

Debatt

debatt@dn.no

Spekulativ kritikk av Oljefondet

Vår forvaltning av Oljefondet har skapt verdier. Fondet har hatt en meravkastning på 64 milliarder kroner siden oppstart.

Innlegg

Dag
Huse



DN har nylig presentert en ny analyse av Richard Priestley og Halvor Hoddevik, hvor forfatterne anvender en av standardmodellene fra akademisk finans for å si sin mening om Oljefondets aksjeforvaltning.

Vi reagerer sterkt på konklusjonene som forfatterne trekker. Det er ikke grunnlag for å hevde at Oljefondets aksjeforvaltning har vært «verdiødeleggende».

Det blir direkte feil når DN på lederplass, med utgangspunkt i denne analysen, hevder at meravkastningen - differansen mellom avkastningen til fondet og referanseindeksen - er langt lavere enn hva våre offisielle tall viser. Meravkastningstallet kan ikke bestrides. Diskusjonen her gjelder risikjustering av meravkastningen.

Priestley og Hoddevik har i sin analyse valgt å nedjustere den rapporterte årlige meravkastningen med 19 basispunkter. Beregningen ser ut til å hvile på en implisitt forutsetning om at det er mulig å forvalte en global aksjeforfølje kostnadsfritt og i tillegg tjene ti basispunkter per år i utlånsinntekter uten å påføre porteføljen noe risiko.

Dette er ikke realistiske forutsetninger.

Det er betydelige kostnader knyttet til forvaltningen av fondet, uavhengig av forvaltningsstrategi, herunder kostnader til systemer, data og depot/oppgjør.

I tillegg påløper betydelige transaksjonskostnader. Siden oppstart har fondet blitt tilført 3400 milliarder kroner, som er investert over hele verden. Strategien for forvaltningen av fondet har utviklet seg over tid. Investeringsuniverset har stadig blitt utvidet. Regionfordelingen har endret seg.



Yngve Slyngstad er administrerende direktør i Norges Bank Investment Management (NBIM). Foto: Aleksander Nordahl

Aksjeandelen er blitt økt. Fondet er blitt rebalansert flere ganger. Disse tilpasningene har medført handler for om lag 2500 milliarder kroner over de siste ti årene. Det å forutsette at slike tilpasninger av en global portefølje kan skje nærmest kostnadsfritt, er langt fra realitetene.

Disse transaksjonskostnadene trekker ned fondets avkastning, men ikke avkastningen til referanseindeksen. Dermed trekker de også ned meravkastningen, noe som allerede er hensyntatt i våre rapporterte resultater.

Måten Priestley og Hoddevik

presenterer analysene på, innebærer at siste års resultater tillegges uforholdsmessig stor vekt, noe som bidrar til at deres konklusjoner blir lite robuste. Vi er en stor og langsiktig investor. Våre prestasjoner må vurderes over tid.

Med en mer realistisk vurdering av kostnadene og inntektene i forvaltningen, og en mer standard tilnærming til valg av analyseperiode, ville estimatet på risikjustert meravkastning for aksjeforføljen i henhold til modellen anvendt av forfatterne blitt 31 basispunkter siden oppstart. Målt på denne

måten har risikjustert meravkastning vært positiv i åtte av åtte rullerende tiårsperioder samt 12 av 13 rullerende femårsperioder.

Det er verdt å merke seg at slike analyser basert på regresjoner er svært usikre.

Norges Banks forvaltning har bidratt til avkastningen med 0,26 prosent årlig over 17 år. Tallet er uomtvistelig, rapporteres løpende og er gjenstand for flere lag med revisjon og ekstern kontroll. Denne meravkastningen summerer seg til 64 milliarder kroner.

Det er legitimt å stille spørs-



Meravkastningstallet kan ikke bestrides. Diskusjonen her gjelder risikjustering av meravkastningen



DN 22. juni 2015

Investering uten lønnsomhetskrav?

Arild Hermstad fra Framtiden i våre hender (Fivh) forklarer i DN 24. juni sin kritikk av investeringen i vannkraftverket Khimti i Nepal med at det er omstridt i Nepal. Han skriver at «problemet» kunne vært løst med å lytte mer og være mer åpen om kraftsalgskontrakten.

Jeg mener Fivhs kritikk er lite ansvarlig, da de ikke peker på alternative utbygginger av kraftsektoren som kan skape vekst og bekjempe fattigdom i

Nepal. Å være mikrofon for misfornøyde mennesker er ikke mye til bidrag. Det som trengs nå er praktiske bidrag til utvikling.

Nepal har vært preget av borgerkrig, dårlig styresett og mislykket energipolitikk i minst 15 år. Khimti er det eneste store vannkraftverket som er bygget i perioden, og det leverer i dag en betydelig andel av landets strømforbruk (15 prosent). Det nasjonale

energisekskapet prøvde å bygge et anlegg selv, men gikk nesten konkurs og måtte gi opp. Både mangelen på strøm og dyr import fra India er større nå enn for 15 år siden.

Fivh er kommet til at deres rolle er å kritisere Statkraft og oss for å tjene penger på investeringen. I dag bygges solparker i en rekke afrikanske land med samme lønnsomhetskrav. Hvis disse investorene i neste omgang blir utsatt for

mål om hva som driver meravkastningen og forsøke å forstå dette. Vi blir ikke forurettet når det stilles spørsmål ved våre prestasjoner, slik DN skriver. Vi ønsker velkommen en diskusjon om vår forvaltning.

Regresjonsanalyser er ett av flere verktøy for å belyse hva som driver avkastningen, men strategien for forvaltningen av verdens største statlige fond bør ikke - og kan ikke - defineres på grunnlag av slike analyser alene.

Dag Huse, risikodirektør, Norges Bank Investment Management (NBIM)

samme «omdømmebelastning» hjemme, blir det vanskelig å mobilisere 100 milliarder dollar som Vesten har lovet fattige land i kampen for å nå togradersmålet. Privat finansiert kraft til fattige land er dyrt, altfor dyrt. Alternativet er gaver fra bistandsbudsjettet. Men det rekker så kort. Mitt spørsmål er derfor hva Fivh foreslår.

Kjell Roland, Norfund