Bridgewater Associates, som har fire ganger så mange ansatte. Hvilket betyr at hver ansatte i SPU har tyve ganger så mye kapital å håndtere som hver ansatt i Bridgewater.

Hvor mange amerikanere med formue som medianen må til for å nå opp i samlet formue på 760 milliarder dollar? Snaut 20 millioner. På den annen side, de 25 rikeste menneskene i verden i dag har en samlet formue på vel 760 milliarder dollar. Forskjellene skriker en i øynene. Nytiltrådt sjeføkonom i Verdensbanken, professor Kaushik Basu, er blant dem som ser med bekymring på det enorme og voksende gapet mellom fattig og rik her i verden:

I like to believe that there will come a time when looking back at today's world, human beings will wonder how we tolerated this situation.¹

¹ Side 159 i boken *Beyond the Invisible Hand*, Princeton University Press, 2011.

Det er ustyrtelig mye penger. Fem ganger så mye som i verdens største hedgefond.

Statens Petroleumsfond etableres

Frem til midten av 1990-tallet gikk statens stigende oljeinntekter inn i statsbudsjettet, på linje med andre inntekter. Men etter hvert som denne pengestrømmen inn i statskassen antok større dimensjoner, innså man behovet for å skille mellom opptjening av oljepenger og bruken av dem. Men var det i det hele tatt mulig å etablere et slikt skille?

I 1983 leverte det såkalte Tempoutvalget, ledet av daværende visesentralbanksjef Hermod Skånland, sin rapport om petroleumsvirksomhetens framtid. Rapporten stilte seg tvilende til hvorvidt politikerne ville klare å stå imot fristelsen til å bruke mer penger når pengene først var der.² Med en slik forståelse lagt til grunn burde takten i oljeutvinningen tilpasses takten vi hadde tenkt å bruke disse ekstraintektene i. Men slik gikk det ikke. Oljeinteressene kjørte over visesentralbanksjefen. Oljen skulle opp, og pengene saltes ned. Den eneste måte Norge som nasjon kunne bruke mindre enn vi tjente var gjennom investeringer i utlandet. Men

² Utvalget anfører følgende: "Ut fra de holdninger vi kjenner både i det politiske miljø og generelt i befolkningen, er det vanskelig å tenke seg at hundretalls av milliarder blir plassert som fordringer i utlandet, samtidig som en står overfor udekkede behov innenlands, og kanskje også sviktende sysselsetting som nære og påtrengende problemer".

hva skulle man kjøpe? Og hvem skulle kjøpe det?

Hva var vel mer naturlig enn at vi på grunnlag av "råvaren" – alle dollarene som strømmet inn over land og folk fra virksomheten i Nordsjøen – rustet opp finansnæringen i Norge?

Ettersom Norges Bank gjennom forvaltningen av valutareservene allerede stelte med slikt, var det naturlig at Banken også fikk ansvar for å forvalte midlene til Statens Petroleumsfond, som det den gangen het, og som var blitt opprettet allerede i 1990 under regjeringen Syse. I mai 1996 kom de første pengene – snaue to milliarder kroner – inn på kontoen til fondet. I starten handlet man andre lands statsobligasjoner, på linje med hva valutareservene for øvrig var plassert i. Men ettersom Statens Petroleumsfond tok til å vokse både i alder og omfang, ble det litt tamt og pysete bare med slike papirer. Liten risiko, men enda mindre rente.

Kreativiteten blomstrer

Det manglet ikke på kreative forslag til hvordan eksporten av kapital burde organiseres. Særlig hissige var innenlandske finansinstitusjoner som mente seg både berettiget og kompetente til å stå for plasseringen av midlene ute – mot en liten "fee". Hva var vel mer naturlig enn at vi på grunnlag av "råvaren" – alle dollarene som strømmet inn over land og folk fra

virksomheten i Nordsjøen – rustet opp finansnæringen i Norge? La Oslo få sitt finanssentrum som London har sitt City. Ja, gjerne Bergen og Trondheim også. La oss gå i bresjen for å utvikle og lære opp talentfulle folk til å forvalte den norske stats penger. Så vil de i neste omgang trekke til seg forvaltnings- og andre finansoppdrag fra andre. Et levende finansmiljø utvikles. Nye og lønnsomme arbeidsplasser skapes. Og Norge kommer på kartet for de pengesterke og vellykkede.

Eller?

Nye tanker meldte seg. Del Norge inn i fire-fem regioner og la hver av dem få et fond på mellom 50 og 100 milliarder kroner. Hensikt: Innovasjon og nyskapning i det lokale næringslivet. Eller – eventuelt i tillegg – ruste opp veier og jernbane over hele Kongeriket, la alle barn få sin egen PC (i tillegg til varm lunsj på skolen), og sørg for bredbånd til alle. Og Norge kommer i spiss, ikke bare på vinteridrett, men også på utvikling av avansert teknologi.

Men den utøvende eieren av Oljefondet – den politiske ledelsen i Finansdepartementet – godt hjulpet av god argumentasjon frembrakt av et dyktig og lojalt embetsverk, ville det annerledes. Snarere enn å la pengene forvaltes av kreative pengefolk, ivrige lokalpolitikere og snakkesalige entreprenører, la oss "sprite opp" Norges Bank – skape en profittmaksimerende forvaltningskultur der man evner å ta mer risiko med midlene i fondet, i forventning om en bedre avkastning. Egentlig et dristig prosjekt. Hvordan få trauste

sentralbankfolk til å jakte på profitt? Og til å stikke nakken ut ved å ta risiko?

