



ARNE JON ISACHSEN

Hvor skal Oljefondet ligge?

Oljefondet forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM). De siste ti årene har fondet gitt samme avkastning som indeksen det måles mot, etter at kostnadene ved driften er tatt hensyn til. Det er et meget bra resultat. Hvis vi gjør som Gjedrem-utvalget vil og oppretter et nytt særlovselskap for forvaltningen av Oljefondet, pådrar vi oss et prinsipal-agent problem vi ikke hadde tidligere. Legitimitet og tillit bygges ikke over natten.

NOU 2017: 13 er en omfattende utredning med tittelen «Ny sentralbanklov. Organiseringen av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland». Et solid stykke arbeid, ledet av tidligere sentralbanksjef og finansråd Svein Gjedrem, om hvordan vi skal innrette vår pengepolitikk og forvalte alle oljemilliardene.¹

I en fersk artikkel i Samfunnsøkonomen diskuterer jeg norsk pengepolitikk i lys av denne NOU-en (Isachsen, 2017). I den foreliggende kommentaren tar jeg opp spørsmålet om organiseringen av Statens pensjonsfond utland (SPU) – eller Oljefondet i dagligtale. Et sentralt spørsmål her er hvor Oljefondet skal ligge. Bli værende i Norges Bank? Eller bør et eget særlovselskap opprettes, etter modell av Folketrygdfondet, med ansvar for forvaltningen av vår felles utenlandsformue?

¹ Takk til Geir Bjonnes, Roman Eliassen, Ole Johan Hardhaug, Ida Hellesen, Espen Henriksen, Tor Johansen og Harald Wieslander for gode innspill underveis. Og også til en anonym ekspert på finansforvaltning. Gjenværende feil og mangler er mitt ansvar alene.

Departementet bør bruke god tid før utredningen munnar ut i ny lov om Norges Bank og Statens pensjonsfond utland. Mye skal leses og mye skal modnes. Dette innlegget er ment som et bidrag i denne modningsprosessen. Det viktigste er ikke å *ha rett*. Men at det *blir rett*.

LITT OM AVKASTNING I FINANSMARKEDENE

Plukker du aksjer snarere enn å kjøpe en indekxnær portefølje, jakter du på alfa-avkastning. Det er en krevende og temmelig risikofylt geskjeft. Med beta-avkastning er utgangspunktet hva indeksen man legger til grunn, kaster av seg. Man satser på aksjemarkedet som sådan, uten å pretendere å kunne plukke vinneraksjer.²

I gamle dager – da finansielle markeder ble modellert isolert fra realøkonomien forøvrig – fulgte det med logisk nødvendighet at den eneste relevante risikofaktoren var

² Fremstillingen her bygger på flere artikler i Financial Times den 27. november 2017, Special Report FTfm: Smart Beta. Se også: «The Arithmetic of Active Management» av William F. Sharpe, The Financial Analysts' Journal Vol. 47, No. 1, January/February 1991, pp. 7-9.

markedets samlede risiko. I markeder med så høy konkurransegrad som finansielle markeder, måtte innsideinformasjon – eller ren og jevn flaks – til, om man vedvarende og over tid skulle gjøre det bedre enn indeksen.

Allerede tidlig på 1970-tallet minnet professor Robert Merton, senere nobelprisvinner i økonomi, om at finansielle markeder ikke opererer i isolasjon. Selskapers samsvariasjon med investorenes øvrige formue har betydning for verdsettelsen. Det betyr at en én-faktor-modell ikke er tilstrekkelig for verdsetting av finansielle aktiva. I en kjent artikkel fra 1993 viste Fama og French at en tre-faktor modell bedre kan forklare observerte data enn den klassiske én-faktor-modellen.³ De pekte på to ekstra faktorer, nemlig markedsverdi relativt til bokført verdi («value») og størrelse på selskapene («size»). Målt relativt til en én-faktor-modell hadde en portefølje med overvekt av både små selskaper og selskaper med høy bokført verdi relativt til markedsverdi gitt høyere avkastning.

