

Finans

Halvor Hoddevik og Richard Priestley



Meningsløst om Oljefondet fra NHH-forskere

«Pengelandslaget» fortsetter ikke å levere, slik Døskeland og Sjuve fra NHH påstår. Finansdepartementet og Norges Banks styre bør avvikle de spekulative strategiene i Oljefondet.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as, og Richard Priestley, professor ved Handelshøyskolen BI

● **Ikke lenge** før jul ble en rapport om Norges Banks aktive forvaltning av Oljefondet lagt frem. Den er utarbeidet på oppdrag fra Finansdepartementet av professor Trond Døskeland og førsteamanuensis André Wattø Sjuve, begge ved NHH (kronikken «Pengelandslaget fortsetter å levere», DN 9. desember). Døskeland og Sjuve hevder den aktive forvaltningen av Oljefondet har skapt 402 milliarder kroner i verdier siden 1998. Tallet er meningsløst. Meravkastningen er målt i forhold til en upassende referanseindeks, og konklusjonen er farlig fordi den legitimerer Oljefondets spekulative strategier, som vi tidligere har vist at taper penger for det norske folk på en risikojustert basis. Døskeland og Sjuve sammenligner fondets prestasjon med en referanseindeks som ikke er representativ for risikoen som er tatt. Indeksen de bruker, inkluderer kun et delsett av universet av aktiva som Oljefondet har lov til å investere i. Hvis Norges Bank Investment Management (Nbim) investerer i aktiva utenfor indeksen, kan Nbim slå indeksen og hevde at verdier er skapt. Det er det ikke – det reflekterer bare risikotagning som indeksen ikke har tilgang til. Eksempel: En forvalter av et norsk aksjefond plasserer ti prosent av fondet i amerikanske teknologiaksjer og slår referanseindeksen Oslo Børs, fordi tek-aksjene går bra.



◀ Nicolai Tangen og hans kapitalforvaltere i Norges Bank bør ikke få drive «aktiv forvaltning» av Oljefondet, ifølge skribentene. Foto: Øyvind Elvsborg

Med en referanseindeks bestående av ti prosent tek-aksjer og 90 prosent Oslo Børs ville meravkastningen forsvunnet. Problemet er godt kjent i faglitteraturen, og det er oppsiktsvekkende at en akademisk rapport ikke tar høyde for dette. Vi har tidligere vist nødvendigheten av slik justering, eksempelvis for Oljefondets mangeårige overeksponering mot kinesiske aksjer som lå utenfor referanseindeksen. Litteraturen er tydelig: Hvis en referanseindeks ikke fanger risikofaktorene fondet tar på seg, er den ubrukelig for å måle merverdi. Fondet bør kun evalueres mot indekser som representerer hele universet av aktiva fondet investeres i. Alt annet er misvisende. I fondsbransjen er dette utbredt – mer enn 40 prosent av fondene velger misvisende indekser for å pynte på prestasjonen og tiltrekke seg kapital. Dette kan ikke aksepteres for Oljefondet. Forskning viser at det er svært usannsynlig at porteføljeforvaltere skaper positiv risikojustert meravkastning etter kostnader, og sannsynligheten avtar med fondets størrelse. Døskeland og Sjuves påstand om 402 milliarder i merverdier er villedende, selv om tallet er matematisk korrekt. Det er for det første målt i forhold til en indeks som ikke dekker investeringsuniverset og tallet er ikke risikojustert. Med skikkelig risikojustering ville tallet høyst sannsynlig vært negativt. Og det må absolutt ikke misforstås som et mål på Nbims spekulative ferdigheter. Et eksempel: Døskeland og Sjuves metode innebærer at om det ble skapt én milliard i meravkastning i 1998, som følge av flaks eller dyktighet, og om Nbim deretter hadde ligget nøyaktig på referanseindeksen, ville verdien av denne milliard

