

# Fyrer løs mot Oljefond-kritikerne

Oljefond-topp Egil Matsen slår tilbake mot Oljefond-kritikere. Men han ser ingen grunn til å legge frem fondets egne tall som viser at kritikerne tar feil.

## FINANS

Åshild Langved og Espen Linderud  
Oslo

**O**ljefondet taper ti milliarder kroner på aksjeplukking. Det var budskapet til finansprofessor Richard Priestley og risikoekspert Halvor Hoddevik i DN i forrige uke.

En av Oljefondets strategier er å analysere aksjer og velge dem som skal gi best avkastning. Dette kalles aksjeplukking. Denne strategien er omstridt, dels fordi man trenger mange forvaltere. Strategien står for rundt halvparten av Oljefondets kostnader, det vil si rundt to milliarder kroner årlig, og dels fordi det er et spørsmål om slik aktivitet egentlig bidrar til bedre risikostuert avkastning.

Priestley og Hoddevik har fått avkastningsdata for aksjeplukkerne i Oljefondet i perioden 2013-2016 og sjekket hvordan denne delen av aksjeporteføljen har gjort det justert for den risikoen som tas. Og resultatet er altså ikke noe å rope hurra for, ifølge de to.

Egil Matsen, som er nestleder i Norges Banks hovedstyre og har ansvaret for å følge opp Oljefondets forvaltning, går i rette med de to kritikerne i et intervju med DN.

### «Det er fakta»

- Det kan være greit å starte med fakta, sier Egil Matsen, og trekker frem at Oljefondet har slått referanseindeksen, eller markedet, med 0,27 prosentpoeng i årlig snitt siden oppstart i 1998 og også siste fem år da fondet har vært svært stort.

- Det er fakta. Det er meravkastning som har bidratt til gode formål over statsbudsjettet eller som er blitt reinvestert i finansmarkedene. 27 basispunkter av dagens



Egil Matsen, visesentralbanksjef i Norges Bank, forsvarer aksjeplukkingen i Oljefondet.  
Foto: Kristin Svorte

## Oljefondets strategier

- **Verdipapirvalg:** Gjennom analyse av enkeltsselskaper plukkes aksjer som forvalterne tror vil slå markedet fremover. Også omtalt som aksjeplukking og veddemål (bets). Når man snakker om aktiv forvaltning er det gjerne denne strategien man mener.
- **Allokering:** Investere litt mer eller mindre i enkelte land, regioner, sektor eller kategori av aksjer og obligasjoner enn det

referanseindeksen legger opp til. Inkluderer også faktorforvaltning.

- **Indeksering:** Fondet følger ikke referanseindeksen slavisk, men gjør visse tilpasninger for å redusere handelskostnader. Det innebærer blant annet å kjøpe aksjer før de tas inn i indeksen og i forbindelse med børsnoteringer istedenfor å handle etter at aksjen er notert. Inkluderer inntekt på utlån av verdipapirer.

fondsverdi er 20 milliarder kroner. Da er det pussig for oss at forvaltningen taper ti milliarder kroner, det har vi vanskelig for å forstå, sier Matsen.

Priestley og Hoddevik har imidlertid ikke sett på hvordan Oljefondets aksjer og obligasjoner har gjort det samlet sett, men hvordan denne ene delstrategien innen aksjeforvaltning - aksjeplukking eller «securities selection» - har gjort det etter justering for risiko.

- Vi kjenner ikke igjen de tallene som Hoddevik og Priestley kommer med. Våre analyser viser at bidraget fra «securities selection» er høyere, sier Matsen.

- **Etter risikjustering?**
- Etter risikjustering.

**- Er dette noe dere vil legge frem?**  
- Hva som kommer i «Risk and return»-rapporten til neste år vil jeg ikke foregripe, sier Matsen.

I et nytt brev til Finansdepartementet viser Norges Bank til hvordan de ulike strategiene har gjort det i perioden 2013 til og med tredje kvartal 2017.

Ifølge brevet har aksjeplukkingen bidratt positivt til meravkastningen med 0,12 prosentpoeng. De eksterne forvalterne har bidratt med 0,11 prosentpoeng, de interne forvalterne med 0,01 prosentpoeng før kostnader.

### Venter på ekspertgruppe

Resultatet er nesten doblet sammenlignet med utgangen av 2016

**VI DOBLER VERDIEN PÅ GAVEKORT DENNE UKEN**  
\*Spesielle betingelser

**JULEGAVEKORT DAGENS DOBBEL**

Bestiller du f.eks et gavekort på kr. 2000,- kan du gi bort ett gavekort med verdi på kr 4000,- Bedre kan det vel ikke bli !!!

