

arne jon isachsen  
13. oktober 2017

## NOEN BETRAKTNINGER OMKRING NOU 2017: 13

Sankthansaften ble den knapt seks hundre siders fete utredningen “Ny sentralbanklov. Organiseringen av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland” levert til finansminister Siv Jensen. NOU 2017: 13 er et solid stykke arbeid om hvordan Kongeriket skal innrette sin pengepolitikk og sin forvaltning av alle oljemilliardene. Arbeidet ble ledet av Svein Gjedrem, tidligere sentralbanksjef og finansråd (øverste embetsmann i Finansdepartementet).

Departementet bør bruke god tid før utredningen munner ut i ny lov om Norges Bank og Statens pensjonsfond utland (SPU). Mye skal leses og mye skal modnes. Dette notatet er ment som et bidrag i denne modningsprosessen.<sup>1</sup> Det viktigste er ikke å *ha rett*. Men at det *blir rett*.

### Bakgrunn

Tidlig på 1990-tallet ble det åpenbart at mange norske banksjefer ikke hadde fulgt med i timen. Frislepp i kredittpolitikken hadde ført til en usunn konkurranse om markedsandeler. For mange kunder fikk for store og for billige lån. Økte renter i kjølvannet av tysk gjenforening gjorde ikke situasjonen enklere. Da kreditt- og eiendomsboblen brast, var krisen et faktum. Norges Bank måtte trå til med likviditetslån. Store tap på utlån dro egenkapitalen kraftig ned. En likviditetskrise ble en soliditetskrise. De store forretningsbankene i Norge gikk på en smell. Staten måtte gripe inn og redde innskyterne og andre som hadde lånt penger til bankene. Aksjonærene ble nullet ut.

Man tok lærdom av de dyrekjøpte erfaringene. Norske banker fikk strenge kapitalkrav. Og myndighetene fikk bedre innsikt i kapitalmarkedenes virkemåte. Interaksjonen mellom realøkonomien og finansmarkedene kom mer i fokus. Makrotilsyn i praksis.

I mars 2001 fikk Norges Bank beskjed av Finansdepartementet om at man i pengepolitikken skulle gå bort fra mål om stabil valutakurs og over til mål om stabil prisutvikling. Den interne verdien av krona skulle være retningsgivende for rentesettingen snarere enn den eksterne verdien.

---

<sup>1</sup> I et tidligere notat, “Norges Bank i støpeskjeen”, tar jeg opp utfordringer i pengepolitikken som utredningen, inviterer til. Se <http://home.bi.no/fag87025/pdf/notat/20172.pdf>. I det foreliggende notatet er hovedvekten på organiseringen av SPU.

Da finanskrisen rammet i september 2008, stod vi godt rustet til å møte den.

- Norske banker var relativt godt kapitaliserte. Alt de trengte var likviditetslån fra Norges Bank, dekket opp med statsobligasjoner som bankene kunne bytte til seg mot private obligasjoner fra Finansdepartementet.
- Med pengepolitikk basert på inflasjonsstyring sørget markedet for at prisen på én euro steg fra åtte kroner i juli 2008 til ni kroner tolv måneder senere. Hvilket innebar en solid forbedring av konkurranseevnen som bidrog til å holde sysselsetting oppe.
- Til sist, Finansdepartementet hadde is nok i magen til å holde fast på retningslinjene for Oljefondet. Man kjøpte høns i regnvær, det vil si økte aksjeandelen som vedtatt i en periode der aksjekursene stupte. Det betalte seg. Senere steg kursene igjen, og det til nye høyder.

Praktisk pengepolitikk og forvaltningen av oljemilliardene er vi etter hvert blitt veldig gode på. Problemet med NOU 2017: 13 er at den ikke makter å tegne et bakgrunnsbilde som skulle tilsi de til dels dramatiske endringene man foreslår for pengepolitikken i Norge og for forvaltningen av midlene på Statens pensjonsfond utland.

### **Kort sammendrag**

Utvalget legger opp til en modell med økt makt til Norges Bank i pengepolitikken og med opprettelsen av selskapet Norwegian Government Investment Management (NGIM) som tar over forvaltningen av Oljefondet.