NBIM tar over

Mot alle odds, tror jeg nesten man må si, lyktes man med dette prosjektet. NBIM – eller Norges Bank Investment Management – uttales N-BIM, for de uinnvidde, ble etablert i 1998. Fra å være investert i all hovedsak i statsobligasjoner har Oljefondet – eller Statens Pensjonsfond Utland (SPU) som har vært navnet siden 2006 – nå om lag 60 prosent av midlene i aksjer, 39 prosent i obligasjoner og én prosent i fast eiendom. Man er finansiell investor over alt – bortsett fra i fast eiendom, som er ment å øke til fem prosent av fondets plasseringer – dvs. uten planer om å ta over og drive foretak i andre land.

NBIM utmerker seg ved en åpenhet de fleste andre Sovereign Wealth Funds (SWFs) ikke er i nærheten av å ha. Liste over aktivaene i SPU er fritt tilgjengelig. Hvert sekund på døgnet kan man gå inn på hjemmesiden til Norges Bank og finne ut hvor stort Oljefondet er. Et eget etikkråd er etablert som gir anbefaling om å hive ut selskaper som ikke ter seg skikkelig.

Hvordan Oljefondet skal drives, og hvordan pengene skal brukes, debatteres kontinuerlig i Norge. Det er viktig å skille mellom bruken av pengene og hvordan midlene forvaltes. Bruken var sterkt fremme i høstens valgkamp. Skal man holde fast på handlingsregelen, dvs. bare bruke fire prosent av fondet hvert år hvilket tilsvarer forventet realavkastning? Om

denne forventningen innfris, og bruken følger regelen, vil fondet vare evig.

Hva gjelder plasseringen av midlene, er tiden moden for å gå tyngre inn i de fremvoksende markeder? Og gjerne ved mindre likvide investeringer som i veier og broer, dammer og demninger, jernbane og flyplasser, skog og fast eiendom, samt i fond som låner ut i det små, såkalt "såkornkapital" til nystartede foretak? Argumentet om at SPU er meget langsiktig og således ikke har behov for likvide midler, men i stedet kan ta seg betalt for å godta dårlig likviditet, er et relevant poeng. Siden Norge allerede er så tungt inne i olje og gass, både ved eierskap til ressursene i Nordsjøen og ved majoritetsinteresser i Statoil, virker argumentet om at vi bør selge ut aksjer i andre oljeselskaper også fornuftig. Men enn så lenge har ikke det skjedd.

Mer om etikk

Pengene på Oljefondet lukter lite av svette. Alle som har vært med og hentet opp oljen fra Nordsjøen, har fått godt betalt for innsatsen. Grunnen til at det blir penger igjen som seiler inn på fondet, er at prisen på olje og gass langt overstiger kostnadene ved utvinning. "Grunnrente" kalles denne "mer-prisen". Eller monopolprofitt, om du vil.

I dag eier Norge via SPU om lag 2,5 prosent av alle børsnoterte aksjer i Europa. Det kan lett bli en god del mer om olje- og gassprisene holder seg. Men hvor går grensen? Kan Oljefondet eie 4-5 prosent av selskapene i Europa uten problem? Mulig det. Men ikke

*Pengene på Oljefondet lukter lite av
svette.*

40-50 prosent. Når er nok nok? Kan andre land en dag stille spørsmålstegn ved legitimiteten av norsk eierskap til fremtidig verdiskaping i andre land?

Så var det infrastruktur i fremvoksende økonomier. Er det passende for den norske stat eventuelt å eie en bomvei rundt en hovedstad i et afrikansk land og år ut og år inn kreve inn bompenger av dem som bruker den? Skal fattige lastebilsjåfører i Afrika i årtier betale penger til den rike norske stat for å kjøre på veier i eget land, med varer fra fattige bønder til fattige byfolk? Rett nok har Norge finansiert veien, men når er nok nok? Sett at myndighetenes angjeldende land i denne fiktive historien sier at nå er det nok, etter ti år der halvparten av investeringen er tilbakebetalt. Avtalen reforhandles, og Norge må for skams skyld godta at vi får pengene igjen uten rare rentene.

Om vårt fokus er langt nok frem i tid, må vi ikke bare se på forventet kontantstrøm av de ulike aktivaene de nærmeste årene fremover, korrigert for risiko. Vi må også vurdere hvor sterk eiendomsretten kan forventes å stå i de ulike land og markeder for et statlig norskeid

pensjonsfond. Det er nok lettere for et slikt fond å eie bygårder i hovedsteder i Europa enn ringveier rundt hovedsteder i Afrika.

Sirkelen er sluttet

Kanskje må vi begrense tempoet i oljeutvinningen ikke fordi vi ikke makter å skille opptjening av pengene fra bruken av dem, men fordi det blir tiltakende vanskelig og ubehagelig for den norske stat å skulle eie så mye av fremtidig verdiskapning i andre land. Tempoutvalgets konklusjon får relevans. Men av helt andre grunner enn dem man i sin tid la til grunn.

17. september 2013

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