

Working Paper Series 4/14

NOEN BETRAKTNINGER OM OLJEFONDET

Arne Jon Isachsen CME/BI

Juni 2014



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian Business School

ISSN 1503-3031

Noen betraktninger om Oljefondet

Arne Jon Isachsen

Juni 2014

SAMMENDRAG:

Oljefondet bør vurdere å gå tungt inn i fast eiendom i andre land. Det vil innebære en god diversifisering, samtidig som vi unngår å bli for stor eier på verdens aksjebørser. En årlig rapport, modellert etter Norges Bank Watch, der en ekstern ekspertgruppe på godt norsk går gjennom forvaltningen av midlene på Oljefondet, kunne ha noe for seg. Nye og velmenende temaer i målfunksjonen for forvaltningen av Oljefondet, presset frem av politikere og interesseorganisasjoner, skal man vokte seg for.

Innhold

Innledning	3
Et riss av et fond	3
Opp og ned med Oljefondet	5
Etter finanskrisen	7
Arkitekturen for NBIM og SPU	7
Om å gjøre alle til lags	8
Politikk og legitimitet	10
Nærmere om begrepet risiko	11
Penger, prestisje og prestasjoner	11
Suksesskriteriet for Oljefondet	13
Behov for flere aktivaklasser?	15
Bør Stortinget sterkere inn i bildet?	17
Noen avsluttende merknader	19

Innledning

Statens pensjonsfond utland (SPU) – eller Oljefondet i dagligdags tale – har vært en suksess. Først og fremst fordi vi har klart å legge til side alle disse pengene i alle disse årene. Og dernest fordi forvaltningen av dem har vært ryddig og god.

Hensikten med dette notatet er å forsøke å se Oljefondet i et bredere perspektiv enn vanlig. Én ting er størrelse og avkastning. En annen ting er folkelig forankring og legitimitet.

To konkrete forslag, som rette myndigheter kan se nærmere på, om de vil, legges frem:

- Se til at en ekspertgruppe, som skriver godt og enkelt norsk, produserer en rapport om hvordan forvaltningen av oljemilliardene gjennomføres. Denne jobben står Norges Banks Investment Management (NBIM) for. Malen finnes; Norges Bank Watch som i februar i år la frem sin rapport for femtende året på rad. Representantskapet i Norges Bank, som er Stortingets kontrollorgan for vår sentralbank, kunne være en mulig initiativtaker til en NBIM-Watch.
- Oljefondet bør vurdere å gå tungt inn i fast eiendom. Om vi om et tiår eller to har tyve prosent av verdiene i fondet i fast eiendom i andre land, turde det innebære en god diversifisering, samtidig som vi unngår å bli for stor eier på verdens aksjebørser.

Et riss av et fond

Det er mindre enn tyve år siden de første kronene trillet inn på Oljefondet, eller Statens Petroleumsfond, som det den gangen het. I dag er SPU verdens største Sovereign Wealth Fund (SWF). Oljerike land i Midt-Østen, som lenge har pumpet opp mer olje enn oss, ligger bak oss på lista.

Oljefondet er kun investert i utlandet. Det betyr at når statens inntekter overstiger statens utgifter, saltes pengene ned ute. Dermed unngår vi uønsket etterspørselspress hjemme. Kunnskapen om dette demper incentivet pressgrupper og folk i næringslivet måtte ha for å prøve å få fatt på "billige" penger fra staten, se boksen under.

I starten ble midlene på Oljefondet investert som valutareservene til Norges Bank, det vil si i all hovedsak i likvide statsobligasjoner utstedt av andre land. Best slik, tenkte man, her har vi erfaring, og her er risikoen liten. Det passet fint når investeringshorisonten ikke var så lang. Men om pengene først skal brukes mange, mange år senere, er det da rimelig å tro at statsobligasjoner har liten risiko? Nei, ikke hvis historien har tendens til å gjenta seg. Hvilke historie tenker vi på? Jo, historien som sier at egenkapital, som er mer risikofylt på kort sikt – ved konkurs ryker eiernes penger først – har vist seg å gi langt bedre avkastning på lang sikt.

"Equity premium" som man snakker om i finansfaget, nemlig meravkastningen på aksjer utover avkastningen på obligasjoner, har man beregnet ligger på mellom fire og seks prosent når tidsperspektivet er mange tiår. Risikoen for ikke å få med seg denne meravkastningen tilsier at Oljefondet så absolutt bør eie en god del aksjer utstedt av utenlandske private

BOKS 1: LOOK TO NORWAY

Da Bill Clinton gikk av som president i USA i januar 2001, kunne Amerika glede seg over overskudd i statsfinansene. Etter prognosene som den gang forelå, lå den amerikanske stat an til å bli gjeldfri etter ti-tolv år. Det, mente daværende sentralbanksjef Alan Greenspan, ville være uheldig. For da måtte jo staten kjøpe innenlandske verdipapirer om overskuddene i statsfinansene varte ved. Men dermed ville man legge til rette for en sammenblanding av statens og de privates rolle – staten skal jo ikke eie aksjer og obligasjoner utstedt av bedriftene. Lobbyvirksomheten i USA, som allerede er altfor stor, ville det bli enda mer fart på ved at private foretak som trengte penger, ville gjøre sine hoser grønne for statlige byråkrater som forvalter de statlige overskuddene.

For å unngå en slik situasjon gikk Greenspan inn for skattelettelse. Det passet den nye presidenten George W. Bush bra. Velstående amerikanere som kom til å nyte særlig godt av lavere skatter, var også glade. Hadde ikke Greenspan, med den autoriteten han den gang nøy, gått så fullhjetet inn for en slik politikk, ville Bush hatt langt større problemer med å få Kongressen med på skattelettelse til de rike.

”Look to Norway” var det ingen som sa. Men det kunne man ha sagt. Hemmeligheten er å investere statens overskudd i utlandet. Nettopp hva NBIM, eller Norges Bank Investment Management, gjør. Som er forvalter for pengene som Finansdepartementet eier. Og som gjør at norsk næringsliv overhodet ikke har tilgang på disse pengene.

foretak, og ikke bare obligasjoner, eller gjeldspapirer, utstedte av ulike lands regjeringer. Etter et par års tid ble det således bestemt at fondet skulle investere 40 prosent i aksjer og 60 prosent i obligasjoner. Ni år senere, i 2007, ble rollene byttet; 60 prosent i aksjer og 40 prosent i obligasjoner.

Våren 2010 gikk man ett skritt videre. Finansminister Sigbjørn Johnsen besluttet at NBIM skulle starte prosessen med å bygge ned obligasjonsbeholdningen med fem prosentpoeng, og ta disse pengene og investere dem i fast eiendom. Senere ble det besluttet at det innen disse fem prosentene også skulle være rom for investeringer i unoterte selskaper (eller ”private equity” som det heter).

Siste utspill i denne anledningen kom sentralbanksjef Øystein Olsen med ved årstalen i februar 2014: ”På lang sikt kan en obligasjonsandel på 20-25 prosent trolig være tilstrekkelig for å ivareta den forsikring mot kursfall i aksjemarkedet som fondet trenger.” Implisitt her ligger vel antakelsen om at ”equity premium” i fremtiden også vil være hyggelig – man trenger bare obligasjoner i den grad man har behov for ”forsikring mot kursfall i aksjemarkedet”. Men er nå det så sikkert da?

