

Når reglene endres etter målplassering

Priestley og Hoddevik har ikke belegg for sin påstand om årlig tap på ti milliarder kroner ved aktiv forvaltning av Oljefondet.

Innlegg Knut N. Kjær



Hvem vil stille til start i en konkurranse der reglene kan bli endret etter målplassering?

Når DN 12. desember hevder at Oljefondet taper ti milliarder kroner årlig på aksjeplukking, er det nettopp det man har gjort. Realiteten er at Norges Bank Investment Management (NBIM) har skapt store verdier for Oljefondet ved aktiv forvaltning slik reglene var da de stilte til start.

DN-oppslaget baseres på et leserinnlegg i avisen samme dag av Richard Priestley og Halvor Hoddevik. Deres metode er å analysere data bakover i tid basert på hva som faktisk har skjedd. Ved målplasseringen vurderer de hvor godt NBIM kunne ha gjort det om man fra starten av tilpasset forvaltningen gitt informasjonen fremover i tid. Det lett å investere når man vet «fasiten».

Metoden Priestley og Hoddevik benytter, er standard innen



Metoden Richard Priestley (til venstre) og Halvor Hoddevik ved BI benytter, er standard innen finansfaget og har ligget til grunn også for andre analyser DN har formidlet. Foto: Hampus Lundgren

finansfaget og har ligget til grunn også for andre analyser DN har formidlet. Feilen er at Priestley og Hoddevik trekker konklusjonen lengre enn metoden gir grunnlag for. Ved riktig anvendelse kan metoden gi viktig informasjon. Man ser ikke bare på et netto resultat mot benchmark i seg selv, man korrigerer også for den såkalte risiko forvalteren har tatt for å oppnå resultatet.

Avkastning bør bestandig vurderes i forhold til risiko, selv om det vil alltid være grader av subjektivitet når man definerer risiko.

Priestley og Hoddevik bruker

flere hovedtyper av risiko i sin korrigering, som bedrifters størrelse, faktisk verdi forhold til bokverdi med flere. Både kunder og investorer har mye å lære av å studere hva som kan være



Metoden kan være uegnet til å måle hvor mye eller lite en forvalter skaper av verdi, skriver Knut Kjær.

hovedfaktorer bak resultatene som oppnås. Læringen kan resultere i at man legger opp forvaltningen fremover annerledes, for eksempel ved at man tar flere topp-ned beslutninger

basert på slik informasjon, og færre ned-opp valg av typen vanlig aktiv forvaltning ved å plukke enkeltelskaper. Det kan også gi rimeligere forvaltning.

Mens metoden er nyttig for å få kunnskap om risikoegenskaper, kan den være uegnet til å måle hvor mye eller lite en forvalter skaper av verdi. Priestley og Hoddevik har rett og slett ikke belegg for sin påstand om årlig tap på ti milliarder kroner. Dette forbeholdet ved metoden er meget godt kjent i fagmiljøet.

For å bruke metoden til å si noe om faktisk verdi av aktiv forvaltning, må man spole frem

til starttidspunktet. Hvilke regler gjelder for forvalter når målingen starter? Priestley og Hoddevik bruker data som er tilgjengelig først etter målplasseringen. For de fleste som er kjent med økonomiske analyser på tidsserie data vil analyser av denne typen svært ofte gi til resultat at det eksisterer noen strukturelle sammenhenger som kan forklare mye av avkastningen.

I NBIMs tilfelle er reglene bestemt på forhånd av Finansdepartementet gjennom valget av benchmark. Departementet har vist i ulike rapporter og analyser at man har mye kunnskap om blant annet faktorene Priestley og Hoddevik anvender i sin modell. Departementet har vært bevisst på ikke å endre sitt målegrunnlag og har kommunisert mange gode grunner til ikke å gjøre det.

Det tjener ikke debatten om Oljefondet at enkelte går ut med tabloide overskrifter uten å vise til forutsetningene som er lagt til grunn og forbehold ved metoden. Fra starten av har det vært lagt vekt på at NBIM ikke skal drive med virksomhet som over tid gir tap. Det er et riktig og viktig prinsipp. Men jeg ville selv aldri ha stilt opp i en konkurranse der reglene ble til først ved målplassering.

