

Finans Gjestekommentar



Spekulativ ressursøding i Oljefondet

Aksjeplukkingen i Norges Bank er fortsatt tapsbringende etter kostnader. Et nytt styre bør avvikle virksomheten.

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



↑ Halvor Hoddevik



↑ Richard Priestley

● **Styret i Norges Bank** skal med ny sentralbanklov få inn et ekstra eksternt medlem. I tillegg utløper perioden til flere av de nåværende medlemmene. Et endret styre er en god anledning til å se nærmere på de unødvendige dyre elementene av fondsforvaltningen, særlig aksjeplukkingen.

Norges Bank Investment Management (Nbm) deler forvaltningen av Oljefondet i tre hovedområder: Fondsallokering, indeksforvaltning og verdipapirseleksjon.

Den dyreste virksomheten, verdipapirseleksjon, innebærer at Nbm skal identifisere vinneraksjer, eller forvaltere som skal finne vinneraksjer, og med det skape en meravkastning. Virksomheten innebærer spekulasjon i aksjer og obligasjoner.

I 2018 kostet forvaltningen av Oljefondet 4,5 milliarder kroner. En uforholdsmessig stor andel, nesten halvparten, skriver seg fra den spekulative virksomheten. Spekulasjonen kostet oss i fjor to milliarder. Noen av disse milliardene har å gjøre med verdipapirseleksjon innenfor obligasjonsmarkedet, men det alt vesentlige har med aksjeplukking å gjøre.

Det synes å være skilt ut om lag 800 milliarder kroner i en ren spekulasjonsportefølje for aksjemarkedet. Kostnadene som andel av forvaltningskapital er derfor svært høye på denne delen av virksomheten – kanskje så høye som 0,2 prosentpoeng per år. Nbm rapporterer ikke godt nok til å kunne fastslå disse størrelsene.

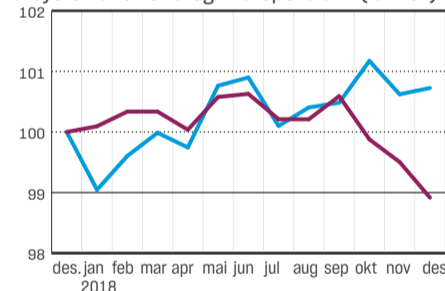


↑ Administrerende direktør i NBIM Yngve Slyngstad burde avvikle den delen av Oljefondet som driver med aksjeplukking, mener artikkelforfatterne. Foto: Per Ståle Bugjerde

Oljefondet taper på aksjeplukkingen

Aksjeplukkingens avkastning i forhold til referanseindeks.

● Systematisk strategi ● Spekulativ (faktisk)



2019 DNgrafikk / Kilde: Hoddevik/Priestley

Selv om aksjespekulasjonen i 2018 leverte minusresultat på om lag åtte milliarder kroner i forhold til referanseindeksen, påstår Nbm at over årene 2013–2018 har virksomheten bidratt med 0,1 prosentpoeng før kostnader. Dette tallet er imidlertid ikke justert for den eksponering aksjeplukkingen har hatt mot kjente kilder til meravkastning i kapitalmarkedene – såkalte faktorer.

I april 2018 offentliggjorde vi en evaluering av den risikjusterte avkastning over årene 2013–2016 på aksjeplukkingens virksomheten. Vi viste at risikjustert skapes det ikke merverdier i denne virksomheten før kostnader. Det vil si, at når vi tar bort den del av avkastningen i aksjeplukkingen som skriver seg fra at forvalterne har spilt på kjente kilder til meravkastning, er det ingen meravkastning igjen før kostnader. Og det behøver ikke koste to milliarder å spille på slike faktorer.

Vi har nå oppdatert analysen med tall for årene 2013–2018. Resultatet er det samme. Det er ingen meravkastning i aksjeplukkingens virksomheten før kostnader når man justerer for kjente kilder til meravkastning.

Noe av problemet er at Oljefondets referanseindeks ikke dekker hele Nbm's tillatte investeringsunivers. Dette er en invitasjon til forvalter om å vedde på aktivklasser som er innenfor investeringsuniverset, men som er utenfor referanseindeksen. Det er nettopp dette som har skjedd. Nbm's aksjeplukking har overeksponert fondet mot Kina. Dette har ikke vært et dårlig valg, men måten det har skjedd på, med dyre aksjeplukkende porteføljevaltere, har vært unødvendig dyrt.