«Smart beta» har man kalt det å overvekte noen selskaper basert på konkrete kriterier. Etter hvert er mer enn 300 slike kriterier eller faktorer tatt i bruk, der forskere mener å kunne påpeke meravkastning. (Men der nyere forskning viser at kravet til signifikante resultater ofte ikke ble tilfredsstillt.) Typiske kriterier, i tillegg til størrelse og verdi, er liten volatilitet, kvalitet (målt ved jevnt utbytte), vekst og moment. Med moment menes at selskaper som stiger i verdi, gjerne vil stige en stund til, og motsatt for selskaper som synker i verdi.

Etter hvert har det dukket opp fond basert på «smart beta». Som er en hybrid mellom aktiv og passiv forvaltning, og som er billigere enn den aktive aksjeplukkingen. Mens det er investert om lag 7.000 milliarder dollar i vanlige indeksfond, er fond basert på «smart beta» nå kommet opp i ett tusen milliarder dollar. Mye av handelen her er automatisert basert på avanserte dataprogrammer og algoritmer. Hensikten er å skape bedre avkastning enn kun å basere seg på vekter etter aksjenes markedsverdi.

I årsberetningen for NBIM for 2016 ser vi på side 52 at Oljefondet var overvektet i «value stocks», hvilket gav et positivt bidrag til risikovektet avkastning.

En annen trend er tiltakende vekt lagt på ESG-faktorer, det vil si at man vurderer det langsiktige potensialet for en aksje basert på «Environmental, Social, and Governance

³ Takk til Espen Henriksen for formuleringer i dette avsnittet.

BOKS 1: LEGGER FINANSSEKTOREN BESLAG PÅ FOR MYE RESSURSER?

I finansmarkedene utvikles det stadig mer avanserte produkter og metoder, uten at jeg er i stand til fullt ut å skjønne hva som foregår. Et spørsmål man likevel kan reise, er dette: Har samfunnet i det store noen nytte og glede av alt det kvalifiserte arbeidet som går med på å utvikle og å bruke disse produktene og metodene? Blir foretakene drevet bedre? Blir de rette investeringene foretatt? Blir den jevne sparer belønnet med mer avkastning?

Eller er det snarere slik at selve finansindustrien i seg selv legger beslag på altfor mye god hjernekapasitet i et spill som vanskelig kan betraktes som noe annet enn et null-sum-spill? Eller sågar et negativ-sum spill om konsekvensene er en skjev inntektsfordeling her i verden enn vi ellers ville ha fått, og at dette i seg selv blir sett på som uheldig. I et Working Paper fra OECD (Denk og Cournède, 2015) finner man nettopp det; ekspansjon av den finansielle sektoren har bidratt til større inntektsforskjeller.

factors». Man foretar gjerne en form for «screening» basert på disse mer etiske faktorene, før man setter i gang med utvelgelse av aksjer basert på tradisjonelle «smart beta» faktorer.

GREI AVKASTNINGEN FOR OLJEFONDET

Statens pensjonsfond utland er verdens største Sovereign Wealth Fund (SWF) med 954 milliarder dollar under forvaltning i juni 2017, etterfulgt av Abu Dhabi Investment Authority (828 milliarder dollar) og China Investment Corporation (814 milliarder dollar).

Vårt pensjonsfond forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM). Man driver med indeksnær forvaltning der indeksen er gitt av Finansdepartementet, som er eier av midlene. Nærmere 600 personer er engasjert i dette arbeidet, hvorav vel halvparten i Norge. Den største utenlandsbasen er London med 147 medarbeidere. I tillegg er NBIM på plass i New York (75 personer), Singapore (37) og Shanghai (9).⁴

⁴ Tallene her er hentet fra NBIMs årsberetning for 2016. NBIM har også kontorer i Tokyo og Luxembourg.