ha vokst til om lag syv milliarder nå, fordi den første milliarder med forfatternes metode reinvesteres i fondet. I dette scenarioet ville det under Nicolai Tangens periode vært «skapt» nesten tre milliarder i merverdi fra aktiv forvaltning, uten noen aktivitet i det hele tatt. Det er åpenbart ikke et argument for fortsatt spekulasjon i Oljefondet. For det andre stammer de 402 milliardene fra flere kilder: 1) optimalisert indeksreplikering, 2) overeksponering mot referanseporteføljen og 3) hovedsakelig spekulativ aksjeplukking og eiendomsspekulasjon. Årsrapporten for 2024 viser at indekseringsvirksomheten siden 2013 har bidratt med om lag tre fjerdedeler av all meravkastning før kostnader, og fem seksdelar etter kostnader, i forhold til referanseindeksen. Vi har tidligere vist at denne virksomheten, herunder verdipapirutlån, gir signifikant meravkastning over tid, noe også Døskeland og Sjuve dokumenterer. Dette er god «aktiv» virksomhet i fondet som absolutt bør videreføres. I tillegg har fondet hatt en overeksponering mot referanseindeksen som over tid gir en meravkastning som følge av høyere risiko enn i referanseporteføljen – heller ikke dyktighet. Et kreativt akkumuleringsregnestykke og resultatene fra den gode indekseringsvirksomheten må ikke brukes som argumenter for å videreføre Nbims tapsbringende spekulative strategier. Døskeland og Sjuve gjør implisitt det. Finansdepartementet og Norges Banks styre må ikke akseptere rapporten som argument for fortsatt aksjeplukking i Oljefondet.

Tar feil om Norgespris – og tallene viser det

Robert Næss, investeringsdirektør i Nordea

● **Anders Karlberg** bor i en del av landet der strømmen koster en tredjedel av prisen i resten av landet. Da er det oppsiktsvekkende at han hevder at Norgespris i Sør-Norge – som fortsatt er det dobbelte av hva han selv betaler – vil ødelegge det norske kraftsystemet og påføre bedrifter en konkur-

ranseulempa («Nei, norgespris fungerer ikke», 16. januar). Mange økonomer har vært skeptiske til Norgespris. Etter tre og en halv måned er det imidlertid på tide å legge spekulasjonene til side og forholde seg til fakta. Å avvise ordningen basert på hva som kan skje, er omtrent like treffsikkert som å hevde at Norge ikke kan kvalifisere seg til fotball-VM fordi vi ikke har gjort det tidligere. Nå har vi data. Husholdningene har ikke kastet seg over strømmen, og forbruket har ikke drevet prisene opp. Likevel insisterer Karlberg på

marginalkostnadsargumenter – som tallene ikke støtter. Med magasinkraft som dominerende energikilde er marginalkostnaden nær null så lenge magasinene hverken er fulle eller tomme. Tallene fra de første tre og en halv månedene viser ingen tegn til sløsing og ingen signifikante forskjeller i forbruk mellom husholdninger med og uten Norgespris. Det er heller ikke slik at Norgespris er en gave. Når nettleie og avgifter tas med, betaler husholdningene godt over én krone per kilowattime. Faktisk er det bare fire år siden 1991 hvor husholdningene har betalt mer for strøm

enn de gjør med Norgespris i dag (målt i nominelle kronebeløp – altså en nokså «snill» sammenligning). 11. januar hadde husholdningene i Sør-Norge sitt høyeste forbruk siden ordningen ble innført, med 91 GWh. Likevel var prisen lavere enn gjennomsnittet for året så langt. Den høyeste strømprisen på godt over ett år kom 24. november i fjor – på et tidspunkt da husholdningenes forbruk var nede på 66 GWh. Karlberg blander dessuten produksjon og transport av strøm. Når mange bruker strøm samtidig, belastes nettet. Det kan gi behov

for mer nettutbygging og høyere nettleie. Problemet oppstår når prissignalene er vilkårlige og skyver forbruket i samme retning på samme tid. Nettopp her ligger Norgespris' styrke: Den gjør det mulig å styre og spre forbruket, redusere presset på nettet og unngå kostbar og unødvendig nettutbygging. Etter tre og en halv måned med Norgespris er konklusjonen enkel: Ordningen har ikke skapt sløsing, ikke drevet prisene opp og ikke svekket kraftsystemet – men kritikken har vist seg å være dårlig fundert.