Kina-eksponeringen kunne vært oppnådd for en brøkdel av de kostnadene Nbm påfører oss gjennom å holde fast ved sin utdaterte forvaltningsmodell med plukking av enkeltaksjer.

Et lite eksperiment viser dette. Nbm har overeksponert fondet mot Kina, samtidig som andre fremvoksende markeder har vært undervektet. I tillegg synes forvalterne å spille på små- og mellomstore selskaper, noe som er vanlig blant aksjeplukkere. Vi estimerer først hvilken vridning forvalterne utsatte spekulasjonsporteføljen for i perioden 2015–2017. Deretter holder vi strategien fast gjennom 2018 uten dyre porteføljevaltere.

Resultatet viser at før kostnader ville vår systematisk forvaltede spekulasjonsportefølje gjort det temmelig likt som – dog noe bedre enn – den faktiske prestasjonen til aksjeplukkerne.

Og vår strategi ville ikke kostet to milliarder å gjennomføre.

Empirisk forskning viser at slik virksomhet ikke lønner seg. Gitt at denne virksomhetens eksistensberettigelse har formodningen mot seg og samtidig dominerer kostnadsbildet bør den avvikles.

En oppdatert versjon av vår rapport er tilgjengelig på www.rann.no.

Uproblematisk at 270 mrd. er feilinvestert i bolig?

Erlend Eide Bø, forsker i Statistisk sentralbyrå

● **Espen Sirnes** konkluderer i sin kommentar i DN 14. august med at overinvestering i bolig på grunn av skattefordeler neppe er et stort samfunnsproblem.

Han beregner at overinvestering i bolig bare utgjør 0,5 prosent av brutto nasjonalprodukt (bnp). Nå har det seg sånn at bnp er et stort tall, så 0,5 prosent utgjør mer enn 16 milliarder kroner. I året.

I tillegg er boliginvesteringer varige. Overinvesteringer over mange år gjør at totalverdien overinvestert i bolig er mye høyere enn de 16 milliardene.

Hvis man antar at overinvestering i den totale boligmassen utgjør en like stor andel som Sirnes beregner for årlige investeringer – bolig har vært favorisert skattemessig i lang tid – får man en total på 270 milliarder kroner.

En årlig overinvestering på 16 milliarder og en kapitalbeholdning der rundt 270 milliarder som er feilinvestert, fremstår ikke for meg som en begrunnelse for ikke å innføre boligsjatt. Snarere tvert imot.

Særlig ikke når endringen også påvirker fordeling og kjøpekraft

ten for førstegangskjøpere positivt.

DN bommer om digital signering

Peter Frølich (H), stortingsrepresentant, justispolitisk talsperson

DNs lederartikler pleier å være treffsikre. I mandagens leder kom det et bomskudd. Jeg får kritikk for å ha gitt en forskrift som tillater digital signering av testamenter. DN stempler det til og med som uryddig. Problemet er bare at jeg aldri har gitt en slik forskrift.

Feilen kan se liten ut, men er

ganske vesentlig: Stortingsrepresentanter vedtar ikke forskrifter. Vi gir derimot tillatelse – hjemmel – til at regjeringen kan lage forskrifter. Det har regjeringen ikke gjort i dette tilfellet.

Det betyr i klartekst:

Det finnes ingen «uryddig» forskrift, slik DN skriver. Det er ikke tillatt å signere testamenter digitalt enda, slik lederen kan gi inntrykk av.

Det kan bli tillatt med digital signatur av testamenter i fremtiden. Det blir opp til regjeringen å avgjøre spørsmålet. Stortingets krav er at det først må være et sikkert system på plass for å hindre svindel og forfalskning.

Det eneste jeg har gjort er altså å flytte avgjørelsen om tillatelse

av digital signatur fra Stortinget til regjeringen – på strenge vilkår. That's the news. Det sparer masse tid, fordi man slipper nye runder med tungvinte lovendringer og legger den tekniske vurderingen av sikkerhetsspørsmålet der den hører hjemme: Hos fagfolk i et departement.

Det er vel neppe så uansvarlig som DN påstår.

Min spådom, og forhåpning, er at det vil bli tillatt å signere testamenter digitalt i fremtiden. Det vil gjøre det enklere å skrive dem, og flere vil dermed gjøre det. Samtidig sikres alle dokumenter digitalt, slik at de ikke går tapt eller brennes i peisen av en ond arving.