”Man kan ikke to ganger stige ned i den samme elven”, sa den greske filosofen Heraklit. At aksjer gir en solid meravkastning i de neste hundre år, slik de har gjort i det foregående hundre år, kan ingen med sikkerhet vite.¹

Opp og ned med Oljefondet

Hvor godt har SPU gjort det? Rimelig bra vil vel de fleste mene. På plussiden kommer en temmelig rask etablering av dette fondet, med en profesjonell ledelse, lave kostnader, god styring innen rammen av Norges Bank og stor åpenhet. Ros må også fondet finne seg i for dets evne til å holde hodet kaldt da finanskrisen kom kastende på oss. Mens aksjekursene raste verden over høsten 2008, og ”alle” solgt aksjer, fortsatte NBIM å kjøpe aksjer. Ikke bare fordi oljekroner trillet jevnt og pent inn på konto. Men også fordi markedsverdien av aksjebeholdningen synker når kursene faller. Med mål om seksti prosent i aksjer, må man kjøpe mer aksjer når kursene her faller raskere enn kursene på fastrentepapirer.

I denne sammenheng kan det passe å minne om finansminister Kristin Halvorsens glade budskap i VG i juni 2009: ”Ingen tidligere år har vi fått så mang aksjer for et fat olje som i 2008”, sa hun. Den fødte optimist.

Det manglet ikke (og mangler ikke) på ”eksperter” som vet å rådgi NBIM i forvaltningen av midlene. I fremste rekke her finner vi suksessinvestoren Øystein Stray Spetalen. Han vil at NBIM skal gå ut av aksjer og inn i statsobligasjoner. Hadde man fulgt Spetalens råd i etterkant av finanskrisen, ville fondet vært hundrevis av milliarder kroner mindre i dag enn hva tilfellet er. Det skyldes at prisen på aksjer har steget kraftig siden bunnen ble nådd på tampen av 2008.

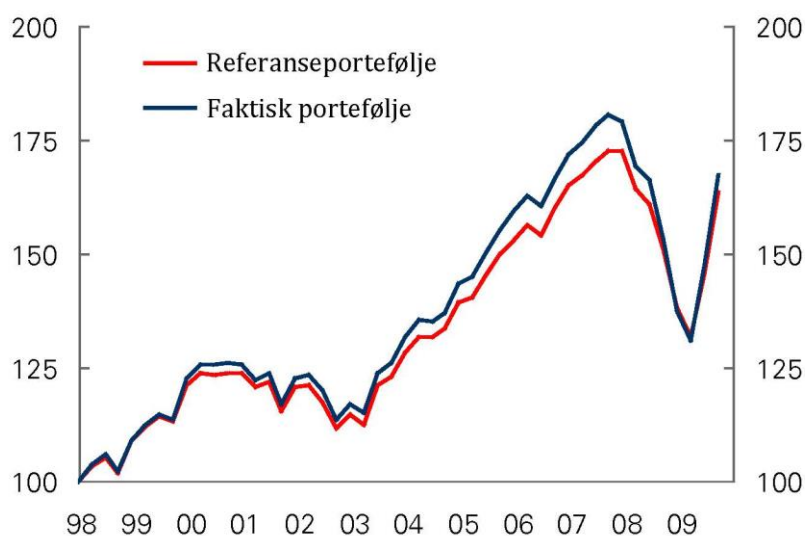
Hva gjelder tabber vil jeg trekke frem en stor og en liten. Den lille først – nemlig investeringen i det unoterte selskapet Delta Topco som eier rettighetene til Formel 1. I mai 2012 kjøpte NBIM aksjer her for 1,8 milliarder kroner. En god uke senere ble den planlagte børsnoteringen av selskapet skrinlagt. Dermed falt en viktig forutsetning for kjøpet bort. Men NBIM ble likevel sittende med aksjene. Det angrer man på. Lederen i Delta Topco ble senere tiltalt for grov korrupsjon.

Den store tabben lar seg best belyse med grafen under. Her viser den røde linjen akkumulert avkastning på referanseporteføljen – det vil si den porteføljen av verdipapirer som NBIM sammenligner seg med – mens den sorte linjen viser avkastningen på selve fondet. Men hva er tabben?

¹ Til dette har Runar Gulhaugen, som har lest nøye gjennom notatet, gitt følgende anmerkning: ”Jeg er enig i at ingen kan vite om aksjer gir en solid meravkastning i de neste hundre år, men jeg tror det i vårt økonomiske system nærmest er en nødvendighet at bedrifter oppnår en totalavkastning som i det lange løp er høyere enn lånerentene, og at derved egenkapitalen får en høyere avkastning enn långiverne. Dersom dette ikke var tilfelle, ville etter hvert de aller fleste virksomheter gå konkurs og systemet mer eller mindre bryte sammen.”

De to linjene følger hverandre temmelig pent. Ved nøyere granskning vil du oppdage tre ting. For det første at den sorte og den røde linjen følger hverandre veldig nært fra 1999 og frem til 2003/04, med den sorte tidvis noe over, dvs. med noe bedre avkastning på fondet enn for referanseporteføljen som man måles mot. Fra 2004 til 2007/08 blir det temmelig jevnt og trutt større avstand mellom de to linjene. Folkene i NBIM har grunn til slå hverandre på skuldrene. Se hvor flinke vi er.

Figur 1: Relativ Avkastning – SPU



Kilde: http://www.nbim.no/globalassets/documents/news/2010/slyngstad_charts_20_01_2010.pdf

Men så – i tredje kvartal 2008 – er festen over. De to kurvene klapper sammen igjen samtidig som de begge faller som steiner. For Norge er fallet det mest alvorlige. Gjennom 2008 tapte Oljefondet 633 milliarder kroner. For NBIM er det at kurvene klapper sammen det mest alvorlige. Fordi det viser at meravkastning med ett blir mindreavkastning. Av de 633 tapte milliardene må 70 tilskrives såkalt aktiv forvaltning – nemlig at man investerer på annet vis enn hva indeksen tilsier. Hvorfor det? Fordi man tror man kan slå indeksen. Hvilket man da også gjorde stort sett frem til den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs høsten 2008, og finanskrisen var over oss.

Etter at man hadde fått en betydelig mindreavkastning i 2008, og dermed mistet alt akkumulert overskudd for de foregående ti årene (den røde og den sorte linjen er atter oppå hverandre), ble det satt i verk en grundig analyse av hva som gikk feil. Blant de engasjerte ekspertene finner vi professor Andrew Ang ved Columbia Business School i New York. Han mener at Yngve Slyngstad, sjefen for NBIM, tar feil når han hevder at tabbene som forårsaket de 70 milliarder kronene i ekstra tap, bare lot seg avdekke i etterkant. På en norsk blogg skriver professor Ang følgende:

” ... the rolling analysis shows that a large part of the fund’s active losses could have been anticipated because of the large factor exposures computed ex ante.”²

Det sentrale her er de to siste ordene, ”ex ante”, hvilket altså betyr at med riktige analyser i forkant kunne man ane hva som lå i kortene og unngått mye av de 70 milliarder kroner i ekstra tap. Som blant annet skyldtes stor eksponering til obligasjonsmarkedet for amerikanske boliglån, en eksponering som i noen grad var basert på lånte penger. I etterkant påpekte Riskrevisjonen den mangelen som ligger i fravær av regelverk for belåning av porteføljen, og trakk også frem behov for et regelverk for utlån av verdipapirer.

