

Velferd i mange generasjoner

Kronikk av sentralbanksjef Svein Gjedrem i Morgenbladet 19. mars 2010.

Oljefondets store tap i 2008 er langt på vei vunnet tilbake.

En klok trønder karakteriserte utviklingen i oljefondet de siste to årene med et maritimt bilde. Vannet forsvinner ikke selv om det er fjære, sa han. I 2008 var det kraftig ebbe i verdens finansmarkeder. For ett år siden hadde Statens pensjonsfond utland – ofte omtalt som oljefondet – nettopp lagt frem sitt dårligste årsresultat noensinne. I løpet av 2008 tapte fondet over 23 prosent av sin verdi målt i internasjonal valuta. Tapene skyldtes særlig to forhold: den svakeste utviklingen i internasjonale aksjemarkeder siden 1930-tallet, og at fondet hadde en etter forholdene lite hensiktsmessig beholdning av obligasjoner. De store tapene medvirket til en engasjert debatt om fondets investeringsstrategi.

Statsmyndighetene holdt imidlertid fast på strategien og unnlot å fatte lite overveide beslutninger under krisen.

Kapitalmarkedene har nå snudd, og resultatene i 2009 var de beste noen gang. Avkastningen var over 25 prosent, og det aller meste av tapene i 2008 ble vunnet tilbake i fjor. Begge årene var fondet investert i det samme internasjonale næringslivet. De obligasjonene fondet eide ved det siste årsskiftet, samsvarte i stor grad med porteføljen ett år tidligere. Markedsforhold er hovedgrunnen til gjenvinningen.

Høsten 2008 var preget av frykt for at verdens finansmarkeder og betalingssystemer ville bryte sammen, med store konsekvenser for utviklingen i produksjonen og verdiskapingen. Sannsynligheten for at dette skulle skje var neppe stor, men likevel en risiko. Det bidro til å presse ned kursene på aksjer og obligasjoner som fondet eide.

Markedet for mange av fondets rentebærende papirer sluttet å fungere under de mest kritiske fasene av finanskrisen høsten 2008. Dette markedet er organisert på en annen måte enn de fleste aksjebørser, hvor investorene handler med hverandre. I stedet skjer handelen for mange typer obligasjoner direkte med de store investeringsbankene.

Høsten og vinteren 2008 hadde flere av disse bankene nok med å holde hodet over vannet. Dermed forsvant markedene for flere typer obligasjoner. Mye av den lille omsetningen som likevel foregikk, skyldtes investorer som var tvunget til å selge sine papirer. Omsetningen kan sammenlignes med et brannskadesalg.

Oljefondet hadde imidlertid ikke hatt noen brann. Vi verdsatte likevel obligasjonene som om verdien på dem tilsvarte omsetningskursen på liknende papirer som faktisk ble handlet.

Våren 2009 begynte markedene for obligasjoner utstedt av andre enn nasjonalstater så smått å fungere igjen, og i løpet av sommeren og høsten ble de mer virksomme. Verdien på mange av fondets plasseringer i obligasjoner kunne dermed skrives betydelig opp.

Spareplanen

De internasjonale finansmarkeder bedret seg raskere enn vi våget å håpe på for ett år siden. Utviklingen de to siste årene illustrerer likevel en viktig egenskap ved fondet, nemlig langsiktigheten.

Staten bruker fondet til å omgjøre formue på sokkelen til eie i aksjer og obligasjoner, som er krav på andeler av den fremtidige verdiskapingen i verden. Fra den første oljen ble tatt opp fra norsk sokkel tidlig på 1970-tallet tok det om lag en generasjon til det første innskuddet ble gjort på oljefondet i 1996. Slik det nå ser ut, vil staten jevnlig tilføre penger gjennom om lag en generasjon.

Med mye penger på bok kunne norsk økonomi et godt stykke på vei skjermes fra virkningen av den store finanskrisen i 2008 og 2009.

Oppbyggingen i fondet er dessuten i ferd med å sikre Norge en viktig kilde til finansiering av offentlige utgifter i tiårene som kommer. Hvor viktig fremkommer av denne regneøvelsen: I løpet av ti år kan fondet tilsvare to ganger årlig verdiskaping (BNP) i Norge. Offentlige utgifter utgjør litt under halvparten av BNP. Uttakene fra fondet lik realavkastningen som anslås til 4 prosent kan dermed finansiere 15-20 prosent av statens utgifter om ti år. Det kan skje varig, uten at fondets kapital reduseres. Oljefondet vil derfor føre til at kuttene i velferdsstatens ordninger blir klart mindre enn de ville vært uten fondet, etter hvert som eldrebølgen gjør seg gjeldende i offentlige budsjetter.

Her er utsiktene i mange andre industriland mye verre, siden de må bruke en betydelig del av sine statlige inntekter på å dekke renter på statsgjeld.

Hemmer ikke investeringer i Norge

Staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil på sine investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet til norske foretak. Norske bedrifter på sin side kan velge låne- og egenkapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov er det et kapitalmarked. Statens spareplaner ute påvirker derfor ikke tilgangen på midler og det kravet til avkastning norske bedrifter må stille til sine investeringer.

Lønnsomheten i statlige investeringer beregnes med utgangspunkt i en kalkulasjonsrente på 4 prosent. Det gir samme krav til avkastning som staten, selv etter den svake avkastningen i kriseåret 2008, kan vente å oppnå i oljefondet over tid. Et spørsmål er likevel om det er en kø av gode og lønnsomme prosjekter som må vente på grunn av en for stram linje i statens budsjetter.

Det er det vanskelig å finne holdepunkter for. I Nasjonal transportplan 2010-19, som vi kanskje kan anta er representativ for statlig pengebruk, er det trukket opp planer for investeringer i vei for rundt 140 milliarder kroner. For om lag to tredeler av prosjektene er det gjort rede for lønnsomheten. Beregningene fanger opp spart tid og reduserte kostnader ved ulykker og miljø. Investeringskostnader og framtidige driftsutgifter trekkes fra. Prosjektene viser et samlet tap på 20 mrd kroner.

Samfunnsøkonomisk avkastning, slik den her beregnes, kan ikke være det eneste kriteriet for valg av prosjekter. På den annen side, når prosjektene ikke kan ventes å øke det framtidige inntektsgrunnlaget i samfunnet, er det viktig at de finansieres av løpende statlige inntekter og innenfor langsiktige rammer som er opprettholdbare. Alternativt kan de betales av brukere der det er mange nok. En vei, gammel asfalt og infrastruktur kan gi nytte og glede over tid, men de er jo ikke særlig likvide og gir ikke en løpende pengestrøm i avkastning som kan brukes. Hvis investeringene går på bekostning av spareplanen i pensjonsfondet, vil det gå ut over framtidige generasjoner.