- I dette notatet imøtegår jeg argumentet om at spennet i ansvar og oppgaver gjør det nødvendig å la SPU forlate Norges Bank.
- Videre peker jeg på risikoen for skattemessige uheldige konsekvenser av en slik konstruksjon.
- Referanseindeksen som Finansdepartementet fastsetter, er den viktigste parameteren for avkastningen til Oljefondet.
- Jeg tar deretter tak i prinsippal-agent modellen og viser hvordan den kan understøtte bibehold av dagens system der SPU har tilholdssted i Norges Bank. Sentralt i denne modellen står begrepet *lojalitet*.

### **Spennet i ansvar og oppgaver**

Dersom SPU forblir i Norges Bank, må sentralbanksjefen ha en ledende rolle her. I tillegg til ansvaret for den mer tradisjonelle sentralbankvirksomheten. Dette medfører stort spenn i sentralbanksjefens oppgaver, ”... og få personer vil besitte en bred erfaringsbakgrunn for begge virksomhetsområdene.” (side 462)

Blir ikke dette vel statisk? Med kunnskap om hvilke utfordringer sjefen for Norges Bank vil stå overfor, vil vel dyktige folk som kunne tenkes seg denne jobben et stykke frem i tid, sørge for å samle på seg de nødvendige erfaringer? Etter fullført mastergrad – eventuelt en Ph. D. – i økonomi, noen år i Finansdepartementet etterfulgt av en tid som ”banker” der arbeidsoppgavene har med forvaltning og investeringer å gjøre, gjerne med arbeidsplass i utlandet, og gjerne med solid lederansvar, og de nødvendige byggeklossene burde være på plass med sikte på senere å kunne klatre til topps i Norges Bank? Finnes det ikke allerede noen der ute som har disse kvalifikasjonene?<sup>2</sup>

Ser du deg om i verden er det tusenvis av jobber som har et langt større spenn av oppgaver å forholde seg til. Tenk bare på finansministeren. Utfordringen for henne er langt på vei av organisatorisk karakter. Det samme kan man vel si om sjefen for Norges Bank?

### **Skatteposisjon, statsimmunitet og habilitet**

På side 98 leser vi følgende, hentet fra St.meld. nr. 10 (2009-2010):

”Norges Bank nyter godt av egne sentralbankprivilegier i en rekke jurisdiksjoner. Dette innebærer blant annet immunitet mot beslag av midler. Det er ikke opplagt at disse privilegiene kan videreføres av en forvaltningsorganisasjon som er løsrevet fra sentralbanken. En utskillelse ville også kunne utløse vanskelige skatterettslige og kontraktsrettslige spørsmål.”

Lenger ute går utvalget nøye gjennom skattemessige problemer ved at forvaltningen av midlene til SPU tas ut av Norges Bank og legges til et særlovselskap, NGIM. Konsekvensene kan man ikke vite noe sikkert om ”... før en ny modell faktisk gjennomføres.” (side 446)

Hva gjelder den juridiske immunitetsbeskyttelsen for fondets midler heter det at den ”... kan bli noe svakere i enkelte land dersom forvaltningen skilles ut av banken”. (side 452)

Utvalget konkluderer med at mulige konsekvenser på disse to områdene ikke er ”... av en slik art og omfang at de bør tillegges avgjørende vekt i vurderingen av om fondet skal bytte forvalter.” (side 454) Men at her er en viss risiko, er ikke til å komme fra.

Et tema som ikke er diskutert av utvalget, så vidt jeg kan se, og som kan trekke i retning av en utskillelse av forvaltningen av banken, er muligheten for habilitetskonflikt som sentralbanksjefen kan komme i. Han eller hun, i egenskap av sentralbanksjef, vil stadig motta informasjon av relevans for fondets plasseringer, både hva gjelder sannsynligheter for fremtidige rente- og valutakursbevegelser, samt analyser av finansielle forhold av betydning

---

<sup>2</sup> Eller kanskje det beste – en ny Olsen – med god dømmekraft og sunt bondevett fremfor erfaring fra investment banking? Godt vett kan være bedre enn mye vett i en slik stilling.

for prising av verdipapirer. Kan dette bli en form for innsideinformasjon som ikke er forenlig med ansvar for løpende utforming av investeringsstrategier for Oljefondet?