Etter finanskrisen

Hvordan har det så gått med SPU etter finanskrisen? En mindreavkastning i 2008 ble snudd til en meravkastning i 2009. Man var flinke og heldige og tok igjen det tapte. Som nevnt over, politikere og embetsverk fortjener ros for at de da finanskrisen raste som verst, holdt hodet kaldt og fast på strategien 60/40 fordeling mellom aksjer og obligasjoner. I denne perioden hadde de vel også hendene fulle med viktigere ting; nemlig å redde et bankvesen på kanten, og å se til at en skrantende norsk økonomi red stormen fra vest av. Også dette lyktes man meget godt med.

Avkastning fra 2008 og til og med 2012 er grei nok. Målt mot seksten andre fond av samme karakter, gjør SPU det verken markant bedre eller dårligere. Her er hva CEM Benchmarking har å si om saken:

”I femårsperioden (frem til og med 2012) oppnådde Norges Bank en gjennomsnittlig årlig meravkastning før kostnader i aksjeforvaltningen på 0,0 prosentenheter, mens sammenlikningsgruppens median var 0,5 prosentenheter. Renteforvaltningens gjennomsnittlige årlige meravkastning i perioden var 0,4 prosentenheter, mens den typiske meravkastningen for sammenlikningsgruppen var 0,5 prosentenheter.”³

Arkitekturen for NBIM og SPU

Mens selve forvaltningen av alle oljepengene bare har vært middels god grunnet den harde medfarten NBIM fikk under finanskrisen, er selve arkitekturen bak fondet, og hvordan det fungerer i den store sammenhengen, intet mindre enn imponerende. Synes jeg.

Handlingsregelen – at vi bare skal bruke fire prosent av Oljefondet hvert år, dvs. forventet realavkastning – har vært en genistrek. Det å legge forvaltningen av fondet inn under Norges Bank, i en egen avdeling, Norges Bank Investment Management (NBIM), har tilsvarende vært en udelt suksess.

² <http://larshaakon.blogspot.no/2010/01/seminar-om-aktiv-forvaltning-i.html>.

³ Sakset fra redegjørelsen som Finansdepartementet selv sendte ut. CEM Benchmarking er et canadisk selskap som blant annet foretar sammenligninger (benchmarking) over selskaper og instrumenter. http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/publikasjoner-om-statens-pensjonsfond---/rapport-fra-cem-benchmarking-om-staten-7.html?id=751894

Mens handlingsregelen sikrer at ivrige politikere må holde fingrene fra fatet, og særinteresser ikke når frem med sine glitrende forslag om hva oljepenger skal brukes til, har etableringen av NBIM tilsvarende gjort at norske formuesforvaltere er pent nødt til å holde labbene unna. Det samrøre vi ville kunne ha fått dersom norske finansinstitusjoner skulle fått hver sin "andel" av oljepengene til forvaltning, tør jeg knapt tenke på. Miljøer preget av høy sigarføring og høye smørrebrød ville trolig blitt enda høyere.

Statens pensjonsfond utland er i en unik posisjon. Mange penger. Lang horisont. Høy integritet. Med lite behov for likviditet kan man ta posisjoner for det lange løp. For forvaltere av kapital er det stor stas å få mandat fra Oljefondet. Prestisjen som følger med, kan gjøre det lettere å markedsføre sine tjenester på annet hold. Alt dette gjør at NBIM står godt rustet til å få gode avtaler til lave priser.

Den sobre stilen som NBIM tross alt er preget av, og som skyldes at den ligger innunder Norges Bank og det nøkterne miljøet som vår sentralbank er en eksponent for, ville vi sett mindre av. Forvaltningskostnadene ville blitt klart høyere. Det skyldes ikke bare høyere lønn og større bonus om private aktører hadde stått for forvaltningen. I privat regi ville langt flere talentfulle mennesker brukt sin tid og sine talenter på forvaltningen av statens oljeinntekter. De stordriftsfordelene som NBIM har – det finnes knapt noe fond i verden hvor antall milliarder kroner pr. ansatt er høyere – ville blitt markant mindre ved desentralisert, privat forvaltning.

En annen side av saken er at i land preget av stor finansiell aktivitet, har inntektsforskjellene tendens til å øke. Problemet med et "forskjells-Norge" som vi nå ser konturene av, ville vært større om private aktører hadde stått for forvaltningen av oljemilliardene. Kongeriket står seg bedre på å utdanne flere sivilingeniører fremfor flere "finansielle ingeniører".

På 1940-tallet stod bank og finans for to prosent av bruttonasjonalproduktet i Amerika, nå er tallet kommet opp i åtte prosent, konstaterer tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan i et intervju i Financial Times i oktober 2013. Det er et problem man ikke snakker om. Greenspan innrømmer at han ikke selv skjønner hvorfor folk i den ikke-finansielle delen av økonomien kjøper alle disse tjenestene. Som mange av dem er så kompliserte at han og folkene hans i Fed bare delvis forstod hvordan de fungerte.⁴

Om å gjøre alle til lags

Statens pensjonsfond utland er ikke et hvilket som helst fond. Vi er alle eiere av penga – i gjennomsnitt én million kroner pr. nordmann. Men hver enkelt av oss som lever i dag, kan ikke banke på døra til Norges Bank og be om å få penga utbetalt. Det er avkastningen av midlene vi har å rutte med. Og om modellen holder, vil fremtidige generasjoner så langt øyet rekker, ha tilsvarende glede av fondet og den avkastningen det forventes å gi.

Som eiere er vi med å bestemme over midlene gjennom de politiske valg vi gjør. Slike valg er gjenstand for en kontinuerlig debatt i samfunnet. Slik skal det være i et demokrati.

⁴ <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/25ebae9e-3c3a-11e3-b85f-00144feab7de.html#axzz2xjRT5WJV>

Venstresiden vil at mer av midlene skal investeres i Afrika, i grønn teknologi, til bevaring av regnskog, til bistand og fattigdomsbekjempelse, og andre gode saker. Samtidig er nok de fleste også på denne siden av midtgangen opptatt av egne pensjoner og egne rettigheter, samt av hvordan velferds-Norge i månedene og årene fremover utvikler seg.

Folk på Høyresiden ivrer gjerne for en mer aktiv forvaltning av midlene. Tildragelsen med investeringen i Formel 1 gjorde imidlertid at NBIMs engasjement i enkeltforetak fikk seg et skudd for baugen. Videre ser folk på Høyresiden med velvilje på fremstøt fra den norske finanssektoren om å kunne ta mer del i forvaltningen av midlene.

Begge har fått litt. Venstresiden jubler over Etikkrådet som vi fikk i 2004. Og som med stor iver hiver ut selskaper som ter seg uetisk. Høyresiden er tilfreds med at finansminister Siv Jensen varslar muligheten for å investere i infrastruktur i andre land. Om slike investeringer finner sted i utviklingsland, vil trolig Venstresiden juble med. Norfund – det norske statlige fondet for investering i næringsvirksomhet i utviklingsland – er også noe Venstresiden vel kan tolerere at Høyresiden har fått til. Norfunds engasjerte sjef, Kjell Roland, lar sjelden en anledning gå fra seg for å fremme saken – nemlig at statlige midler til Norfund bør økes markant – gjerne på bekostning av NBIM.

