

■ ■ ■ Norges Banks aktive forvaltning av oljefondet gir ikke betydelige gevinster, men åpner for store tap. Bankens risikosystemer og regresjonsanalyser fanger ikke opp risikoen i renteforvaltningen.

Skrinlegg aktiv forvaltning



KREDITTKOMMENTAR HALVOR HODDEVIK

Finansdepartementet bør ta lærdom av de siste årenes hendelser og skrinlegge all aktiv forvaltning av oljefondet. Fondet bør forvaltes som et strengt indeksfond. Argumentene mot aktiv forvaltning har forvalteren Norges Bank Investment Management (NBIM) selv overbevisende levert med årets årsrapport.

Det beste argumentet for aktiv forvaltning må være at man anser det som ønskelig å legge til rette for fortsatt bonusutbetaling til forvaltere, og for tapsbomber som går i luften et sted mellom hvert tiende og førtiende år.

Oljefondets avkastning i dets verste år noensinne var minus 23,3 prosent. NBIMs taktiske veddemål ga tap på 3,37 prosentpoeng utover verdifallet i referanseporteføljen som departementet har angitt. På renteporteføljen, den forutsetningsvis sikre biten av investeringene, hadde fondet et relativt tap på 6,6 prosentpoeng.

Fondets årsrapport er i år spesielt interessant. Der beskrives utførelse hoveddimensjonene for de taktiske veddemålene. Årsrapporten og alminnelig finansiell resonnering tyder på at disse på rentesiden er bygget omkring fire hovedakser. De representerer hva jeg oppfatter som en systematisk vridning av den taktiske forvaltningen, for å høste meravkastning utover referanseporteføljen (se faktaboksen).

Forvalteren skal imidlertid ikke belønnes for systematisk risikotagning, fordi dette ikke er uttrykk for dyktighet.

Fondets relative strategi innebærer høyere kredittrisiko enn referanseporteføljen, men bare en som vil materialiseres i et fullstendig krisescenario for verdensøkonomien. Strategien kan med rimelighet beskrives som å selge kreforsikring – helt i tråd med anklagen Hans Olav Husum fremsatte i en primært aksjeorientert artikkel ifjor.

Det er imidlertid en viktig nyansering her: Systematisk vridning av aksjeforvaltningen – eksponering mot kjente kilder til meravkastning – gir uttelling i kanskje seks av ti tilfeller. På kreditt slår det til i ni av ti tilfeller. Den tiende gangen



■ ARGUMENTER. Artikkelforfatteren mener Norges Bank Investment Management og direktør Yngve Slyngstad har gitt gode argumenter mot aktiv forvaltning i egen årsrapport. Foto: Gunnar Bløndal

smeller det imidlertid mye mer enn med aksjer.

Det blir som å selge brannforsikring uten å avsette for å dekke utbetalinger når brannene kommer. Forvalter skal ikke belønnes for slikt.

I normale markeder gir NBIMs strategi lav prisvariasjon i forhold til referanseporteføljen. Den gir imidlertid høyere løpende avkastning, helt til man får ekstraordinære markedstilstander, som i 2008. Da synliggjøres risikoen.

Det blir ikke bedre av at fondets risikomålingsystem ikke evner å fange opp risikoen i fondets avviksstrategi på disse papirene. Jeg jobbet tidligere i den avdelingen i J.P. Morgan som utviklet den første utgaven av NBIMs risikomålingsystem, RiskManager, og kjenner systemet godt. RiskManager er uegnet til å kvantifisere hvilken økt forventet risiko som følger med å velge RMBS-er og covered bonds i stedet for statspapirer og subordinert gjeld i stedet for senior gjeld. Forventet risiko stiger knapt om forvalter bytter ut stat med covered bonds, noe som ikke er riktig.

Den viktigste begrensningen av NBIMs handlingsrom ligger i mandatet fra Finansdepartementet om å ikke overskride en forventet normalvariasjon mot referanseporteføljen på 1,5 prosentpoeng per år. Problemet er imidlertid hvordan denne forventningen beregnes: ved løpende oppdatert måling av historiske prisvariasjoner, variasjoner mellom fondets faktiske posisjoner og referanseporteføljen.

En slik metode varsler imidlertid først når det er for sent, dersom man investerer i papirer som nesten aldri har avvikende avkastning fra referanseporteføljen, utenom i krisetider.

