

# Debatt

debatt@dn.no

## Modige Mork

Aksjeandelen i Oljefondet bør ned, ikke opp. Kanskje like greit å bare la dagens andel være.

Jeg har omsider gjort en grundig gjennomlesning av Mork-utvalgets rapport om aksjeandelen i Oljefondet. Som utvalgsleder våger «mindretallet» Knut Anton Mork å anbefale en reduksjon i aksjeandelen fra dagens 60 til 50 prosent. Dette står det respekt av når resten av utvalgets mange medlemmer går inn for 70 prosent i aksjer.

Norges Bank leverer sin høringsuttalelse på spørsmålet torsdag.

Spørsmålet gjelder en av de viktigste finansielle enkeltbeslutninger Norge står overfor - hva skal aksjeandelen i Oljefondet være?

Heldigvis heves det faglige nivået vesentlig i denne rapporten sammenlignet med det som forelå i 2007, da andelen ble økt fra 40 til 60 prosent. Utvalget drøfter spørsmålet i lys av hvilken effekt det har på den norske nasjonalformuen og hvilke impulser fondsavkastningen gir på fremtidige statsbudsjetter. Rapporten er en god veileder for hvilke dimensjoner Finansdepartementet bør vektlegge når strategivalg skal tas for Oljefondet.

De konkrete anbefalinger og beregninger som presenteres, er imidlertid dessverre beheftet med alvorlige feil og svakheter. Vi aner konturene av et sekretariat fra Finansdepartementet som har mer enn én hånd på rattet, særlig hva angår beregningstekniske spørsmål.

Det kanskje viktigste enkeltstående beregningsresultat i rapporten er hvilken forventet avkastning man kan regne med. Dette definerer hvilken handlingsregel for uttak fra fondet vi bør praktisere i fremtiden. Dessverre er beregningen uriktig.

Riktignok fokuserer utvalget heldigvis på den langsiktige forventede geometriske avkastning, som tilsvarer det uttak man kan tillate seg over tid om fondet i forventning ikke skal krympe (se faktaboks). Med dagens aksjeandel

### Finans Halvor Hoddevik



leser vi at forventet realavkastning er 2,3 prosent, gitt nærmere definerte kapitalmarkedsegenskaper. Korrekt svar er imidlertid 2,6 prosent, et meget vesentlig avvik.

De som har foretatt beregningene, later til å tro at forventet geometrisk avkastning er en lineær funksjon av aksjeandelen. Det er den ikke. Forventet avkastning (geometrisk) stiger ikke i jevn takt med økende aksjeandel.

Videre, selv om fondets avkastning måles i en vektet valutakurv, måles handlingsregler og behov for uttak fra fondet i norske kroner. Jeg har i denne spalten tidligere vist at små valutaer, som den norske kronen, har en tendens til å svekkes når kapitalmarkedene er under press. Dette fører til at den forventede avkastning på aksjer er inntil ett prosentpoeng lavere målt i kroner enn i valuta. Utvalget overser denne effekten fullstendig.

Med dagens aksjeandel er forventet avkastning på fondet målt i kroner derfor muligens lavere enn to prosent per år.

Om vi ikke bryr oss om risiko, og tror kompromissløst på utvalgets forutsetninger om kapitalmarkedenes egenskaper, bør vi for å maksimere forventet



Knut Anton Mork anbefaler en reduksjon i Oljefondets aksjeandel fra dagens 60 til 50 prosent. Hva skal aksjeandelen i Oljefondet være, spør artikkelforfatteren. Foto: Øyvind Elvsborg



Med tall fra tidenes oljegullalder tegner sekretariatet et bilde av en norsk konjunktursyklus, og dermed uttak fra fondet, som ikke samvarierer med resten av verden

### Avkastning

- Aritmetisk gjennomsnitt er ganske enkelt gjennomsnittet - middelveidien - av hver enkelt periodes avkastning. Gitt Mork-utvalgets forutsetninger er forventet aritmetisk realavkastning på globale aksjer om lag 4,8 prosent.
- Geometrisk gjennomsnitt fanger også effekten av rentesrenter over flere perioder. Fordi negative avkastninger veier tyngre enn positive, er geometrisk gjennomsnitt aldri høyere enn aritmetisk gjennomsnitt. Gitt utvalgets forutsetninger er forventet geometrisk realavkastning på globale aksjer 3,5 prosent.