”Vårt oppdrag er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner”, heter det på første side i NBIMs årsrapport for 2013. På side 11 i samme rapport slår sentralbanksjef Øystein Olsen fast at målet med SPU ”... er å oppnå høyest mulig avkastning på lang sikt innenfor moderat risiko.” Eller som det heter på side 14 i Melding til Stortinget 27 (2012-2013) om forvaltningen av Statens pensjonsfond:

”Utgangspunktet for arbeidet med investeringsstrategien for SPU er å søke å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko.”

Dette mantraet gjentas ved en hver anledning. Hensikten er å få alle med på notene; Oljefondet er primært til for å sikre det norske folk gode økonomiske kår hele veien inn i en fremtid som ingen ende tar. Under diskusjonen av ansvarlig investeringsvirksomhet i årsrapporten heter det (side 40) at man følger opp de selskapene der fondet har de største investeringene ”fordi disse selskapene har størst betydning for fondets avkastning og risiko.” Og på neste side, man fortsetter arbeidet ”med å tilpasse porteføljen når det gjelder risiko knyttet til miljø og sosiale forhold som kan ha betydning for fondets avkastning”.

Fondets avkastning i sentrum. Under bibetingelse at man ter seg skikkelig. Ikke eie aksjer i selskap som ikke tar høyde for barns rettigheter, som bidrar til økt klimarisiko, eller som driver rovdrift på verdens vannressurser.

Politikk og legitimitet

Det er neppe noen stor hemmelighet at Utenriksdepartementet (UD) og Finansdepartementet (FIN) tidvis har ulike eller motstridende interesser. UD-folk har tendens til å ville gjøre politikk ut av det meste. Det kan lett skape manglende oversikt. FIN-folk har mer sans for faste regler og forutsigbar atferd. Ordning och reda, som svenskene sier.

For SPU er avkastning og risiko det sentrale. FIN bestemmer. Men også folk i UD forstår at det å skulle gjøre alt til politikk, ville kunne bli temmelig slitsomt over tid. Erfaringen med uttrekk av amerikanske Walmart, verdens største butikk-kjede, fra porteføljen til Oljefondet, og all pepperen Norge fikk av den amerikanske ambassadøren i etterkant, frister neppe til gjentakelse. Og klokskapen i å hive ut Boeing fordi dette amerikanske selskapet har med produksjon av atomvåpen å gjøre, hvor stor var den? Når det nettopp er de samme atomvåpnene som gjør at vi kan sove godt om natten, vel vitende at NATO og USA er på vår side om noe skulle skje. Og det at "noe skulle skje" er med ett blitt mindre fjernt etter Russlands overtakelse av Krim-halvøya – med våpen i hånd.

Handlingsregelen begrenser dum atferd i bruken av oljepengene. Høyest mulig avkastning for gitt risiko, gjør det samme for forvaltningen av disse pengene. Begge deler er robuste saker som er greie å forstå. Og dermed også temmelig uproblematisk å etterprøve. Har Regjeringen fulgt handlingsregelen? Hvis ikke, hvorfor ikke? Har NBIM sikret en god avkastning innen rammene for risiko? Eller enklere sagt, har avkastningen vært omtrent på indeksen, eller helst litt bedre, over de siste 12-15 årene? En så lang horisont må til for en slik vurdering. Som vi vel har sett i dette notatet.

Et annet spørsmål er hvorvidt man makter å trekke lærdommene ut av tabbene. Jeg blir litt engstelig når jeg i møte med forskere i Norges Bank oppdager at de ikke har hørt om Hyman Minsky, en forsker som etter at han var gått i graven, har fått fornyet oppmerksomhet rundt sine arbeider om finansielle kriser. Det originale i Minskys arbeider var hans fokus på kreditt og hvordan markeder for kreditt stadig ender opp med å gå av hengslene. Det hele starter ved at rimelig kreditt gir opphav til spekulativ atferd og høyere formuespriser. Som i sin tur gir bedre sikkerhet for ny kreditt, som fører til enda høyere priser etc. inntil med ett nok er nok. Og boblen sprekker. "The Minsky Moment" kaller man det. Og var precis hva som inntraff den 16. september 2008 da Lehman Brothers gikk konkurs.

Siden bobler ikke er gjengs i tradisjonell finansteori, ble Minsky satt på sidelinjen. At han fremsatte sin teori ved hjelp av ord uten bruk av matematikk trakk i samme retning. Dessuten opererte Minsky med begreper fra psykologien som i tradisjonelle økonomers ører innebærer fravær av rasjonalitet. Det skal den seriøse økonom ha seg frabedt.

At forskere i Norges Bank ikke er kjent med Minsky, synes jeg er underlig. Man kan ikke ha unngått å ha støtt på Hyman Minsky og hans teorier om man en gang i blant de siste fem-seks årene har bladd gjennom Financial Times eller The Economist. Tilbudet om å kjenne virkeligheten her og nå, slik den formidles av topp skribenter i disse to avisene, burde vel en hver forsker i en sentralbank benytte seg av. Eller?

Nærmere om begrepet risiko

Den absolutte risikoen for pengene våre på Oljefondet bestemmes i all hovedsak av fordelingen på ulike aktivaklasser. Den relative risikoen måles ved fluktusjon i avkastningsforskjellen mellom egen portefølje og referanseporteføljen.

Om man holder eksakt samme papirer i egen portefølje som i referanseporteføljen, svinger avkastningen av de to helt i takt. Den relative risikoen, målt ved svingninger (eller volatilitet) i avkastningsforskjell, er null. Om man i indeksen har statsobligasjoner og i egen portefølje obligasjoner basert på pantelån til boligeiere, og disse siste lånene har hele veien 50 punkter høyere avkastning (dvs. 0,5 prosentpoeng), blir også volatiliteten lik null. Til tross for at porteføljen har helt ulike papirer.

Slik var det en lang stund. NBIM plukket pent opp punkter på det som senere ble kalt "subprime loans", og som halvstatlige institusjoner i USA hadde utstedt obligasjoner på bakgrunn av. Men risikoen slik den måles var helt moderat. Hvorfor? Fordi spreaden – eller forskjell i effektiv rente på de to typer papirer – var temmelig konstant.⁵

Når spreaden gikk ut etter Lehman-konkurs i september 2008, opphørte harmonien mellom referanseindeksen for obligasjoner og selve porteføljen av obligasjoner. Den målte risikoen steg. Det ville den gjort selv om NBIM hadde sittet helt stille, og verken solgt eller kjøpt en eneste obligasjon. Det motsatte hendte i 2009; den utvidede spreaden kom inn igjen. Hvilket igjen gav stor målt risiko. Men denne gangen tjente de som satt med kommersielle papirer snarere enn statsobligasjoner godt – renten på de førstnevnte falt, hvilket betyr at kursen på dem steg.

Penger, prestisje og prestasjoner

Å holde styr på verdipapirer som i verdi overstiger fem tusen milliarder kroner, krever et oppegående miljø for forvaltning. Vi kan ikke "sette bort" et slikt beløp til eksterne forvaltere. Vi må ha noen på hjemmebanene som kan dette. Og kan det skikkelig. Som er i front på forskningen om temaet. (Og som gjerne også leser Financial Times og The Economist med jevne mellomrom.)

NBIM trenger tre ting. Penger, prestisje og prestasjoner.

De som jobber der må få god lønn. Det gjør de. Men likevel langt unna hva mange av dem kunne fått andre steder. Lederen gikk over til fast lønn uten bonus etter finanskrisen.