BOKS 2: INDEKSNÆR FORVALTNING ER TINGEN

Ta utgangspunkt i en gitt mengde aksjer – for eksempel de som noteres på Oslo Børs. La det videre være to typer investorer.

- Beta-investorer som skal ha avkastningen for aksjemarkedet sett som et hele. De kjøper indeksen, eller driver med «indeksnær» forvaltning. Og formuen går opp og ned i takt med indeksen; hvordan aksjer «i gjennomsnitt» gjør det. En billig strategi.
- Alfa-investorene plukker aksjer som ser mest lovende ut – og selger unna når de tror at selskaper de sitter på, i fortsettelsen kommer til å gjøre det relativt dårlig. Basert på nøye analyser av selskaper og bransjer. Som koster penger.

Beta-investorene har en passiv strategi. De kjøper bare indeksen uten noen som helst analyse av de underliggende aksjene. Avkastningen blir det vektete gjennomsnittet for aksjer på Oslo Børs, det vil si indeksen.

Men siden avkastningen for begge gruppene av investorer sett under ett nødvendigvis må være lik avkastningen for markedet som et hele – vi har jo bare disse to typer investorer – betyr det, med matematisk nødvendighet, at også den andre gruppen, alfa-investorene, i gjennomsnitt får avkastning som indeksen.

Hva betyr dette? Jo, siden avkastningen rent forventningsmessig er den samme enten du velger et alfa-fond eller et beta-fond, blir kostnadene som forvalterne skal ha ved de to alternativene, avgjørende.

Beta-fond på Oslo Børs kan du få til årlig kostnad på 0,25 prosent, eller 25 basispunkter. Alfa-fond koster fort vekk 1,50 prosent eller 150 basispunkter i året. Med mindre du tror at noen aktive forvaltere år ut og år inn vil slå indeksen med i gjennomsnitt 125 basispunkter eller mer, er du best tjent med å velge en passiv og kostnadsbevisst forvalter.

Med tallene i eksempelet her, hvor lang tid tar det før hun som kjøpte seg inn i beta-fondet har dobbelt så mye penger som han som kjøpte seg inn i alfa-fondet? 56 år.

Hva slags fond skal du skal kjøpe til barnebarna dine, gir seg selv.

NBIM, som har ansvar for våre felles pensjonsmidler, driver med indeksnær forvaltning. Det skal vi være glade for.

En indeksnær forvaltning av et så digert fond er krevende:

- Fondets størrelse krever «intelligent» rebalansering for ikke å bli for forutsigbar og dermed bli påført tap.
- Investeringer i fremvoksende markeder, som antakelig er strategisk klokt for å spre investeringsrisikoen, krever mer enn blind indeksering.
- Fondet er blitt så stort på verdens børser at det vanskelig kommer utenom å opptre med en viss aktivitet som eier, bl.a. å stemme på generalforsamlinger og ta stilling til styringspørsmål og etiske spørsmål (slik fondet gjør i dag).