### **Referanseindeksen betyr nesten alt**

99 prosent av variasjonen i avkastningen på Oljefondet skyldes indeksen som fondet måles mot. Det betyr at forvaltning utover indeksen bare forklarer en meget liten del av det hele. Når vi vet at Finansdepartement fastsetter indeksen, er det lite de ansatte i NBIM egentlig kan bidra med av merverdi. For de siste 10 årene har aksjer i gjennomsnitt gitt 5,08 prosent i årlig avkastning mens fastrentepapirer har gitt 4,37 prosent. Det innebærer en meravkastning på 23 punkter (eller 0,23 prosentpoeng) for aksjer og 6 punkter for fastrentepapirer.

I 2010 ble det besluttet å ta opp eiendomsinvesteringer som en egen aktivaklasse. Dette er en arbeidsintensiv virksomhet. Om lag en fjerdepart av de ansatte i NBIM jobber med eiendom, som bare utgjør 2,5 prosent av porteføljen. Hvilket betyr at det er ti ganger så mye penger per ansatt i forvaltningen av verdipapirer som det er i forvaltningen av eiendom.<sup>3</sup>

I alt er det om lag 570 ansatte i NBIM og 355 i den tradisjonelle sentralbankvirksomheten. Om man ikke ønsker et mer dominerende NBIM som del av Norges Bank, er det trolig at investeringer i eiendom vil holdes på et beskjedent nivå. I etterkant var det kanskje ikke så lurt å gå inn i så krevende prosjekter.

Generelt kan man si at jo enklere forvaltningsmodell som velges (mest mulig indekxnær/passiv forvaltning i børsnoterte verdipapirer framfor aktiv forvaltning og unoterte investeringsobjekter), jo sterkere er argumentet for å holde forvaltningen i banken. Men med den størrelse fondet nå har fått, er det neppe mulig kun å drive med ren indekxforvaltning, blant annet av følgende grunner:

- 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 indekxsering.
- 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 styringsspørsmål og etiske spørsmål (slik fondet gjør i dag).

### **Prinsipal-agent problemet**

---

<sup>3</sup> Verdien av verdipapirene noteres kontinuerlig på verdens børser. Avkastningen og forvalters prestasjoner er lett å måle. Ikke slik når det gjelder eiendomsinvesteringer. Her tar det flere tiår før vi vet hva avkastningen blir. I mellomtiden må mange betales godt for å gjøre jobben.

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) er for liten eller for stor overfor prinsipalen (den som det skal vises lojalitet mot).<sup>4</sup>

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 illojal overfor sine aksjonærer, kan samtidig herse med sine ansatte slik at de blir mer lojale overfor ham enn de burde være.

Gjedrem-utvalget er opptatt av den første type agentproblem, nemlig faren for at de som forvalter oljemilliardene, ikke er fullt ut lojale overfor eieren av pengene, nemlig Finansdepartementet. Egeninteressen til forvalterne kan anspore til en atferd som eieren – i siste instans oss alle, det norske folk – ikke er tjent med.

Litteraturen om prinsipal-agent-problemet er overraskende statisk. Man tar for gitt at agenten har sine egne interesser som avviker fra prinsipalens. Lojaliteten er liten. Da gjelder det å finne frem til mekanismer som gjør at agentens agenda i større grad sammenfaller med prinsipalens. Gjerne en kombinasjon av kontroll og incentiver.

Men hva om prinsipalen kan plukke lojale agenter? Eller over tid kan påvirke agenten til å bli mer lojal i sin atferd? Da blir det mindre behov for kostbar kontroll og dyre incentiver. Dessuten blir det mer trivelig og bedre stemning på arbeidsplassen.

Kjetil Lund heter en mann. Han var statssekretær i Finansdepartementet under Sigbjørn Johnsen sine siste økt som minister, fra 2009 til 2013. I en kronikk i Aftenposten den 15. august i år skildrer han dagen da Siv Jensen tok over. Sigbjørn, med sine politiske medarbeidere og øverste embetsmenn står oppstilt i rekke på finansministerens kontor. Inn kommer Siv med sine statssekretærer. Smilende, energiske, forventningsfulle. En etter en hilser den ene rekken av folk på den andre rekken, helt opp til Sigbjørn.

”Og da – akkurat i det øyeblikket – skifter lojaliteten til embetsverket. Nå var Siv Jensen finansminister i Norge.”

Kan det bli bedre? Nå er det Sivs tur til å kunne glede seg over et dyktig embetsverk. Som ser det som sin fremste oppgave å betjene finansministeren på best mulig vis. Som er lojale til fingerspissene.

Hvor ble det av prinsipal-agent-problemet?