Prestisjen er tung og god. NBIM er et bra sted å si at man jobber i. Det – i tillegg til at NBIM nok er et mer fredfylt sted å være en Goldman Sachs, med regulert arbeidstid og gode ferier – gjør at mange lever godt her med mindre lønn.

⁵ Norges Bank og Finansdepartementet burde vel hele veien ha vært seg bevisst at fondet i mange år høstet forsikringspremier for en kredittrisiko som materialiserte seg under finanskrisen (kjøpte papirer med halerisiko), og ikke skrytt av dette som meravkastning oppnådd ved aktiv forvaltning.

Prestasjonene må være gode om prestisjen skal holdes oppe. Å slå indeksen man måles mot burde ikke være så vanskelig. NBIM har mindre behov for likviditet enn andre fond. Lite likvide papirer må kompensere for dette ved høyere forventet avkastning. Ergo, om du ikke jakter så ivrig på likviditet, kan du laste opp fondet med en del mindre likvide papirer, og på den bakgrunn forvente å få noe høyere avkastning enn indeksen.⁶

Det underliggende og sentrale temaet er legitimitet. Har måten vi samler opp, forvalter og bruker oljepengene på bred støtte i det norske folk? Jeg tror det. Og er imponert over politikere og embetsverk som har fått dette til.

Det aller meste av fokus i diskusjonen om Oljefondet går på hvor godt NBIM gjør det målt mot referanseindeksen. Det er litt som å skyte spurv med kanoner. Det som virkelig betyr noe for hvor godt pengene i fondet vil yngle, er valget av indeksen.

Etter finanskrisen har aktiv forvaltning i stor grad måtte vike plassen for arbeidet med å finne frem til en egnet indeks å måle fondet mot. Det betyr at finansielle derivater nå brukes langt mindre enn tidligere. Det er bra.

BOKS 2: HARVARDS FOND – BYGGET OVER EN ANNEN LEST ENN OLJEFONDET

Nylig kom boken *Capital in the Twenty-First Century* ut, skrevet av den 42 år gamle franske professoren Thomas Piketty. Boken har vakt berettiget oppsikt. Ikke bare på grunn av temaer som tas opp – få er uten meninger om hva som er passende og rettferdig fordeling av inntekt og formue – men også fordi boken er så godt skrevet. Professoren trekker på innsikt fra mange hold. Skjønnlitterære forfattere som Jane Austen og Honoré de Balzac har en ikke liten plass i denne verdifulle studien.

Piketty er opptatt av de store spørsmålene. Hvordan har utviklingen i inntekt og formue vært de siste par hundre år? Hvorfor har fordelingen blitt som den har blitt? Hva er rimelig og rettferdig? Er demokrati forenlig med store forskjeller? Hva ligger i kortene for årene fremover? På det siste spørsmålet er Piketty temmelig pessimistisk. Med avtakende befolkningsvekst og generelt lavere økonomisk vekst, vil utviklingen siden 1980, som er preget av klart tiltakende forskjeller, trolig fortsette.

Boken gir et detaljert bilde av inntekts- og formuesfordeling i Frankrike, Storbritannia, USA og en mengde andre land. Piketty er opptatt av å stille de rette spørsmålene snarere enn å briljere med avansert matematikk og fancy metoder. Med en doktorgrad i økonomi bestående av "several relatively abstract mathematical theorems" som slo godt an i profesjonen, kan han slappe av her. Tid og krefter brukes i stedet på nitid søken etter informasjon og innsikt, ved kreativ og omfattende gjennomgang av ulike kilder og data.

⁶ I brev til FIN skriver Norges Bank den 2. februar 2012 dette: "Det er kombinasjonen av en lang tidshorison, ingen løpende likviditetsbehov og en tålmodig eier som innebærer at fondet kan være spesielt godt egnet til å påta seg særskilte typer risiko." (Sitert fra Melding til Stortinget, Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2012, side 19.)

Nær seks av de nær seks hundre sider tekst boken består av (i tillegg kommer noter, henvisning til litteratur og indeks), er viet forvaltningen av universitetsfond i USA, 850 i tallet, med en samlet pott på 400 milliarder dollar, litt mindre enn det halve av vårt eget SPU.

I perioden 1980-2010 hadde de tre største fondene (Harvard, Yale og Princeton) sett under ett en gjennomsnittlig årlig realavkastning etter forvaltningskostnader på 10,2 prosent. Det var det dobbelte av avkastningen til de mindre fondene. Og uten at volatiliteten i avkastning var markant forskjellig. "... the higher returns of the larger endowments are not due primarily to greater risk taking but to a more sophisticated investment strategy that consistently produces better results", konkluderer professoren (side 450).

De store har fordel av stordriftsfordeler, sier Piketty. Og legger til at de også er flinkere enn de små. Flinkheten går i stor grad på satsning på "alternative investments", slike som "private equity funds and unlisted foreign stocks, ... derivatives, real estate, and raw materials". For de vel seksti universitetsfondene som alle har én milliard dollar eller mer under forvaltning, er mer enn 60 prosent i "alternative investments".

Å investere i slike alternative produkter koster. For Harvard, som sitter på det største fondet, hele 30 milliarder dollar, utgjør de årlige forvaltningskostnadene i overkant av 0,3 prosent pr. år, eller fem-seks ganger mer enn hva SPU må ut med. Men når disse 0,3 prosentene er med på å gi en avkastning på 10 prosent snarere enn 5 prosent, er dette "... obviously a good deal".

Suksesskriteriet for Oljefondet

Som nevnt har Regjeringen annonsert at den gjerne ser at inntil fem prosent av verdiene i SPU er i fast eiendom. I og med at slike investeringer krever veldig mye grundigere forarbeid for investor enn det å kjøpe aksjer og obligasjoner på velfungerende børser, tror jeg det tar mange år før disse måltallene nås – om de noen gang gjør det. Men la gå, legg til grunn at NBIM lykkes med å komme opp til de fem prosentene for sine aktiviteter på disse områdene. Hvilket fort vekk vil kreve en dobling i antall ansatte i NBIM, når man sammenligner med andre fond som driver med slikt.

Hva gjelder meravkastningen ved slike investeringer, hva kan man påregne her? Det er avhengig av hvem du spør. La oss være optimistiske – si at meravkastningen på disse fem prosentene over tid er to prosent pr. år. Med 5.000 kr i bønn (vi bruker milliard som måleenhet) vil to prosent av fem prosent utgjøre 0,1 prosent. Og null komma én prosent av fem tusen er 5. Hvilket i denne sammenheng er fem milliarder kroner. Det er mye penger på ett enkelt år.

En annen og bredere tilnærmingen til temaet er dette: Hva skal vi legge til grunn som suksesskriterium for NBIM og Oljefondet? Myndighetenes svar av i dag – "å oppnå høyest

mulig avkastning på lang sikt innenfor moderat risiko”, blir for enkelt. Hvorfor det? Fordi denne formuleringen bare tar høyde for den ene siden av saken; hva vi skal gjøre med oljepengene. Den andre siden av samme sak må også med i bildet; hva oljepengene gjør med oss. Blir vi late, kravstore og dorske på grunn av denne rikdommen? Eller blir vi innovative, nysgjerrige og flittige?