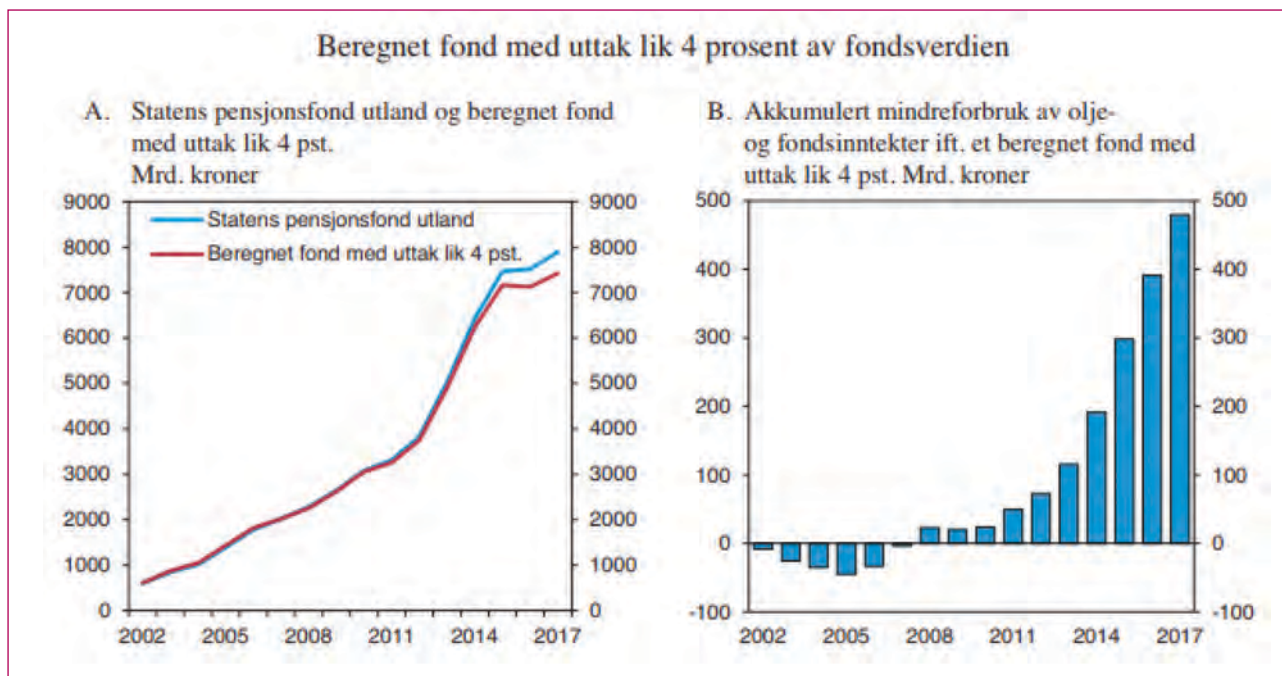
Tall er det ikke noe problem å få tak i hva gjelder NBIM og virksomheten her. Ikke uten grunn blir vårt SWF stadig fremholdt som verdens beste i form av åpenhet og skikkelighet. Men mange tall «endast förvirrar», som svenskene sier. Her følger noen få tall som kaster godt lys over virksomheten.

De siste ti årene, frem til starten av 2017, har Oljefondet hatt en gjennomsnittlig årlig meravkastning, korrigert for risiko («relative return on equity and fixed-income investments») på 0,06 prosent, eller seks basispunkter.⁵ Kostnadene med å drive fondet, målt som basispunkter i forhold til investert kapital, har falt over tid. For 2016 var kostnaden 5,2 basispunkter (eller 3,7 milliarder kroner), ned fra 5,7 basispunkter (eller 3,9 milliarder kroner) året før.⁶

Av tallene over ser vi at den gjennomsnittlige meravkastningen er i samme størrelsesorden som kostnadene ved å drive fondet, fem-seks basispunkter. Når vi vet at meravkastningen er beregnet før kostnadene ved drift er tatt hensyn til, ender vi opp med en grei konklusjon:

⁵ Side 18 i årsberetningen.

⁶ Side 64 i årsberetningen.



Figur 1: Har vi tatt vare på realverdien av oljeformuen?
Kilde: Nasjonalbudsjett 2018

De siste ti årene har fondet gitt samme avkastning som indeksen det måles mot, etter at kostnadene ved driften er tatt hensyn til.

Det er et meget bra resultat. For et så stort fond å holde seg på høyde med indeksen krever kostnadsbevisste og dyktige medarbeidere.

Oljefondet eier aksjer i om lag 9.000 utenlandske selskaper. Den største eierposten er i sveitsiske Nestlé med aksjer til en verdi av vel 50 milliarder kroner. Av selskaper notert på europeiske børser eier SPU 2,3 prosent. Man har anledning til å eie inntil ti prosent av stemmeberettigede aksjer i et foretak. Ved utgangen av 2016 hadde fondet eierinteresser på mellom fem og ti prosent i bare 28 foretak.

