

Det glemte fondet

Av Steinar Juel, samfunnsøkonom i Civita

Innledning

Hva er hensikten med Folketrygdfondet? Svaret er ikke helt opplagt. Folketrygdfondet, eller Statens pensjonsfond Norge (SPN) som det nå heter, hadde en klar rolle da det ble etablert i 1967. Avgiftene som skulle finansiere folketrygden, ble fra starten av satt så høyt at trygdeordningen skulle gå med overskudd frem til nye pensjonister hadde fått anledning til å opptjene fulle pensjonsrettigheter. Etter vel 10 år ble det imidlertid slutt på overskuddene, blant annet fordi folketrygdens utgifter økte mer enn planlagt da minstepensjonen ble hevet kraftig. Etter 1979 har Folketrygdfondet hatt en uklar og skiftende rolle.

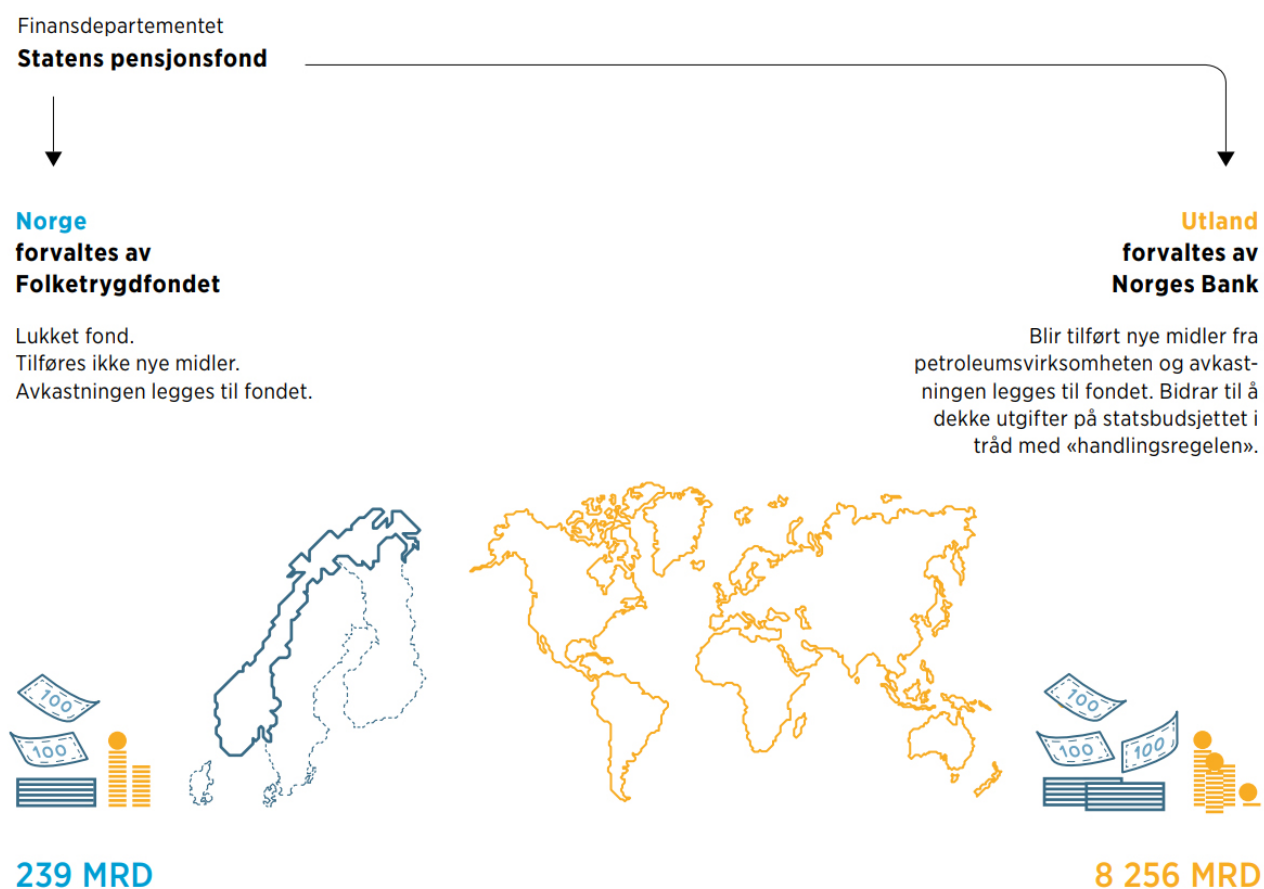
Jeg var selv, som medlem av Trygdefinansieringsutvalget tidlig på 1980-tallet, aktivt med på å foreslå at Folketrygdfondet skulle avvikles som en egen organisasjon, og at fondsmidlene heller burde forvaltes direkte av Finansdepartementet eller Norges Bank.¹ Regjeringen Brundtland fulgte opp forslaget, men Folketrygdfondet som organisasjon overlevde behandlingen i Stortinget.²