Hvorfor en slik tilbøyelighet til å selge kreforsikring? Det er naturlig å se hen til det faktum at belønningen til forvalter er asymmetrisk. Om han leverer meravkastning får han bonus, hvis ikke får han null – men aldri negativ bonus. Forvalter kan i så fall slutte, og begynne i en annen forvaltningsbedrift og tjene nye bonuser der.

Men hva annet kunne forventes av NBIM? NBIM har egentlig opptrådt slik enhver annen forvalter ville gjort, gitt investeringsmandatet. En forvalter underlagt et aktivt forvaltningsmandat, begrenset i hovedsak av forventet variasjon, vil som regel tendere mot slike strategier som NBIM har valgt. Det er strategier med risiko som ikke fanges av mandatbegrensningen, strategier som ikke øker den beregnede forventede usikkerheten. De gir tilsynelatende

meravkastning i forhold til referanseporteføljen, som gir grunnlag for bonusutbetalinger til forvalterne.

Noen spørsmål reiser seg:

■ Burde oppdragsgiver ha sett dette problemet?

■ Burde forvalter ha et aktivt mandat overhodet?

Svaret på det første spørsmålet er vel tja. Finansdepartementet burde nok lenge seg mindre på regresjonsmodellene og historisk relativt standardavvik som risikomål. Departementet burde i tillegg sett på de konkrete papirene som NBIM valgte å investere i. Da kunne det ha identifisert NBIMs systematiske risikovridning av fondet. Denne ville nemlig ikke avdekkes av risikomålingsystemet til NBIM, spesielt ikke på kredittrisikotagning på rentesiden.

Svaret på det andre spørsmålet gir NBIM befriende nok

selv på side 63 i sin egen årsrapport – om ikke annet så i hvert fall i tall- og tabellform. Her gjengis en historisk analyse av kildene til meravkastning utover referanseporteføljen på aksjesiden i fondet. Evalueringen gir to hovedbudskap, riktignok innhyllet i en høvelig mengde språklig vatt

■ Meravkastningen i fondet har ikke vært signifikant forskjellig fra null.

■ En god del av den meravkastningen som er levert kan forklares ved overeksponering mot referanseporteføljen.

NBIMs årsrapport viser altså at den aktive forvaltningen ikke skaper betydelig verdi, men legger til rette for store tap. Derfor bør den også avvikles.

Halvor Hoddevik er ansvarlig for risikorådgivning i Arctic Securities.

OLJEFONDETS FORVALTNING

Dette er de mest markante trekkene ved Norges Banks forvaltning av rentedelen av fondet:

■ Der referanseporteføljen inneholder "kjedelige" pantsikrede obligasjoner utstedt av tilnærmet statsgaranterte institusjoner ("agency mbs") har fondet valgt mer risikable, tildels sub-prime eksponerte CDO-lignende pantsikrede obligasjoner utstedt av private institusjoner ("non-agency mbs"). Denne delen av forvaltningen forklarer 40 prosent av renteforvaltningens negative resultat i 2008.

■ Der referanseporteføljen inneholder senior gjeld – ordinære obligasjoner – har fondet valgt å satse på ansvarlige lån og andre former for subordinert gjeld fra tilsvarende utstedere, spesielt i finans. Dette betyr at fondet får igjen pengene om utsteder overlever, men om utsteder går konkurs står fondet omtrent sist i køen av kreditorer.

■ Der referanseporteføljen inneholder statspapirer har fondet valgt å investere i obligasjoner med fortrinnsrett ("covered bonds"). Disse obligasjonene

har primært sikkerhet i en kurv underliggende lån (typisk boliglån) og er i tillegg garantert for av den utstedende bank. Tilsammen forklarer overvekten i covered bonds og subordinert gjeld 30 prosent av renteresultatet.

■ Gearing: Fondet har lånt penger med sikkerhet i eksisterende plasseringer. Disse plasseringene medfører at fondet i normale markeder mottar kort pengemarkedsrente og betaler en enda kortere pengemarkedsrente. Tap på dette forklarer cirka ti prosent av renteresultatet.

KREDITTKOMMENTAR



GUTTORM EGGE



MARIA GRANLUND



HALVOR HODDEVIK



HERLEIF HÅVIK



PÅL RINGHOLM



OLE EINAR STOKSTAD