Nær 70 prosent av kapitalen i SPU er investert i aksjer og 28 prosent i fastrentepapirer. De gjenværende 2,5 prosentene er i unotert eiendom. Etter dagens retningslinjer kan eiendomsinvesteringene stige til 7 prosent.⁷

⁷ I et intervju i magasinet IPE, publisert i januar 2015, sier Yngve Slyngstad, sjefen for NBIM, at «... for the three years to 2017, NBIM will attempt to commit 1 percent of fund assets to the market, growing the portfolio close to its target size of 5 percent.» Det har man ikke lykkes med. <https://www.ipe.com/interview-yngve-slyngstad-nbim-master-of-the-universe/www.ipe.com/interview-yngve-slyngstad-nbim-master-of-the-universe/10006064.fullarticle>

Unotert eiendom er ti ganger så arbeidskrevende å holde orden på som aksjer og obligasjoner. Sentralbankvirksomheten til Norges Bank har allerede i dag langt færre ansatte enn NBIM. Økt satsning på unoterte aktiva generelt vil forrykke dette bildet ytterligere.

NÆRMERE OM BRUKEN AV OLJEPENGENE

For tiåret 2007-2016 var den gjennomsnittlige årlige realavkastningen i Oljefondet, etter kostnader, på 3,33 prosent. At handlingsregelen for bruk av oljepenger ble satt ned fra fire til tre prosent i februar 2017, med Siv Jensen fra Fremskrittspartiet som finansminister, var således på sin plass i lys av ønsket om at fondet ikke skal falle i realverdi.

Men ikke desto mindre overraskende i lys av FrPs mangeårige argumentasjon om å øke bruken av oljepenger for å tilfredsstille velgernes varierte ønsker. Hva bevegelsen fra opposisjon til posisjon gjør i politikken, skal man ikke undervurdere. Ei heller betydningen embetsverket i Finansdepartementet har for opplegget av norsk finanspolitikk.

Finansministre kommer og går. Embetsverket består.

I de siste 12 årene har vi hatt tre fireårs-perioder med stabil ledelse av Finansdepartementet. En ledelse som klart har beveget seg i konservativ retning. Fra Kristin Halvorsen fra Sosialistisk Venstreparti (2005-2009), via Sigbjørn Johnsen fra Arbeiderpartiet (2009-2013), til Siv Jensen fra Fremskrittspartiet (2013-2017). Så godt som hele veien har det vært snakk om «mindreforbruk» av oljepenger, snarere enn «merforbruk», se figuren over som er hentet fra Nasjonalbudsjettet for 2018. Selv under finanskrisen i 2008 og i de par etterfølgende årene lå vi rundt måltallet på fire prosent.

PRINSIPAL-AGENT PROBLEMET

Det kan by på problemer når en person (agenten) opptrer eller handler på vegne av en annen (prinsipalen). Rent generelt har vi et prinsipal-agent problem når *lojaliteten* til agenten (den det forventes noe av) overfor prinsipalen (den som det skal vises lojalitet mot) er for liten eller for stor (Morck, 2010).

Det klassiske «agentproblemet» i økonomi er administrerende direktør som maksimerer egen nytte snarere enn aksjonærenes formue. Direktøren er ikke fullt ut lojal mot aksjonærene. Men agenter kan også vise større lojalitet mot prinsipalen enn hva som rimelig er. Direktøren som er agent overfor sine aksjonærer, er prinsipal overfor sine ansatte. Dem kan han herse med slik at de blir mer lojale overfor ham enn de burde være.

Ved forvaltning av store midler må vi skille mellom tre aktører:

- Eieren av midlene
- Et eget selskap eller en organisasjon som har ansvaret for forvaltningen av midlene
- Den operative forvaltningen

Selskapet eller organisasjonen i midten utgjør styret for forvaltningen. Dette styret meisler ut de mer detaljerte mandatene til forvalterne, stiller krav til dem og følger dem nøye opp. Om forvalterne ikke leverer som forventet, er det opp til styret å skifte forvaltere eller endre mandat etc.