Hvordan operasjonalisere eller måle om tingene er på plass? Et temmelig paradoksalt svar går slik: *Oljefondet er en suksess når folk er lite opptatt av det.* For det betyr at vi går til vår daglige dont uten hele tiden å skulle skue hen til alle pengene på bok. Slik skuing kan nemlig lett føre til mindre konsentrasjon i arbeidet, og til mer fokus på egne krav og plager. Som i noen grad kanskje vil kunne la seg avlese i en synkende andel av arbeidsføre i arbeid.

Det er viktig at brede lag i det norske folk synes måten myndighetene håndterer oljeformuen på er ”helt ålreit”, som Odd Børretzen sang. For hvis ikke folk flest synes det, legges kimen til et samfunn i splid med seg selv.

BOKS 3: LEK MED TALL

Fem milliarder kroner i mulig meravkastning ved å gå tungt inn i fast eiendom og av den grunn doble antall ansatte i NBIM, er det bryet verdt? Fem milliarder kroner er mye penger. Men sammenlignet med de 70 milliardene vi muligens svei av unødvendig under finanskrisen, ikke så mye. Bedre å holde fokus stramt på finansielle investeringer for å øke sjansen for ikke å gjøre samme tabben en gang til?

Den opphopningen av finansielle operatører og finansielle ingeniører i Oslo som en utvidelse av virksomheten til NBIM vil medføre, vil den egentlig gjøre folk i hovedstaden og i Kongeriket godt? Vil vi at Oslo skal bli et finanssentrum? Med tilhørende økende fokus på penger og tiltakende økonomiske ulikheter.

Om investeringer i infrastruktur eller fast eiendom i utlandet skulle gå sure, vil det være en større belastning for NBIM enn om man taper tilsvarende på finansielle plasseringer? En bomvei i Afrika som folk der ikke lenger vil betale for, er en håndfast ting som folk i Norge kan forholde seg til. Blir det lettere et politisk problem av realøkonomiske investeringer som mislykkes, enn av rene porteføljeinvesteringer som mislykkes? Vil Norges omdømme i utlandet falle kraftig om vi satte i gang en prosess for på fullt lovlig vis å drive inn penger lånt ut til bomvei i Afrika?

Tidlig i april 2014 kom flyktning nummer én million fra Syria til Libya. Ekstra utgifter for Libanon ut dette året som følge av å ha mottatt så mange flyktninger, er beregnet til 7 milliarder kroner. Landet har selv fire millioner innbyggere, og er på størrelse med Rogaland fylke. Med seks prosent i nominell avkastning i Oljefondet og med fem tusen milliarder i fondet, betyr det 25 milliarder kroner i avkastning i måneden. Om Libanon mottok avkastningen til SPU i ni dager, ville det dekke ekstraavgiftene i ett år for én million flyktninger.

Behov for flere aktivklasser?

Retningslinjer for hvordan SPU skal drives, fastsettes av Finansdepartementet. Planer om endringer legger FIN frem for Stortinget. Hvert år blir Stortinget som den bevilgende myndighet orientert om overføringen fra Oljefondet til FIN, som sikrer at statsbudsjettet akkurat går i balanse. Denne overføringen er hva vi ofte benevner som "bruken av oljepenger dette året". Etter Handlingsregelen skal beløpet utgjøre om lag fire prosent av verdien av SPU ved årets inngang.

I den årlige Meldingen *Forvaltningen av Statens pensjonsfond* blir vår nasjonalforsamling videre orientert om virksomheten til Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN), eller Folketrygdfondet som det het før. Denne meldingen er gjennomarbeidet og solid.⁷ Man går nøye gjennom investeringsstrategien til de fondene, analyserer avkastning og risiko, redegjør for planlagte endringer, og diskuterer videreutvikling av rammeverket for begge de statlige pensjonsfondene.

Finansdepartementets strategiråd skriver rapporter og arrangerer seminarer om forvaltningsstrategien for SPU. Et av formålene er å bidra til debatt om viktige sider ved forvaltningen. Mens Etikkrådet har litt saft og kraft i klypene – her kan man anbefale å hive ut selskaper som ikke ter seg etisk bra nok – må Strategirådet nøye seg med analyser, men "skal ikke evaluere Norges Banks operative forvaltning av fondet eller tilrådinger. Etikkrådet har avgitt om observasjon og utelukkelse."⁸ Strategirådet har imidlertid gitt konkrete råd om strategien som er fulgt opp.

I Meldingen for 2012 gir FIN NBIM friheten til "å velge mellom noterte og unoterte investeringer i eiendomsporteføljen". Kanskje kunne man gått et skritt videre i diskusjonen her? Nemlig lagt til rette for en større andel enn fem prosent i fast eiendom et godt stykke frem i tid, dersom NBIM i årene fremover satser på å utvikle solid ekspertise på området. I så fall ville vi følge en modell vi tidligere med stort hell har brukt. Hva tenker jeg på?

Jeg tenker på hele oljeeventyret. Det smarte med Stortingsmelding nr. 25 i 1973-74, "Petroleumvirksomhetens plass i det norske samfunn", var kravet om at Norge måtte opparbeide egen ekspertise i oljeleting og oljeutvinning for på den bakgrunn ha nødvendig kunnskap til å eie og å styre utenlandske aktører på sokkelen.

Noe tilsvarende skjedde ved opprettelsen av Statens petroleumsfond på 1990-tallet. Vi vil selv ha hånd om sakene – forvaltningen av alle milliardene som staten henter ut av petroleumsvirksomheten. Ved inngangen til 2014 jobbet det således 370 personer med forvaltningen av våre fem tusen milliarder kroner i utenlandske investeringer. Fra 28 nasjoner. Vel en tredjepart av dem på NBIMs kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai.

⁷ Noen setninger er overflødige. På side 11i Meldingen for 2012 står følgende å lese: "Departementet legger vekt på at midlene i Statens pensjonsfond skal forvaltes på ansvarlig måte." Noe annet ville, mildt sagt, vært overraskende. Mer seriøst, begrepet "verdiaksjer" brukes flere steder. Det kunne med fordel stått i listen over "Ord og Uttrykk" bakerst i meldingen.

⁸ Se side 78 i *Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2012*.

BOKS 4: EIE FAST EIENDOM – ELLER EIE AKSJER I EIENDOMSSELSKAPER?

I Meld. St. 27 (2012-2013), Forvaltning av Statens pensjonsfond i 2012, er temaet investering i fast eiendom viet et eget avsnitt på fire tettskrevne sider. Like mange sider er brukt mot slutten av Meldingen for egen omtale av børsnoterte eiendomsselskaper.

Man skal bruke tid for å komme opp i måltallet på fem prosent av fondet i fast eiendom. Ved utgangen av 2012 var 0,7 prosent av fondet i denne aktivaklassen; året etter 1,0 prosent.

I meldingen diskuteres to måter å eie fast eiendom på. Ved fysisk å eie næringsbygg i andre land, eller boliger, for den saks skyld. De 0,7 prosentene ved utgangen av 2012 lå alle her, i det man betegner som "unoterte investeringer i kontor- og forretningseiendom". Videre er det hele veien snakk om eierskap sammen med andre som har erfaring i profesjonell drifting av fast eiendom. Vanlig andel for NBIM er mellom 25 og 50 prosent.