Gjennom historien har det vært mye politisk strid om Folketrygdfondet. Etter at fondet i 2005, sammen med Statens pensjonsfond utland (SPU), ble plassert under paraplyen Statens pensjonsfond, har Folketrygdfondet, eller rettere sagt SPN, levd en anonym tilværelse i skyggen av sin storebror SPU. SPN er blitt et lukket statlig investeringsfond, og er i største laget som aktør i det norske verdipapirmarkedet. I dette notatet argumenteres det for å ringe inn SPN ytterligere ved å gi det en klarere statsfinansiell rolle. Fondets andel av det norske verdipapirmarkedet bør ikke øke ytterligere, heller reduseres.

Folketrygdfondet i dag

Navnene Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond Norge brukes ofte om hverandre. Det korrekte er at selve fondet heter Statens pensjonsfond Norge (SPN), og det forvaltes av organisasjonen Folketrygdfondet. Folketrygdfondet er et særlovselskap, med eget styre og administrasjon, som er knyttet opp mot Finansdepartementet. SPN og SPU forvaltes helt adskilt. Paraplyen Statens pensjonsfond består i at de to fondene er regulert i samme lov, og at begge forvaltes etter mandater gitt av Finansdepartementet. Som illustrert i figur 1, er SPN, i motsetning til SPU, et lukket fond, det vil si at det ikke tilføres nye midler, og avkastningen akkumuleres i fondet.

Figur 1: Illustrasjon Statens pensjonsfond



Kilde: Figur fra Folketrygdfondets årsberetning for 2018

Per utgangen av 2. kvartal 2019 var verdien av SPN omlag 255 mrd. kroner, hvorav vel 52 prosent er plassert i norske aksjer, omlag 8 prosent i nordiske aksjer og tilsammen 40 prosent i norske og nordiske rentepapirer. Folketrygdfondet er en betydelig aktør i det norske verdipapirmarkedet. Per utgangen av 2018 utgjorde verdien av investeringene i norske aksjer omlag 5 prosent av det norske aksjemarkedet, og fondet eide 10 prosent av verdien av aksjene som inngår

i Oslo Børs' hovedindeks. Investeringene i norske rentebærende papirer utgjorde 4 prosent av utestående volum av obligasjoner og sertifikater.³ Antall ansatte i Folketrygdfondet er ca. 50.

I en søken etter en rolle etter at fondet ble løsrevet fra folketrygden, har Folketrygdfondet vært gjennom en turbulent historie, inklusive en nær døden-opplevelse. Fondet er noe helt annet i dag enn i 1967, men formålet er fortsatt uklart.

En turbulent historie⁴

Selv om det på 1960-tallet var bred enighet i Stortinget om etableringen av folketrygden, var det fra dag én strid om Folketrygdfondet. Folketrygden var basert på at arbeidstakere gradvis skulle opparbeide rettigheter til alderspensjon. Jo flere år en var i inntektsgivende arbeid og betalte folketrygdpremie etter at ordningen ble etablert, jo høyere pensjon skulle en få. For å få full pensjon måtte en være i inntektsgivende arbeid i 40 år. Det betydde at det ville ta 40 år fra 1967, da folketrygden ble etablert, til systemet var fullt gjennomført. Trygdeutgiftene ville være lave de første årene og så øke etterhvert som nye pensjonister fikk opparbeidet lengre opptjeningstid. Satsene for trygdepremiene ble imidlertid satt høyt fra dag én, slik at folketrygden skulle gå med overskudd, og overskuddet skulle samles i et eget fond.