Med tre aktører blir det to prinsipal-agent problemer. Det mellom eieren av midlene (prinsipalen) og styret for fondet (agenten). Og det mellom styret for fondet, som her blir prinsipalen, og den konkrete plasseringen av midlene ved forvalteren som her er agenten.

Selskapet i midten – som altså utgjør styret for selve forvaltningen – er agent vis-à-vis eier. Og prinsipal vis-à-vis forvalter. En krevende oppgave.

Med organisasjonen som forvalter Oljefondet lagt innunder Hovedstyret i Norges Bank, trenger imidlertid ikke prinsipalen (Finansdepartementet) å ta i bruk ekstra incentiver eller kontroll, utover det som forvaltning av åtte tusen milliarder kroner tilsier, for å få Hovedstyret i Norges Bank til å oppføre seg som departementet vil. Norges Bank vet hva Finansdepartementet ønsker og kan identifisere seg med disse ønskene. Alle sentralbanksjefer siden Hermod Skånland fra slutten av 1980-tallet hadde solid fartstid i Finansdepartementet før de inntok sjefsstolen i Norges Bank.⁸ Og kanskje viktigere, samarbeidet mellom de to institusjonene er meget god, med dyktige fagfolk som flytter mellom dem.

Hva om Gjedrem-utvalget får det som det vil? Nemlig at et eget særlovselskap opprettes og trer inn i rollen til Hovedstyret i Norges Bank, det vil si blir agent for Finansdepartementet som eier av alle oljemilliardene, og samtidig prinsipal for forvalterne i NBIM? Hva da med prinsipal-agent problem nummer én som redegjort for over?

I artikkelen «Investing for the Long Run» forutsetter Andrew Ang og Knut Kjær (2012) at styret fullt ut reflekterer interessene til eierne av midlene, for så å legge til at dette ofte ikke er tilfellet. I så fall har vi «... an additional agency problem between the board and the constituencies.»⁹

Dette er et helt sentralt punkt. Hvis vi gjør som Gjedrem vil og oppretter et nytt selskap for styring av NBIM, som i samme slengen endres til NGIM (Norwegian Government Investment Management), pådrar vi oss et prinsipal-agent problem vi ikke hadde tidligere. Den største faren er at forvalteren over tid vil kunne få innflytelse over mandatet, fremholder fremtredende akademikere.¹⁰ For etter hvert å introdusere instrumenter det er artig å jobbe med, men som ikke har noe i porteføljen til Oljefondet å gjøre.

⁸ Knut Getz Wold, som var sjef i Norges Bank før Skånland, fra 1970 til 1985, dro til London i 1941, 26 år gammel. Han arbeidet i det norske finansdepartementet der så lenge krigen varte. Kjell Storvik, sjef i Norges Bank fra 1996 til 1998, var statssekretær i Finansdepartementet fra 1981 til 1985, og altså ikke embetsmann.

⁹ Se fotnote 15 i denne artikkelen https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1958258

¹⁰ Se artikkelen «Styret må hindre veddemål» av Espen Eckbo og Karin Thorburn i *Dagens Næringsliv*, 2. august 2017, samt Espen Henriksen «Setter modellen i spill» i *Finansavisen* 1. juli samme år.

Et retorisk spørsmål melder seg. Hvilke fordeler kan man vise til ved å etablere et særlovselskap som tar over forvaltningen av Oljefondet, som kan veie opp ulempene?

Det tradisjonelle svaret er at et mer profesjonelt styre vil bidra til dyktigere forvaltning og bedre resultater. Men er nå det så sikkert da? Avkastningen til SPU er fullt ut tilfredsstillende. Vårt SWF fremstår som et forbilde ved de fleste internasjonale sammenligninger.