Vi leverer fotballpakker til nesten alle lag i Premier League, Champions League + Barcelona og Real Madrid.

Bestill på **Fotballreiser.no**



### Fakta om analysen

- Analysen er basert på månedlige avkastningsdata i fire år, 2013-2016, for aksjeplukkingen (security selection equities) i Oljefondet.
- Priestley og Hoddevik har brukt fire anerkjente modeller for å bestemme risikostjustert meravkastning: Meravkastning justert for 1) referanseindeksen, 2) Carharts firefaktormodell, 3) Fama/French' femfaktormodell og Fama/French' trefaktormodell.
- Risikostjustert meravkastning (alfa) er i snitt negativ med snaut 1,0 prosentpoeng i årlig snitt. Dette utgjør cirka ti milliarder kroner i minus for denne delen av aksjeporteføljen.

Se også side  
Side 34

takket være klaff for aksjeplukkerne i årets tre første kvartaler, kommer det frem i brevets vedlegg.

#### - Men dette resultatet er jo ikke justert for risiko?

- Nei, det kan man godt se på, men det er grense for hvor interessant dette er. Disse strategiene er der for å skape meravkastning, sier Matsen.

#### - Hoddevik og Priestley har basert seg på data fra NBIM, og justert for risiko som er standard akademisk metode. Så er det helt sikkert svakheter ved denne tilnærmingen. Men hvorfor kan ikke dere svare på det samme spørsmålet for å vise at de tar feil?

- Departementet har en ekstern ekspertgruppe, som skal legge frem en rapport på nyåret. De er bedt om å gjøre de analysene som etterspørres. De har fått tilgang til de dataene de har bedt om fra oss, sier Matsen.

Han viser til finansprofessorerne Bernt Arne Ødegaard og Magnus Dahlquists rapport til Finansdepartementet som skal leveres i januar.

#### - Hvorfor ikke ta lurven av kritikerne med å presentere dette selv?

- Det er et spørsmål om hvor langt ned i delstrategier det er hensiktsmessig å gå.



NIB can offer you unique challenges in an international setting. The projects we finance are often long-term and serve the purpose of making our region sustainable and competitive. You will work with projects at different stages of their lifecycle, giving you a full view of the whole credit process. The fact that we are an IFI gives you the chance to network with international experts at higher levels than elsewhere. We are a close network of some 200 people located in the heart of Helsinki. The atmosphere is international and we work in English.

### The Lending Department at NIB is looking for a **MANAGER/SENIOR MANAGER** to join the Transaction and Portfolio Management (TPM) Unit. The position is permanent.

The role of the TPM Unit is to evaluate, structure and execute new lending operations as well as manage, monitor and report on the existing loan portfolio. The Unit consists of 14 professionals and is organized in three product teams: Corporate Lending; Project and Structured Finance, and; Financial Institution, Municipal and Sovereign Lending.

The position is a specialist role and it involves participating in and leading transaction teams. As a member of NIB's TPM Unit you can expect to be involved in several new deals each year and each transaction tends to be complex and professionally demanding. Additionally, you will manage a large portfolio of loan assets. The position involves considerable travelling both regionally and internationally.

Information about the position can be obtained from Joseph Wright, Senior Director, Head of Transaction and Portfolio Management, tel. +358 10 618 001. For general information about employment at the Bank, please contact Joanna Södergård, HR Business Partner +358 10 618 001. The deadline for applications is **31 December 2017**. To apply, please fill in the application form on NIB's website, [www.nib.int](http://www.nib.int) [Job opportunities].

# Debatt

debatt@dn.no

## Ekstragevinst på 20 mrd. årlig for fondet

Aktiv investeringsstrategi har gitt Oljefondet en ekstra avkastning som tilsvarer mer enn 20 milliarder kroner per år med dagens størrelse på fondet.

Norges Bank ønsker velkommen en kritisk og kunnskapsbasert diskusjon om forvaltningen av våre felles sparepenger. Innlegget til Halvor Hoddevik og Richard Priestley i DN 13. desember er ikke et godt bidrag i så måte.