De borgerlige partiene var bekymret for at fondet skulle bli for stort, bli en stor statlig maktfaktor, en bekymring som ikke ble delt av de sosialistiske partiene i Stortinget. Det var ingen som så for seg at fondet skulle investere i aksjer, bare i rentebærende papirer, men det var strid om hvilken type rentebærende papirer. Arbeiderpartiet, som var i mindretall, ønsket ikke at fondet skulle plassere penger som innskudd i ulike banker, men investere i obligasjoner og lån til ulike statlige utlånsinstitusjoner. Bankinnskudd ble av Arbeiderpartiet karakterisert som å subsidiere bankene. Da Arbeiderpartiet igjen fikk regjeringsmakt i 1973, ble Folketrygdfondet pålagt å trekke sine innskudd ut av bankene.

Et annet stort stridsspørsmål var organiseringen av fondet. Det borgerlige flertall fikk igjennom at fondet skulle ha en desentralisert struktur, med et lite sekretariat (på det meste fire personer) med et hovedstyre i Oslo, og fem distriktsstyrer rundt om i landet. Norges Banks avdelingskontorer skulle stå for plasseringen av fondsmidlene, noe som bidro til å forlenge avdelingskontorenes levetid. Sekretariatet og hovedstyret i Oslo fikk ingen fondsmidler til forvaltning. Arbeiderpartiet ønsket ikke en slik organisering, men en sentral forvaltning av fondet.

Folketrygdfondet ble ikke hva det det var tenkt, og det ble klart allerede i 1977. Da var inntektene til folketrygden mindre enn utgiftene, og ingen midler ble overført til fondet. Det ble da vurdert å dekke folketrygdens underskudd ved å trekke på fondet, noe som ikke ble gjort. De to etterfølgende årene hadde folketrygden igjen noe overskudd, men 1979 var siste året det ble overført penger til Folketrygdfondet. Etter det, det vil si nå i 40 år, har fondet vært lukket, ingen penger har vært tilført, og ingen har vært tatt ut, bortsett fra at fondets kontolån til staten ble nulltet i 2006.⁵ I årene 1967-79 ble fondet tilført 11,8 mrd. kroner, en kapital som har vokst til ca. 250 mrd. kroner i dag, etter nullingen av kontolånene.

For Folketrygdfondet bar årene etter 1979 preg av å være søken etter en eksistensiell mening. Apparatet med distriktsstyrer fremstod som ganske meningsløst og overdimensjonert når forvaltningsoppgaven bestod i å plassere et lukket fond i statlige papirer, i noen andre obligasjoner og i bankinnskudd. Hvert år ble det fra Finansdepartementet satt detaljerte rammer for hvor mye fondet skulle plassere i de ulike instrumentene. Folketrygdfondet var blitt et fond som Finansdepartementet enkelt kunne forvaltet selv ved hjelp av sin bank, Norges Bank. Som medlem av Trygdefinansieringsutvalget tok jeg dette opp i utvalget, og utvalget foreslo i sin utredning i 1984 at apparatet rundt Folketrygdfondet burde avvikles, og at fondet skulle forvaltes direkte av Finansdepartementet og Norges Bank.⁶ Som nevnt innledningsvis, fulgte regjeringen Brundtland opp forslaget, men fikk ikke tilslutning i Stortinget. Stortinget ga imidlertid tilslutning til avvikling av den desentraliserte forvaltningsstrukturen med distriktsstyrer. Slik Tore Lindholt⁷ skriver i historieheftet han skrev om Folketrygdfondet, ble han av finansråd Tormod Hermansen sommeren 1990 bedt om å ta et engasjement for å vurdere hva staten nå burde gjøre med fondet. Lindholt skriver:

«Han (finansråden) uttalte til og med at når man nå en gang skulle ha dette fondet med eget styre og en administrasjon, burde man kanskje vurdere om det kunne være en idé at fondet fikk anledning til å investere i aksjer?»