Men noe kan man vel gjøre med den eksisterende modellen slik at den fungerer bedre? Hovedstyret i Norges Bank behøver ikke gjøre noe mer enn å kikke ut av vinduet. Hva ser de der? Der ser de Real Estate Investment Board, som er et eget investeringsråd underlagt NBIM, bestående av lederen for NBIM, lederen av Norges Bank Real Estate Management (som har ansvar for investeringer i unotert eiendom), samt investeringsdirektøren for markedsrisiko i NBIM. Her er også to eksterne rådgivere, Christian Ringnes og Petter Fredrik Neslein.¹¹ Dette rådet har til oppgave å vurdere

«... investments above 250 million dollars, reviews and approves investments above 750 million dollars, and makes recommendations to the Executive Board on investments above 1.5 billion dollars.»

Noe tilsvarende kunne man vel tenke seg for NBIM selv vis-à-vis Hovedstyret? Med en egen visesentralbanksjef som vi i dag har, med fokus på NBIM, kunne vel et slikt råd etableres? La han få med seg ett medlem til fra Hovedstyret som har forutsetninger for å forstå hva NBIM driver med. Arbeid frem et passende mandat for dette rådet. Med et slikt grep, som jeg ikke kan tro annet enn at har vært vurdert av Norges Bank, men som jeg ikke har funnet noe om på nettet, burde man kunne imøtekomme de kravene til en mer profesjonell styring av NBIM som etablering av særlovselskap og NGIM tar sikte på å oppnå.

Sammenfatningsvis kan vi konstatere

- at Oljefondet kan vise til meget gode resultater
- at indeksnær og passiv forvaltning er bra
- at forholdet mellom minister og embetsverk og sentralbank er bra

¹¹ Se <https://www.nbim.no/en/investments/real-estate-management/real-estate-investment-board/>. For investeringer i unotert eiendom har man også et rådgivende utvalg bestående av tre utenlandske eksperter, se <https://www.nbim.no/no/investeringene/eiendomsforvaltningen/radgivende-utvalg-for-eiendomsinvesteringer/>

Hvor skal Oljefondet ligge? I Norges Bank så klart.

LITT OM LAKKSKO

I forbindelse med tohundreårsjubileet for Norge Bank kom det ut en bok om banken.¹² Om forvaltningen av SPU i Norges Bank, leser vi dette på side 468, der bakteppet er en mindreavkastning på fondets fastrentepapirer på over seks prosent gjennom 2008:

«Svein Gjedrem mener i ettertid at hvis fondet hadde hatt en annen plassering enn i Norges Bank, 'med et styre av finansfolk i lakksko', ville det neppe kunne beholdt sin styringsstruktur gjennom turbulensen i 2009.»

Daværende ekspedisjonssjef for formuesforvaltningen i Finansdepartementet, Martin Skancke, deler denne oppfatningen:

«... hvis Oljefondets norskvendte parallell, Folketrygdfondet, skulle ha kommet med lignende tap, ville spørsmålet om konsekvenser for styret ha kommet opp.»

Hva sier dette oss? Ikke det du kanskje tror – at dette primært er en massiv kritikk av NBIM. Noe henimot det motsatte. Utsagnene sier noe om den grunnfestede tilliten som eksisterer mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Relasjonen «tålte» den belastningen som det katastrofalt dårlige resultatet for 2008 innebar.

Hvorfor det?

Fordi modellen har en stor grad av legitimitet – er allment godtatt – av folket og av de folkevalgte. Stortinget valgte å ta resultatet til etterretning. Og hadde is nok i magen til å la mandatet stå urørt.¹³ Hvilket innebar at Oljefondet kjøpte høns i regnvær; dro til med en økning av aksjeandelen, som tidligere vedtatt, i en periode der aksjekursene sank som steiner. Konsekvensen var en avkastning av fondet på over 25 prosent det etterfølgende året. På den bakgrunn kan vi si at finanskrisen kom på et heldig tidspunkt for oss.