Vi forvalter store verdier på vegne av fellesskapet, og det er en forutsetning at forvaltningen evalueres og kontrolleres. Finansdepartementet har varslet en bred gjennomgang av forvaltningen til våren, slik de har gjort hvert fjerde år siden 2009. I den forbindelse henter departementet inn analyser og vurderinger fra Norges Bank og anerkjente eksterne eksperter.

Hoddevik og Priestleys kritikk har et uklart grunnlag, de har ikke redegjort godt for metode eller offentliggjort sine analyser.

Norges Bank har gitt sine vurderinger i brev til departementet denne uken, der vi grundig presenterer resultatene for forvaltningen frem til i dag.

Oljefondet har en markedsverdi på omkring 8500 milliarder kroner. Nesten 4000 milliarder av beløpet er fra avkastning

Fondets årlige avkastning etter fratrukk for forvaltningskostnader og prisstigning har vært 4,06 prosent siden 1998. For aksjeinvesteringene har årlig avkastning vært 5,96 prosent og for renteinvesteringene 4,80 prosent. Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer fra 2011 til 2016 var 6,0 prosent årlig.

Den årlige avkastningen på investeringene har i gjennomsnitt vært 0,27 prosentpoeng høyere en den referanseindeks som fondet måles mot. Den årlige meravkastningen siste fem år er også 0,27 prosentpoeng. Med dagens størrelse på fondet tilsvarer en slik ekstra avkastning mer enn 20 milliarder kroner per år.

For aksjeinvesteringene alene har den årlige avkastningen vært 0,50 prosentpoeng høyere enn aksjedelen av referanseindeksen. Meravkastningen er positiv også justert for såkalte risikofaktorer.

For å løse vårt oppdrag har vi utviklet ulike investeringsstrategier i forvaltningen av fondet. Strategiene utfyller hverandre ved at de har ulik tidshorisont, bygger på ulikt



Hoddevik og Priestley retter kritikk mot at deler av Statens pensjonsfond utland forvaltes som «kommersiell forretningsvirksomhet», skriver forfatteren. Her Halvor Hoddevik og Richard Priestley ved BI Nydalen. Foto: Hampus Lundgren



Kostnadene ved å forvalte fondet har om lag tilsvart den mindre-avkastning man kunne forventet ved indeksforvaltning

### Innlegg Egil Matsen



Egil Matsen, visesentralbanksjef

analytisk rammeverk, og forventes å gi meravkastning under ulike markedsforhold. Forskjellen i avkastning mellom fondet og referanseindeksen er

### Oljefondets strategier

**Verdipapirvalg:** Gjennom analyse av enkeltelskaper plukkes aksjer som forvalterne tror vil slå markedet fremover. Også omtalt som aksjeplukking og veddemål («bets»). Når man snakker om aktiv forvaltning, er det gjerne denne strategien man sikter til.

**Allokering:** Investere litt mer eller mindre i enkelte land, regioner, sektor eller kategorier av aksjer og obligasjoner enn det

referanseindeksen legger opp til. Inkluderer også «faktorforvaltning».

**Indeksering:** Fondet følger ikke referanseindeksen slavisk, men gjør visse tilpasninger for å redusere handelskostnader. Det innebærer blant annet å kjøpe aksjer før de tas inn i indeksen eller børsnoteres, istedenfor å handle etter at aksjen er notert. Inkluderer inntekt på utlån av verdipapirer.

et resultat av aktive valg innen alle strategier.

Målet er at strategiene samlet gir fondet høyere avkastning enn referanseindeksen over tid, men vi forventer ikke at alle strategiene til enhver tid vil gi meravkastning.

Kostnadene ved å forvalte fondet har om lag tilsvart den mindreavkastning man kunne forventet ved indeksforvaltning. Finansdepartementet har derfor uttrykt at meravkastning er et

rimelig mål på verdiskaping i forvaltningen.

Hoddevik og Priestley retter kritikk mot at deler av Statens pensjonsfond utland forvaltes som «kommersiell forretningsvirksomhet». Faktum er at hele forvaltningen er en kommersiell virksomhet. Målsetningen er høyest mulig avkastning til moderat risiko.

Vårt forvaltningsmandat stiller også krav og forventninger



DN 13. desember

til ansvarlig forvaltning, miljørettede investeringer, opp mot syv prosent av fondet i unotert eiendom, investeringer i fremvoksende markeder og eksponering mot systematiske risikofaktorer.

En ren indeksstrategi slik Priestley og Hoddevik tar til orde for, kan heller ikke oppfylle den delen av mandatet.

Egil Matsen, visesentralbanksjef