Og slik ble det, men ikke uten strid. Da Fremskrittspartiet (Frp) ved Tor Mikkjel Wara i februar 1990 i Stortinget foreslo at Folketrygdfondet skulle gis adgang til å investere i aksjer, fikk det bare stemmene til Frps representanter. Allerede i slutten av det samme året foreslo likevel regjeringen Brundtland i salderingsproposisjonen for 1991-budsjettet, at Folketrygdfondet burde få adgang til å investere i aksjer. Begrunnelsen var følgende:

«Bakgrunnen er dels den vilje Regjeringen har signalisert i EØS forhandlingene til å vurdere de bestemmelser i vår konsesjonslovgivning som forskjellsbehandler nordmenn og utlendinger, dels den allerede betydelig økte utenlandske eierinnflytelse i norsk næringsliv og dels en risiko for at en for lav egenkapitaltilgang til næringslivet kan svekke grunnlaget for vekst i realinvesteringene og i sysselsettingen.»⁸

Forslaget ble fulgt opp med en proposisjon til Stortinget i april 1991, hvor det ble angitt en ramme for de samlede aksjeinvesteringene på 10 prosent av fondet, og at aksjeinvesteringene skulle være et alternativ til plasseringer i private obligasjoner og bankinnskudd.⁹ Stortinget var delt i saken. Et flertall i Finanskomiteen bestående av Høyre, Kristelig Folkeparti, Senterpartiet og Sosialistisk Venstreparti gikk mot forslaget om at Folketrygdfondet skulle kunne investere i aksjer, mens Arbeiderpartiet, Fremskrittspartiet og Aune-lista støttet regjeringens forslag. Regjeringens opplegg ble likevel vedtatt, da flertallet i Finanskomiteen var i mindretall i Stortinget. Da aksjerammen ble utvidet til 15 prosent av fondet i 1992, var det med det samme flertallet og mindretallet. Da rammen igjen ble hevet i 1994, til 20 prosent av fondet, var det bare SV og Rød Valgallianse som stemte imot.

Diskusjonene om Folketrygdfondets aksjeinvesteringer var fortsatt ikke helt over. I utredningen som kom i mai 1995, reiste «Spare- og egenkapitalutvalget», ledet av tidligere sentralbanksjef Hermod Skånland, spørsmålet «om denne form for statlig eierskap er hensiktsmessig på lang sikt».¹⁰ Spørsmålet ble ikke fulgt opp politisk.

Det ble mange diskusjoner knyttet til Folketrygdfondet også i siste del av 1990-tallet og i de første årene etter tusenårsskiftet. Senterpartiet foreslo å døpe om fondet til «Statens investeringsfond», og det ble reist spørsmål om å dele fondet i to fond som skulle konkurrere om å oppnå best avkastning. Det var også mye oppmerksomhet om Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og rolle som aksjeeier. I 2000 ble fondets investeringsunivers utvidet til også å omfatte verdipapirer i de nordiske landene Danmark, Finland og Sverige, men innenfor en egen ramme. Bakgrunnen var at statens samlede eierandel av børnoterte aksjer begynte å bli svært høy. De årlige rammene for endringer i porteføljesammensetningen ble avvirket.

Den siste store endringen for Folketrygdfondet kom sent i 2005, da det som en del av pensjonsreformen ble besluttet å legge fondet inn under hatten Statens pensjonsfond, og gi det navnet Statens pensjonsfond Norge (SPN). Deretter har det vært ro om fondet, selv om det fortsatt er uklart hva meningen med det skal være.

SPN er blitt et lukket investeringsfond som er løsrevet fra finansieringen av folketrygden og fra statsbudsjettet for øvrig. Forvaltningsselskapet Folketrygdfondet fatter beslutninger om enkeltinvesteringer basert på et mandat gitt av Finansdepartementet, hvor det blant annet er angitt en referanseindeks. I årsberetningen for 2018 heter det at «*Folketrygdfondet er en ansvarlig, aktiv og langsiktig investor med mål om høyest mulig avkastning over tid*». Å hindre utenlandske oppkjøp av norske bedrifter, som var et sentralt motiv for å gi fondet adgang til å investere i aksjer tidlig på 1990-tallet, har ingen plass i det formålet og mandatet Folketrygdfondet i dag har.