Den andre måten NBIM kan nærme seg målet om fem prosent i fast eiendom på, er å kjøpe aksjer i rene eiendomsselskap. Eller foreta "investeringer i noterte egenkapitalinstrumenter", som det heter, der "noterte" betyr at aksjene handles over børs. Slike investeringer har mye bedre likviditet enn "unoterte investeringer" nevnt over. Alt annet like skulle man derfor tro at de over tid kaster mindre av seg enn direkte – og lite likvide – investeringer i fast eiendom. Analysene som refereres i Meldingen, gir imidlertid ikke grunnlag for noen bastant konklusjon her.

Såkalte Real Estate Investment Trusts (REITs) som er den største gruppen av noterte eiendomsselskaper i USA, er viet særlig oppmerksomhet i Meldingen. Disse selskapene er underlagt særskilte regler, blant annet er de forpliktet til å la 90 prosent av overskuddet tilflyte aksjonærene i form av utbytte. REITs utgjør to prosent av referanseindeksen for aksjer som NBIM måles mot. Investeringer i REITs kan enten legges i aksjeporteføljen (der 60 prosent av alle penga skal ligge), eller de kan utgjøre inntil 25 prosent av eiendomsporteføljen (der man etter hvert skal ha fem prosent av alle penga).

Denne tankegangen anvendt for eiendomsinvesteringer skulle tilsi at NBIM, ved selv være fysisk eier eller deleier i diverse eiendommer i andre land, opparbeider solide kunnskaper og erfaring om investeringer i fast eiendom – "hands on". Det vil kunne gjøre NBIM til en bedre investor i REITs og andre børsnoterte instrumenter der fast eiendom er underliggende aktiva.

Eiendomsmarkedet som eies profesjonelt, er på 31.000 milliarder kroner. Det kan temmelig enkelt utvides ved at man kjøper eiendommer som er der, men som ikke er eide profesjonelt. Om lag en fjerdepart er i REITs. Om SPU hadde tre prosent av dette markedet – slike det nærmer seg for aksjer i Europa – ville det være snakk om rundt tusen milliarder kroner, eller nærmere 20 prosent av dagens fond. Kan det passe bra?

Når fondet etter hvert blir så stort at verdens aksjebørser blir i minste laget, selv for en passiv, indeksbasert investor, blir det behov for flere investeringsklasser. Som unoterte aksjer, eiendom og investering i infrastrukturkapital. I den sammenhengen slår altså jeg et slag for "real estate", og da særlig i land der eiendomsretten må forventes å stå til Dovre faller. Bedre da å eie Rockefeller Center i New York enn bomvei rundt Nairobi.

En slik modell, om den skulle ha noe for seg, innebærer et tettere samarbeid mellom dem som forvalter fast eiendom fysisk i NBIM, og dem som kjøper aksjer i eiendomsselskaper verden rundt. Og tenk deg – hundre år frem i tid, når oljeutvinningen for lengst er over – et Norge som eier fast eiendom verden rundt for to-tre tusen milliarder kroner, eller 20-30 prosent av SPU. Der norske pensjonister lever godt på de tilhørende, løpende leieinntektene.

Hva var avgjørende for hvordan det gikk med fondet om vi går hundre år frem i tid og skuer bakover? En ting som helt sikkert ikke vil være avgjørende for hvordan det gikk, er med hvor mange basispunkter NBIM slo eller ble slått av den av FIN valgte indeks. Hvilke aktivklasser som indeksen består av, vil derimot være av den største betydning for hvor mange penger fremtidige generasjoner av nordmenn vil ha å rutte med.

Bør Stortinget sterkere inn i bildet?

Å være sjef for NBIM er ikke enkelt. Man skal forholde seg til Hovedstyret i Norges Bank, til Bankens representantskap, til FIN ved avdelingen som har med formuesforvaltning å gjøre, og tidvis til UD om våre investeringer i utlandet får politiske overtoner. Videre må man følge rådene fra Etikkrådet om å hive ut selskaper, om da Finansministeren er enig. På toppen kommer anbefalinger fra Strategirådet og andre eksperter.⁹

Jeg tror det er riktig å si at Hovedstyret i Norges Bank ikke skjønner så mye av hva NBIM driver med. Å lage et eget styre for NBIM, lagt inn under Hovedstyret, har vært fremme i debatten. Dette forslaget får ikke min stemme (hvilket selvsagt ikke betyr noe som helst). Bedre da å manne (eller kvinne) opp Hovedstyret i Banken med to-tre personer som forstår seg på formuesforvaltning bredt definert, både teoretisk og praktisk.

Men hva med Stortinget – hvor godt passer våre folkevalgte på vår felles pensjonspott?

"Checks and balances" rundt virksomheten i SPU skjer nå i all hovedsak mellom FIN og NBIM. Den ultimate eier – Stortinget – er på betryggende avstand, sett med embetsverkets øyne. Er det sånn vi vil ha det?

Et tiltak som kan være verdt å vurdere, er en frittstående rapport à la Norges Bank Watch som Centre for Monetary Economics (CME) ved Handelshøyskolen BI hvert år utarbeider om gjennomføringen av pengepolitikken og rammene rundt dette politikkområdet. En eller to akademikere – gjerne en ekspert fra utlandet, nå i år var professor Xavier Freixas fra Universitat Pompeu Fabra i Barcelona med – og en eller to personer fra markedet står for

⁹ Se http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/publikasjoner-om-statens-pensjonsfond---.html?id=449237

denne rapporten. Som legges frem på et åpent seminar, etterfulgt av forberedt kommentar fra sentralbanksjef eller visesentralbanksjef. Deretter åpnes det for innspill fra salen.

Som del av arbeidet med rapporten inngår grundige samtaler med ledelsen i Norges Bank og med embetsverket i FIN, og gjerne også folk i Stortingets finanskomité. I tillegg til nærkontakt med de finansielle markedene. Norges Bank finner denne måten å bli gått etter i sømmene på meget nyttig. Om vi skal tro Banken på dens ord. Vurderinger gjort i tidligere Norges Bank Watch rapporter har Norges Bank tatt til seg, og flere forslag fremmet i rapportene har vært tatt til følge.¹⁰

Rapporten holdes i et språk som gjør hovedbudskapet tilgjengelig for den godt opplyste og nysgjerrige leser. Utfordringen på dette punktet ville være enda større ved en eventuell NBIM Watch rapport. I finansfaget kan man lett falle for fristelsen å fylle på med formler og statistikk som gjør at selv den godt skolerte ramler av lasset.

BOKS 5: GJØR TING SÅ ENKELT SOM MULIG – MEN IKKE ENKLERE

På side 67 i Melding om forvaltning av statens pensjonsfond 2013 er det lett å gå seg bort. Her står det at avkastningen av SPUs obligasjonsinvesteringer var 0,2 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. For aksjeporteføljen lå avkastningen 1,3 prosentenheter over indeks. Vi vekter disse to tallene med 40 % og 60 % henholdsvis, og får 0,86 prosentenheter – som da vil være den samlede meravkastningen for SPU.

Men i teksten på samme side står det at avkastningen for hele fondet var 1,0 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Etter nøyere å ha studert denne siden, basert på antakelsen om at FIN sjelden tar feil, ser vi at det for 1,0 prosentenheten er avkastning FØR fradrag for kostnader, mens det trolig ikke er det for de to andre tallene. Hvis det stemmer, må jo kostnadene da bli differansen mellom 1,0 og 0,86, som er 0,14 prosentenheter. Men på side 74 skriver man at de samlede forvaltningskostnadene i 2013 utgjorde 0,066 pst av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Hvor er det blitt av differansen på 14 minus 6,6 basispunkter, dvs. 7,4 basispunkter?