Den tilliten det er mellom statsmyndighetene og Norges Bank hva gjelder forvaltningen av SPU, skal man være

¹² Einar Lie, Jan Thomas Kobberrød, Eivind Thomassen og Gjermund Forfang Rongved (2016), *Norges Bank 1816-2016*, Fagbokforlaget, Bergen.

¹³ Bortsett fra at rammen for risikotaking ble noe strammet inn.

ytterst forsiktig med å tukle med. Legitimitet og tillit bygges ikke over natten.

Å skifte ut noe som fungerer bra, med noe som på papiret muligens kan fremstå som marginalt bedre, men som med stor risiko kan vise seg å være betydelig dårligere, nemlig å gå fra NBIM til NGIM, virker det fornuftig?

Ytterligere noen vurderinger av en endring til NGIM i stedet for NBIM går slik:

- Vil etiske hensyn bli bedre ivaretatt ved en slik endring? Neppe.
- Vil legitimiteten i det norske folk av fondet styrkes? Neppe.
- Vil finansmarkedene ønske en slik endring velkommen? Trolig.
- Vil skattemessige vinninger vinnes? Helt sikkert ikke.

En siste ting. Med forvaltningen av Oljefondet i Norges Bank er en brannmur etablert mellom politikere og SPU – det blir ikke så lett å bruke av disse midlene når Norges Bank, og ikke en frittstående særlovselskap, forvalter midlene. I NOU-en vil man lovfeste at bare ett uttak per år er lov – nemlig til saldering av statsbudsjettet. En slik lovfesting er ikke nødvendig om forvaltningen av Oljefondet forblir i Norges Bank. Kultur og sedvane har allerede etablert at slik er det.

NOEN AVSLUTTENDE MERKNADER

Kultur har med verdier, preferanser og hva man tror på å gjøre, fremholder professor Joel Mokyr ved Northwestern University. *Institusjoner* spiller rolle for hva slags kultur som utvikler seg – hva slags verdier og preferanser som kommer til å blomstre. Sammenhengen mellom kultur og institusjoner uttrykker han slik:

«... culture changes as a result of the incentives and stimuli provided by an institutional environment.» (Mokyr, 2016).

Nytt institusjonelt rammeverk gir nye incentiver som over tid fører til ny kultur. I dette tilfelle, om NGIM tar over for NBIM, til en kultur der prinsipal-agent-problemet vil kunne anta store dimensjoner. Der lojaliteten som agenten har overfor eieren av pengene på fondet, vil stå i fare for å bli kraftig svekket. Og videre, pengene vil kunne sitte løsere om Norges Bank ikke lenger er forvalter.

«We shape our buildings, and afterwards our buildings shape us», sa Churchill. Etter at tyskerne i sitt siste bombe raid over London den 10. mai 1941 traff Underhuset og ødela det. Han kunne like gjerne ha sagt, «Vi former våre institusjoner, og deretter former institusjonene oss.»

Om vi skaper NGIM, kan vi ikke se bort fra at denne institusjonen over tid vil påvirke oss og føre til økt fokus på penger og finans. Det vil nordmenn flest neppe være tjent med.

REFERANSER

- Ang, A. and Kjær, K., (2012). Investing for the long run.
- Denk, O. and Cournède, B., (2015). Finance and income inequality in OECD countries.
- Fama, E. F. og French, K. R., (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33: 3.
- Isachsen, A. J. (2017). Norges Bank i støpeskjeen. *Samfunnsøkonomen* 2017 6, 4-10.
- Morck, R., (2010). Loyalty, agency conflicts, and corporate governance. *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, pp.453-474.
- Mokyr, J., (2016). *A culture of growth: the origins of the modern economy*. Princeton University Press.

Samfunnsøkonomene takker alle som har sendt inn sin e-post adresse!

Er du usikker på om vi har din epostadresse?

Kontakt oss på: post@samfunnsokonomene.no