SPNs referanseindeks består i dag av 60 prosent aksjer og 40 prosent rentebærende papirer. Referanseindeksen for aksjer består av 85 prosent norske og 15 prosent danske, finske og svenske aksjer. Tilsvarende gjelder for referanseindeksen for rentepapirer, hvor det i tillegg er lagt inn at 30 prosent av de norske rentepapirene er norske statspapirer.

Bør noe gjøres?

Folketrygdfondet, eller Statens pensjonsfond Norge (SPN), har i dag en ganske anonym tilværelse, og har i praksis kun som formål å bidra til statens finansielle sparing. Dette ble også angitt som et formål i St. meld 12 (2004-2005) om etableringen av Statens pensjonsfond. SPNs bidrag til statens finansielle sparing er imidlertid beskjedent. I perioden 2006-2018, det vil si i årene etter nedskrivningen av SPN med 100 milliarder kroner som følge av nullingen av kontolånene til staten, økte statens finanskapital (brutto) med drøyt 7000 milliarder kroner. SPN bidro med kun 130 milliarder kroner, det vil si snaut to prosent av økningen i finanskapitalen. SPN er på vel 250 milliarder kroner, et beløp Statens pensjonsfond utland (SPU) oppnådde i avkastning bare i andre kvartal 2019.

Fremover kan en se for seg tre alternativer for SPN:

SPN kan fortsette som i dag, som et lukket investeringsfond.

Selv om fondet er lite i statsfinansiell sammenheng, er det blitt i største laget som enkelt-aktør i det norske verdipapirmarkedet, særlig i aksjemarkedet. Ved utgangen av 2006 eide Folketrygdfondet

2,8 prosent av verdiene på Oslo Børs, en andel som var steget til over 5 prosent i 2018.¹¹ Eierandelen av Oslo Børs' hovedindeks var i 2018 hele 10 prosent. En så stor aktør har betydelig makt til å påvirke verdien på enkeltaksjer, og en stor langsiktig enkeltinvestor som dette kan gjøre markedet mindre likvid enn tilfellet ellers kunne vært. Det er ikke ønskelig at Folketrygdfondets andel av det norske verdipapirmarkedet blir større over tid, den bør heller bli mindre. Det kan løses på flere måter. Andelen som kan investeres i nordiske verdipapirer kan heves, eller man kunne utvide fondets investeringsunivers i Norge til andre aktiva enn noterte verdipapirer. Det forutsettes at fondet fortsatt skal ha høyeste mulig avkastning innenfor fastsatte rammer som mål.

Ved å fortsette som nå er det imidlertid en risiko for at et sovende fond som SPN plutselig «skal bli oppdaget» og bli brukt på en ikke-planlagt måte. Det kan tilsi at fondet bør ringes mer inn mens det er ro om det. I loven om Statens pensjonsfond er det i formålsangivelsen ikke angitt noe spesielt om anvendelsen for SPN.¹² Det heter i §1 at «Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter». Deretter angis det i §4 at SPNs inntekter er den avkastningen fondet oppnår og i §5 at «Midlene i Statens pensjonsfond kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget». Handlungsreglene er en planmessig regel for «beløpsmessig overføring til statsbudsjettet» fra SPU, mens overføringer fra SPN ikke er rammet inn på noen tilsvarende måte.

En mulig endring kunne være å inkludere SPN i grunnlaget for handlingsregelen.

