

Debatt

debatt@dn.no

Fakta om Oljefondet

Selv med den enkleste risikojustering av Oljefondets meravkastning blir den null – før kostnader. Aksjeplukking og eiendom bør ut.

Før jul svarte visesentralbanksjef Egil Matsen på vår analyse av den tapsgenerende aksjeplukkingen i Oljefondet (innlegg i DN og artikkelen «Det kan være greit å starte med fakta», 20. desember). Matsen viser til at meravkastningen utover referanseindeksen historisk har vært 0,27 prosentpoeng (før kostnader). Målet er visstnok å levere høyere avkastning enn referanseindeksen over tid - ubetinget. Varen er altså levert.

Et tips: Hold fem prosentpoeng mer i aksjer enn referanseindeksen tilsier. Målet vil over tid nås enklere enn i dag. Men har Norges Bank Investment Management (Nbim) da vært dyktige eller bare eksponert oss for større risiko enn vi ba om?

En så triviell strategi for meravkastning ville selvsagt ikke forsvart at halvparten av Nbims årlige kostnader på fire-fem milliarder går til å bedrive spekulasjon. En høvelig mengde vatt og uklarhet supplert med pompøs arroganse behøves.

Vi trodde Matsen ble oppnevnt av det norske folk for å holde Nbim i ørene - ikke være deres sverdslager. Matsens tilsvar forsterker inntrykket av alvorlige styringsproblemer i Oljefondet. Kronikken er både styringsmessig og faglig skremmende lesning.

Matsen later ikke til å forstå at meravkastning alene er ganske uinteressant så lenge den ikke er justert for hvilken risikotagning den er skapt med.

Den er like uinteressant før justering for de høye kostnadene på i snitt 0,08 prosentpoeng og sminken fra svært forutsigbare inntekter fra utlån av verdipapirer på 0,06 prosentpoeng - inntekter som forøvrig er tilstrekkelige til å dekke kostnader forbundet med indekssnær forvaltning. Allerede før risikojustering er derfor Matsens «faktum» 0,14 prosentpoeng for høyt.

Like før Matsens tilsvar rapporterte for øvrig Nbim til Finansdepartementet at risikojustert meravkastning før kostnader var tilnærmet lik null.

Matsen snakker som en hedgefondforvalter - upassende for oppsynsmannen for det norske folks sparekapital.

Det finnes i prinsippet to måter å skape meravkastning



Vi applauderer Nbims «smarte» indekssvirksomhet. Aksjeplukking og eiendomsvirksomhet bør imidlertid avvikles, skriver artikkelforfatterne. Bildet er fra Regent Street i London, hvor Oljefondet eier mange eiendommer. Foto: Per Ståle Bugjerde

Innlegg Halvor Hoddevik og Richard Priestley



Halvor Hoddevik,
arbeidende styreleder i
Rann as.



Richard Priestley,
professor, instituttleder
ved Institutt for finans,
Handelshøyskolen BI.

utover en definert referanseindeks på. Spille på kjente kilder til systematisk meravkastning eller å gjøre veddemål i netto nullsumspill, som aksjeplukking.

Å satse på systematisk prissatte risikofaktorer utover det som ligger i referanseindeksen utsetter kapitaleieren for økt risiko - en kostnad. For dette høster han i forventning en meravkastning fordi han får betalt for å bære denne risikoen. Det er belønning for deling av risiko i den globale økonomien. Det er pølser mot penger.

Nbims aksjeplukking og eiendomsvirksomhet er noe annet. Etter kostnader på to-tre milliarder i året skal Nbim tjene penger på å gjøre andre fattigere i et nullsumspill. Det har formodningen mot seg.

Ligger ikke bevisbyrden på de som ber om å få bruke milliarder av fellesskapets penger til tilfeldig spill - spill med negativ forventet avkastning etter kostnader?

Av uforståelige årsaker synes situasjonen her å være omvendt.

Matsen ber om faktum: Den mest trivielle form for risikojustering av meravkastning viser at den er null før kostnader. All meravkastning som er skapt historisk, kan forklares med overeksponering mot referanseindeksens risikable aktiva. Det norske folk har ikke fått «alpha», men dyr «beta».

Våre og andres analyser - også Nbims - viser det samme. Uten verken dyktighet eller kostnader kunne Matsens 0,27 prosentpoeng og enda mer vært skapt ved å gjøre referanseporteføljen litt mer risikabel enn i dag, om risikoni-vået hadde vært akseptabelt.

Matsen mener vi opererer på uklart grunnlag. Han sendte oss ikke-offentlige tall. For å ikke kompromittere Matsen valgte vi, i motsetning til tidligere, å ikke offentliggjøre beregningene. Vi legger nå ut vår analyse. Selv påstår Matsen imidlertid, fullstendig udokumentert, at risikojustert meravkastning er positiv - i strid med Nbims brev fra samme tidspunkt.

Matsen anser vår analyse

verdiløs. Vi benytter hans tall og alment akseptert metode fra akademisk forskning.

Vi er ikke fiender av Nbim. Vi har ikke foreslått en naiv og mekanisk indekseringsstrategi. Vi er imponert over Nbims perfektionerte indeksreplikering med tilhørende spill på systematiske risikofaktorer. Jamfør Nbims siste redegjørelse har denne virksomheten skapt all meravkastning de seneste årene. Dette står i kontrast til Matsens påstand om at indekssnær forvaltning gir forventet tap.

Vi applauderer Nbims «smarte» indekssvirksomhet. Aksjeplukking og eiendomsvirksomhet bør imidlertid avvikles. De koster oss milliarder uten å bidra med positiv risikojustert avkastning.

Analysene er tilgjengelig på rann.no

Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann as, og **Richard Priestley**, professor, instituttleder ved Institutt for finans, Handelshøyskolen BI