---

<sup>4</sup> Se artikkelen “Loyalty, Agency Conflicts, and Corporate Governance” av Randall Morck, i boken *Behavioral Finance. Investors, Corporations, and Markets*, redigert av H. Kent Baker og John R. Nofsinger, utgitt i 2011 av John Wiley & Sons.

Med Oljefondet lagt innunder Norges Bank trenger ikke prinsipalen (Finansdepartementet) å ta i bruk ekstra incentiver eller kontroll utover det som forvaltning av åtte tusen milliarder kroner tilsier for å få agenten (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 sjefstolen i Norges Bank.<sup>5</sup> Og like viktig, samarbeidet mellom de to institusjonene er meget god, med dyktige fagfolk som flytter mellom dem.

Imidlertid dukker ”agent-problemet” opp i neste ledd – mellom NBIM og Norges Bank. Forvaltningsorganisasjonen, Norges Bank Investment Management, har en annen kultur enn sentralbanken. Bedre blir det ikke av at denne gjøkungen betaler ikke så rent få av sine ansatte langt bedre enn hva sentralbanksjefen henter hjem i lønningsposen. Og mer alvorlig, opererer i et miljø og en kultur der så godt som alt måles kun i penger.

Til nå har denne kulturkonflikten blitt løst på tilfredsstillende vis. NBIM topper listene i oversikter over vellykkede og dyktige Sovereign Wealth Funds (SWFs). Med en åpenhet knapt noe annet SWF kan vise til. At Statens pensjonsfond utland på mange måter likevel er en uting for vår sentralbank, kan vi ikke komme utenom. Men det er en uting jeg mener vi også i fortsettelsen bør leve med.

For hva er alternativet? Et frittstående selskap (NGIM) med eget styre som styrer med disse pengene. I første omgang vil man trolig merke lite. Hele balletten i NBIM flytter med. Men i neste omgang vil ikke endringer i kulturen være til å unngå. Den største faren er at forvalteren over tid vil kunne få innflytelse over mandatet.<sup>6</sup>

Flinke folk gidder ikke å administrere indeksfond. Men over tid vet vi at indeksforvaltning slår det meste. I hvert fall for et fond av den størrelsen vi her snakker om.

----- BOKS STARTER -----

**BOKS: FLINKE FOLK GIDDER IKKE Å ADMINISTRERE INDEKSFOND**

Sverre August Christensen, Espen Ekberg, Trond Bergh og Christine Myrvang har skrevet Storebrands historie, *Skadeskutt og livskraftig, Storebrand og forsikringsbransjen*, bind 1 og 2: 1767-2017, Universitetsforlaget, 2017.

På side 400 i Bind 2 leser vi (om Storebrandsjef Åge Korsvold):

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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.

”Selv om Korsvold ivret for mer sparing i aksjer, så innebar ikke dette at man skulle basere seg på aktiv forvaltning, han mente som sagt at det var aktivfordelingen som avgjorde avkastningen. Derfor la man seg på indeks på 70 prosent av aksjene og 30 prosent aktiv forvaltning. De 30 prosentene med aktiv forvaltning svarte seg ikke økonomisk, men det var viktig å holde på den kompetansen, samt å holde humøret oppe. Flinke folk gadd ikke sitte å administrere indeksfond.”

----- BOKS SLUTT -----

*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: <sup>7</sup>

”... culture changes as a result of the incentives and stimuli provided by an institutional environment”,

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 prinsippal-agent-problemet vil kunne anta store dimensjoner. Der lojaliteten som agenten har overfor eieren av pengene på fondet, må formodes å bli kraftig svekket.

“We shape our buildings, and afterwards our buildings shape us”, sa Churchill. Etter at tyskerne i sitt siste bomberaid 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, vil denne institusjonen påvirke oss og føre til enda mer fokus på penger og finans. Det er nordmenn flest neppe tjent med.

## Avslutning

Jeg avslutter slik jeg innledet:

Praktisk pengepolitikk og forvaltningen av oljemilliardene er vi etter hvert blitt veldig gode på. Problemet med NOU 2017: 13 er at den ikke makter å tegne et bakgrunnsbilde som skulle tilsi de til dels dramatiske endringene man foreslår for pengepolitikken i Norge og for forvaltningen av midlene på Statens pensjonsfond utland.

---

<sup>7</sup> Hentet fra første kapittel i boken *A Culture of Growth. The Origins of the Modern Economy*, Princeton University Press, 2017.