Den finanspolitiske handlingsregelen sier at over tid skal 3 prosent av SPU brukes over statsbudsjettet. Enkeltår kan overføringene til statsbudsjettet være høyere eller lavere, avhengig av den økonomiske situasjonen i Norge og av endringene i SPUs verdi. Isolert sett ville en inkludering av SPN i beregningsgrunnlaget for handlingsregelen gitt et noe større finanspolitisk handlingsrom. Ut fra dagens handlingsregel og verdi på SPN, ville en slik endring gitt et engangsløft i det finanspolitiske handlingsrommet på 7,5 milliarder kroner. Det er et betydelig beløp, men likevel ikke større enn det regjeringen i revidert nasjonalbudsjett 2019 anslo at oljepengebruken i 2019 vil stige med i forhold til anslaget i det salderte budsjettet for 2019. I og med at det ikke kommer mer penger inn til SPN, kan en ikke vente noen ytterligere reell økning i handlingsrommet enn en slik engangsøkning.

Ved etableringen av Statens pensjonsfond ble muligheten for å knytte handlingsregelen til hele pensjonsfondet, ikke bare til SPU, nevnt, men avvist. Det ble gitt følgende begrunnelse (St. meld 12 (2004-2005)):

«Ved fortsatt å knytte handlingsregelen til kapitalen i Petroleumsfondet (Statens pensjonsfond utenlandsdel) vil budsjettunderskuddet framover også synliggjøre bruken av «oljepenger». Dersom handlingsregelen i stedet hadde vært knyttet til den samlede kapitalen i Petroleumsfondet og Folketrygdfondet, ville det langsiktige innstrammingsbehovet i statsfinansene ha økt. Regjeringen finner det ikke naturlig at etableringen av Statens pensjonsfond, som har som siktemål bl.a. å knytte statens formuesoppbygging nærmere med pensjonsforpliktelsene, skal ledsages av fondsløsninger som reduserer statens finansielle sparing.»

Dette er fortsatt en relevant vurdering. Til tross for at SPU i dag er betydelig større enn ventet i 2004-2005, da konstruksjonen med Statens pensjonsfond ble etablert, viser langsiktige fremskrivninger at det fortsatt vil bli behov for innstramninger når oljefondet slutter å vokse og eldrebølgen kommer for fullt. Det skyldes av bruken av oljepenger også har vokst mer enn det en så for seg i 2004/2005. I tillegg har forventet realavkastning i finansmarkedene falt, noe som førte til at handlingsregelen i 2017 ble redusert fra 4 til 3 prosent. Beregningene og vurderingene som lå til grunn for reduksjonen i handlingsregelen, pekte i retning av at en portefølje på 60-70 prosent aksjer og resten i rentepapirer, kunne påregne en langsiktig årlig avkastning på 2-3 prosent.¹³ En handlingsregel på 3 prosent er i utgangspunktet i høyeste laget og kan innebære at det fremover vil kunne bli tæret på SPUs realverdi.

Selv om mye er endret siden vurderingene i St. meld. 12 (2004-2005) ble gjort, er ikke behovet for å bygge opp finansielle buffere i staten særlig endret. Skulle man inkludert SPN i beregningsgrunnlaget for handlingsregelen, burde man samtidig redusert handlingsregelen, helst til 2,5 prosent. Da ville man vært tryggere enn i dag på at realverdien av fondskapitalen ville kunne opprettholdes over tid, og det ville blitt tatt noe høyde for at verdien av fondskapitalen i perioder trolig vil falle betydelig.

En tredje mulighet er å avvikle fondet og bruke kapitalen til å nedbetale statsgjeld.

En full avvikling av en så stor investor i det norske markedet ville vært en krevende operasjon. Selv om det ble gjort over mange år, ville det kunne skapt uro og lagt et press ned på prisene i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet. Statens bruttogjeld er dessuten ganske liten, per utgangen av 2018 var statsgjelden på 524 milliarder kroner.¹⁴ Den ville blitt nær halvert dersom SPN ble avvirket og brukt til å nedbetale ekstern gjeld. Markedet for norske statsobligasjoner er i utgangspunktet lite, og en ytterligere reduksjon kunne hatt uheldige effekter. Statspapirmarkedet (markedet for sikre papirer) er på mange måter utgangspunktet for det øvrige obligasjonsmarkedet. I tillegg har nye reguleringer etter finanskrisen av finansinstitusjoner og forsikringselskaper økt disse institusjonenes etterspørsel etter statsobligasjoner. En halvering av statsgjelden ville resultert i et svært lite og illikvid marked for norske statsgjeldspapirer.