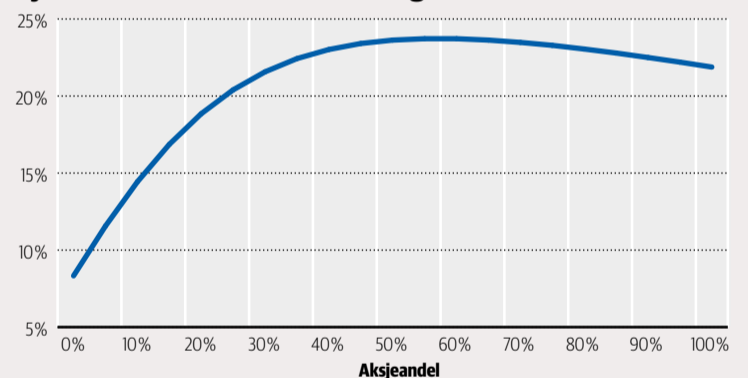
mulig konsum låne penger og investere mer enn 100 prosent av fondet i aksjer. Dette resultatet er imidlertid meget følsomt overfor hvilken risiko aksjer antas å innebære. Aksjer kan i fremtiden være mer risikable enn de har vært.

Vi bør være forsiktige i disse spørsmålene. La oss derfor i stedet se hvor godt betalt vi får for å ta aksjerisiko som funksjon av aksjeandel. Bytteforholdet mellom forventet geometrisk avkastning og risikoen i fondet som funksjon av aksjeandel illustrerer dette. Vi får et toppunkt rundt 50 prosent i aksjer (se figur). Dette er et ganske robust resultat overfor modellforutsetninger. Mer enn 50 prosent i aksjer gir primært økt risiko, ikke økt forventet avkastning.

Jeg etterlyser i større grad en føre-var-holdning til forvaltning

### Mer gir mindre

Bytteforhold forventet avkastning\* mot risiko.



\* Geometrisk forventet avkastning dividert med avkastningens standardavvik

Forutsetninger som ligger til grunn for simuleringen

	Forventet realavkastning	Volatilitet	Samvariasjon (korrelasjonskoeffisient)
Aksjer	3,5%	16%	0,4
Obligasjoner	0,5%	6%	
Aksjer/obligasjoner			

2016 DN grafikk/Kilde: Rann Rådgivning

gen av Oljefondet. Om vi taper pengene, er de borte for alltid. Antagelsene synes imidlertid å vris av Finansdepartementet på måter som inviterer til høy risikotagning.

Eksempelvis presenteres en beregning av nasjonalformuens sammensetning, hvor Oljefondets 7000 milliarder sies å utgjøre kun fem prosent. Fire femtedeler av formuen er nemlig humankapital - verdien i dag av alt fremtidig norsk arbeid. Høyst usikre verdier som vi ennå ikke har skapt og som vil være dyre å realisere. I beregningen har departementet benyttet en elle vill norsk produktivitetsvekst på 1,75 prosent. I all evighet. Hvert år.

Oljefondet er på sin side rede

penger. Betydningen av norsk humankapital er kraftig overdrevet, noe som underdriver betydningen av risikotagning i Oljefondet.

Med tall fra tidenes oljegullalder tegner sekretariatet et bilde av en norsk konjunktursyklus, og dermed uttak fra fondet, som ikke samvarierer med resten av verden. For fremtiden er dette imidlertid en urimelig offensiv antagelse. Store uttak fra fondet i de periodene hvor globale aksjer faller, taler for å begrense aksjeandelen.

Mork er en klok og modig mann.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning AS

Gjestekommentar  
- finans



Finn Øystein Bergh



Halvor Hoddevik



Jon Mjølhus



Alexandra Morris



Espen Sirnes



Trym Riksen