Poenget med dette flisespikkeriet – for det er jo det det er – er ikke å skulle arrestere NBIM på tallene. Snarere er poenget at det er så uhorvelig mange tall her. Det gjør det lett å gå seg bort. For mange detaljer og for mange tall, og man mister oversikten. Hvilket også legger veien åpen for NBIM og FIN til å bortforklare ting. Jeg sitter litt med følelsen av at det er det man har gjort hva gjelder begivenhetene høsten 2008. Man tapte 633 milliarder kroner, hvorav 70 milliarder skyldes dårlig håndverk, om jeg har forstått professor Andrew Ang korrekt. Hvorfor ikke si det rett ut? Året etter klarte man å hente

¹⁰ I februar i år ble Norges Bank Watch rapporten lagt frem for femtende gang. Rapporten skrives på oppdrag fra ingen. Men FIN, etter noen år, ble interessert i denne rapporten i det den gir godt bakgrunnsmateriale for den årlige Finansmarknadsmeldinga. Således bidrar FIN nå med 150.000 kroner årlig til finansieringen.

inn det tapte. Det virker jo vel og bra. Men stopp en hal. Da må man vel ha tatt meget store risikoer? Både altfor dårlig og altfor god avkastning bør vekke mistanke og engstelse. En fullgod redegjørelse for risikotakingen i aksje- og obligasjonsmarkedet i 2009 har ikke jeg sett. Den finnes sikkert.

Et viktig poeng med et NBIM Watch etter modell av Norges Bank Watch, ville være å redegjøre for sakene "in plain Norwegian". Trekke frem hovedpunktene, de viktigste tallene, de største tabbene, de beste beslutningene, de vanskeligste avveiningene. Samt de sentrale elementene i temaer som har med strukturen i SPU i å gjøre, som oppgaver og arbeidsmåte for Etikkråd, for Strategiråd, for Styret, etc.

Dette siste blir viktigere nå enn før, ettersom FIN gradvis ser ut til å la seg presse til en mer komplisert og dermed mer uoversiktlig målfunksjon: Nå skal der være egne avsetninger til klima og miljø og en mer nyansert målfunksjon der større vekt skal legges på ansvarlige investeringer.

Representantskapet i Norges Bank, som er Stortingets kontrollorgan for vår sentralbank, kunne være en mulig initiativtaker til en NBIM-Watch. Som bildet er nå har FIN sitt eget Strategiråd, mens selve eieren, Stortinget, ikke har noen tilsvarende ekstern ekspertise. Til forskjell fra Strategirådets rapport (og også Norges Bank Watch) tror jeg rapporten om NBIM bør skrives på norsk. Noe av utfordringen er nemlig å gjøre problemstillingene og utfordringene som forvalterne av våre oljemilliarder står overfor så tilgjengelig som mulig for de folkevalgte, og også for dem som velger dem. Se boksen under.

Representantskapet ville kunne ha glede av en slik rapport ved skrivningen av sin egen melding om virksomheten i Norges Bank. Og kanskje viktigere, en slik rapport vil kunne danne bakgrunn for en god, offentlig debatt om veien fremover for Statens pensjonsfond utland.

Noen avsluttende merknader

NBIM fremstår som en meget profesjonell organisasjon av høy kvalitet. Det er viktig at man får den nødvendige ro til å konsentrere seg om de pålagte forvaltningsoppgavene. Man skal således være forsiktig med å legge inn nye og velmenende temaer i målfunksjonen, presset frem av politikere og interesseorganisasjoner. I så måte er forslag fra mindretall i finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 skremmende lesning.¹¹

I forvaltningen av porteføljer vil det hele tiden bli foretatt beslutninger som i ettertid viser seg å være feil. En god forvalter gjør kanskje 60 % riktige beslutninger og 40 % feil. Ekstern oppfølging av en forvaltningsorganisasjon må fokusere på ledelse, strategi, totalresultater,

¹¹ <https://stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2013-2014/inns-201314-200/6/>

risikostyring, beslutningssystemer osv. Dersom det blir en sterk offentlig fokusering på enkeltbeslutninger i NBIM som i ettertid viser seg å være feil, kan dette over tid føre til en forvaltning med altfor sterk fokus på å unngå feil. Det vil være meget uheldig og gjøre det vanskelig å oppnå gode resultater.

Politikere, interesseorganisasjoner og den offentlige debatten om oljefondet bør i hovedsak konsentreres om anvendelse av midlene. Dette gjelder så lenge forvaltningen drives på en god måte og innenfor de etablerte etiske prinsippene.

Dessuten må vi være årvåkne. Hva gjør alle disse pengene med oss?

Working Paper Series

- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09 **Chand, Sheetal K.**
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09 **Liikanen, Erkki**
Finland, EMU and the euro
- 5/09 **Isachsen, Arne Jon**
Kina viser muskler
- 6/09 **Isachsen, Arne Jon**
En dag med China Daily
- 7/09 **Isachsen, Arne Jon**
Scener fra en finanskrisen
- 1/10 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10 **Isachsen, Arne Jon**
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10 **Isachsen, Arne Jon**
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10 **Steigum, Erling**
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10 **Isachsen, Arne Jon**
Fortellinger om samfunnet
- 6/10 **Isachsen, Arne Jon**
Hva Kina vil
- 7/10 **Isachsen, Arne Jon**
Kinas makt
- 1/11 **Børsum, Øystein**
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11 **Isachsen Arne Jon**
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11 **Alstadheim Ragna**
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11 **Isachsen Arne Jon**
Økonomi er risikosport

Working Paper Series

- 5/11 **Steigum Erling**
The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
- 6/11 **Isachsen Arne Jon**
Felles valuta krever felles vaner
- 1/12 **Isachsen Arne Jon**
Is China Falling Apart?
- 2/12 **Isachsen Arne Jon**
På vandring
- 3/12 **Nerheim, Reidun Grue**
Investeringsstrategien for statens pensjonsfond utland
- 4/12 **Steigum, Erling**
Sovereign wealth funds for macroeconomic purposes
- 1/13 **Isachsen, Arne Jon**
Bollinger champagne
- 2/13 **Mork, Knut Anton**
Etter oljen: utfordringer for norsk økonomi
- 3/13 **Andersen, Torben M.**
Finanspolitikk og den økonomiske og monetære union
- 4/13 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og Finans – Hva har hendt? Og hva har vi lært?
- 5/13 **Utne, Amund**
EØS-avtalen
- 6/13 **Isachsen, Arne Jon**
Stabilt eller robust?
- 7/13 **Bjørnland, Hilde C. and Leif Anders Thorsrud**
Ringvirkninger
Norsk økonomi og olje
- 8/13 **Isachsen, Arne Jon**
De gamle er eldst
- 1/14 **Steigum, Erling and Øystein Thøgersen**
A crisis not wasted – Institutional and structural reforms behind Norway's strong macroeconomic performance
- 2/14 **Isachsen, Arne Jon**
Ulikhetens pris
- 3/14 **Høien, Torgeir**
Nibor-mysteriet
- 4/14 **Isachsen, Arne Jon**
Noen betraktninger om Oljefondet

Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 13/2012** **Torvik Ragnar, Vredin Anders and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 14/2013** **Boye Katrine Godding and Sveen Tommy**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 15/2014** **Mork Knut Anton, Freixas Xavier and Aamdal Kyrre**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: cme@bi.no <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031