Avsluttende merknader

Folketrygdfondets søken etter et formål etter at koblingen til folketrygden ble brutt i 1979, har vært turbulent. Fondet fungerer i dag som et statlig lukket investeringsfond, med i hovedsak norske noterte verdipapirer som investeringsunivers. Det var klokt å plassere fondet under hatten Statens pensjonsfond. Det har bidratt til ro om fondet, og i navnet gitt det en rolle. Selv om fondet er lite i en norsk statsfinansiell sammenheng, er det vokst til å bli en stor aktør i det norske verdipapirmarkedet. Det bør ikke bli større, og det burde helst vært mindre. Det kan tilsi at en bør justere noe på rammene for fondets investeringsmuligheter. Det er også argumenter for å begynne å bruke av fondets realavkastning, ved å inkludere det i beregningsgrunnlaget for handlingsregelen. En slik endring bør kombineres med å redusere handlingsregelen fra 3 prosent, helst ned mot 2,5 prosent. En slik reform vil ytterligere ringe inn fondets rolle og klargjøre dets formål, samtidig som det vil begrense sannsynligheten for at fondet skal bli en enda større aktør i det norske verdipapirmarkedet. Ved å redusere handlingsregelen vil en slik endring ikke føre

til høyere pengebruk over statsbudsjettet i dag, heller tvert i mot. Ut fra vurderinger og anslag på forventet avkastning i finansmarkedene i årene fremover, er en handlingsregel på 3 prosent i høyeste laget.

Notatet er skrevet av Steinar Juel, samfunnsøkonom i Civita

Civita er en liberal tankesmie som gjennom sitt arbeid skal bidra til økt kunnskap og oppslutning om liberale verdier, institusjoner og løsninger, og fremme en samfunnsutvikling basert på respekt for individets frihet og personlige ansvar. Civita er uavhengig av politiske partier, interesseorganisasjoner og offentlige myndigheter. Den enkelte publikasjonsforfatter(e) står for alle utredninger, konklusjoner og anbefalinger, og disse analysene deles ikke nødvendigvis av andre ansatte, ledelse, styre eller bidragsytere. Skulle feil eller mangler oppdages, ville vi sette stor pris på tilbakemelding, slik at vi kan rette opp eller justere.

Ta kontakt med forfatteren på steinar@civita.no eller civita@civita.no.

Sluttnoter

- 1 NOU 1984:10, avgitt 10 mars 1984.
- 2 St.meld. nr. 12 (1988-89) og Innst. S. 200 (1988-1989).
- 3 Folketrygdfondets årsberetning for 2018
- 4 Basert på Lindholt, Tore: «Hele folkes sparemidler. Utviklingen av Folketrygdfondets rammebetingelser og virksomhet», utgitt av Folketrygdfondet 17. juni 2014.
- 5 «Kontolån til staten» var kortsiktig likviditetslån til staten, og utgjorde ca. 100 mrd. kroner da det nedskrevet i 2006, i forbindelse med at Folketrygdfondet kom under paraplyen Statens pensjonsfond. Nedskrivningen av kontolånene innebar at SPN ble omlag halvert i størrelse, samtidig som statens bruttogjeld ble nedskrevet.
- 6 Se fotnote 1.
- 7 Administrerende direktør i Folketrygdfondet 1990-2004
- 8 Salderingsproposisjonen 1991
- 9 St.prp. nr. 69 (1990-91)
- 10 NOU 1995:16, «Fra sparing til egenkapital»
- 11 Folketrygdfondets årsberetninger for 2016 og 2018
- 12 «Lov om Statens pensjonsfond», lov nr 123 av 21. desember 2015. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-12-21-123>
- 13 Reduksjonen fra 4 til 3 prosent ble foreslått i Perspektivmeldingen 2017, og bygde på flere analyser, blant annet NOU 2016:18 («Mork-utvalget») og NOU 2015:18 («Thøgersen-utvalget»).
- 14 Revidert nasjonalbudsjett 2019