Knut N. Kjær, tidligere leder av Norges Bank Investment Management (NBIM)

Forsvaret må prioriteres

Generalsekretær Christian Bugge Hjorth i Norges Forsvarsforening påpeker i DN 13. desember utfordringene med å sikre finansieringen av det forsvaret Stortinget vedtar. Problemstillingen er gammel, velkjent og reell.

Summen av forskjellige politiske ambisjoner gjør at man vedtar en for stor struktur. Man kjøper mer materiell og har større avdelinger enn man har penger til å drifte. Over tid øver soldatene for lite, materiellet står og ruster, og isolert sett fornuftige anskaffelser ender opp som feilinvesteringer.

Siden Høyre og Fremskrittspartiet overtok i regjering i 2013 har det vært et hovedmål å få slutt på denne praksisen. Den gangen kunne vi seile en eller to fregatter, nå seiler vi

tre eller fire. All politisk erfaring tilsier at det må inngås kompromisser, med risiko for at man over tid lager for stor struktur.

Stortinget vedtok nylig å styrke Hæren med stridsvogner og flere soldater, beholde helikopter på Bardufoss, og øke HV med 2000 soldater. Det koster penger, og Bugge Hjorth utfordret regjeringen på finansieringen. Der har vi en troverdig historie. I statsbudsjettet i høst økte bevilgningene til Forsvaret med 3000 millioner, noe som er en rekordstor styrking. Regjeringen vil fremme forslag om ytterligere økninger i revidert budsjett til våren.

Fremskrittspartiet vedtok på partiets landsmøte tidligere i år at to prosent av bnp skal brukes på forsvar innen 2022. De fleste

øvrige partier har samme mål, men da innen 2024. Stortingets flertall ønsker med andre ord en betydelig styrking av Forsvaret. Diskusjonen er ikke om hvorvidt vi skal gjøre det, men hvordan. Den åpenbare løsningen er at forsvarsvenner i alle partier står sammen om å prioritere Forsvaret foran andre samfunns-goder.

Den prioriteringen er ikke åpenbar, det vil være en daglig og beinhard kamp om Forsvaret foran andre gode og legitime saker som eldreomsorg, helse, utdanning, miljø og andre kjernesaker. Da må eksempelvis Senterpartiet være villige til å prioritere Forsvaret fremfor rekordstore subsidier av landbruket.

Hvis vi tverrpolitisk følger opp ambisjonene om to prosent av bnp til Forsvaret, vil vi i 2024

anslagsvis ha 17 milliarder mer til Forsvaret. Da har vi råd til både å styrke Hæren og Heimevernet, kjøpe de flyene og ubåtene vi har vedtatt, skaffe ammunisjon og bemanne og øve hele strukturen.

Det som isolert sett ser ut som styrking av Forsvaret blir en svøpe hvis vi ikke klarer å drifte investeringene. En del av svaret er å unngå å bruke forsvarsstruktur til politiske markeringer, men det aller viktigste er at vi tverrpolitisk står sammen om å prioritere forsvar foran andre samfunns-goder, og at alle partier følger opp toprosentmålet.

Christian Tybring-Gjedde, forsvarspolitisk talsmann, Frp og **Geir Hågen Karlsen**, vara-representant til Stortinget, leder forsvarspolitisk utvalg, Oslo Frp

Sammenligningen fra helvete

Å sammenligne kan være vanskelig. Sans for perspektiv og vesentlighet er en forutsetning. Man kan lure på hvilen målestokk Eva Grinde har brukt når en dyktig leder som Wenche Martinussen i Storebrand brukes som eksempel under overskriften «Sjefer fra helvete» i DN 18. desember.

Grinde skriver som regel godt og treffsikkert. Men her bommer hun med en sammenligning som ikke engang gir mening fra perspektivet til den omtalte hunden Laika, som så jorda fra Sputnik 2.

«Man måste jamføra, skriver Eva Grinde. Hvorfor gjør hun ikke det?

Jan Otto Risebrokken, fungerende kommunikasjonsdirektør i Storebrand