

FØR BØRS

Norges Bank gir en feilaktig fremstilling av oljefondets ekstragevinster fra aktiv avkastning, skriver **Morten Josefsen** og **Lars Haakon Sørås**.

Famler i blinde

GJESTE-KOMMENTAR

Januar arrangerte Finansdepartementet et seminar hvor tema var den aktive forvaltningen i oljefondet. På seminaret presenterte tre internasjonalt anerkjente professorer, konsulentsekskapet Mercer og Norges Bank sine syn på saken.

Professorrioen argumenterte for å heve lista for vurdering av den aktive forvaltningen. Slik referanseindeksen til fondet er utformet i dag er det enkelt for Norges Bank å fremstå som dyktige ved å utsette Norges oljefornue for det som omtales som systematiske risikofaktorer.

Konsulentsekskapet Mercer mente for det første at det ikke er noen forutsetning å drive med aktiv forvaltning for å kunne drive aktivt eierskap - stikk i strid med det Norges Bank lenge har hevdet. Videre viste de at selv om mange andre store fond å la oljefondet forsøker seg på aktiv forvaltning, så er det få som lykkes. Dette til tross for at slike fond gjerne mener de har komparative fortrinns for å kunne lykkes med aktive veddemål.

De fire fondene som det

Historien viser at det store flertall av aktivt forvaltede fond underpresterer i forhold til indekx

kansjle er mest naturlig å sammenligne oljefondet med - de svenske AP-fondene, nederlandske ABP, amerikanske CALPERS og kanadiske CDPQ - har alle tappt penger på aktiv forvaltning.

Til tross for dette argumenterte Norges Bank ved oljefondsjef Yngve Slyngstad, for en fortsettelse av den aktive forvaltningen. Norges Banks argumentasjon har imidlertid store svakheter på minst to områder:

■ De overdriver sine egne prestasjoner i den aktive forvaltningen.

■ De er uredlige eller uvitende når de forklarer hva indekxforvaltning innebærer.

Norges Banks kapitalforvaltere hevder de har klart å oppnå en årlig meravkastning på 0,21 prosent, som de mener er nær sin egen målsetning om 0,25 prosent. Disse to tallene er imidlertid ikke sammenlignbare: oppnådd resultat på 0,21



Lars Haakon Sørås



Morten Josefsen

prosent er før kostnader, mens målet på 0,25 prosent er etter kostnader.

Etter kostnader er Norges Banks resultat kun 0,11 prosent. Enda dårligere blir det om en omregner den prosentvise meravkastningen til kroner; da forsvinner den helt. Årsaken er at en stor del av meravkastningen er tjent i år da fondet var lite, mens tapene i stor grad har skjedd etter at fondet har blitt stort.

I sin fremstilling av alternativet til aktiv forvaltning, indekxforvaltning, er Slyngstad og sentralbanksjef Svein Gjedrem enten lite redelige eller uvitende. I et brev til Finansdepartementet skriver de at indekxforvaltning på grunn av kostnader vil levere en årlig mindrevkastning på 0,05 prosent. De nevner imidlertid ikke at en ved indekxforvaltning vil kunne generere inntekter ved utlån av verdipapirer, tilsvarende ca. 0,1 prosent. I sum vil en indekxforvaltning forventes å kunne slå indekx med ca. 0,05 prosent per år. Denne meravkastningen vil være relativt stabil over tid.

I motsetning til Norges Banks aktive forvaltning, som altså har gitt null kroner i meravkastning siden 1998, ville en indekxforvaltning av oljefondet frem til nå ha produsert en meravkastning på mellom 5 og 10 milliarder.

Mens ansatte i Norges Bank har fjent stort på de aktive veddemålene, ville den norske befolkningen vært bedre stilt om fondet til nå hadde vært indekxforvaltet.

Slyngstad sier at indekxforvaltning innebærer å «lukke øynene», ifølge DN 15. januar. La oss forsikre om at indekxforvaltning heller enn å lukke øynene innebærer å åpne øynene for vitenskapelige resultater. Langt fra å prestere middelmådige resultater, slik Gjedrem og Slyngstad hevder, vil en indekxforvaltning gi resultater som er best i klassen: Historien viser at det store flertall av aktivt forvaltede fond underpresterer i forhold til indekx.

Dersom oljefondet gjennom indekxforvaltning klarer å levere litt over indekx, vil det med andre ord tilløre gruppen av



■ **AKTIVITET.** Leder i oljefondet, Yngve Slyngstad (til venstre), og sentralbanksjef Svein Gjedrem.
Foto: Elin Høyland

fond med aller best resultater. La oss for ordens skyld presisere at vi som argumenterer for indekxforvaltning, ikke mener at alle ansatte i oljefondet skal sparkes og jobben overlates til datamaaskner. Flinke folk vil fremdeles være avgjørende, blant annet for å gjennomføre rebalanseringer av porteføljen, fase inn ny kapital og justere porteføljen ved indekxsendringer.

Norges Bank er en viktig samfunnsinstitusjon. Derfor er det ekstra viktig at den holder seg for gode for upresise og villedende argumenter. Vi håper Regjeringen og Stortinget gjennomskuer Norges Banks argumentasjon og, i sin gjennomgang av oljefondets forvaltning denne våren, konkluderer som oss.

Forvaltningen av oljefondet må skye på bakgrunn av vitenskapelige forskningsresultater og ikke Norges Banks urealistiske tro på egen dyktighet.

Morten Josefsen, doktorgradstudent ved Handelshøgskolen BI, og Lars Haakon Sørås, trevestringsanalytiker

OLJEFONDET - AKTIVT ELLER PASSIVT?

- **9. januar:** Halvor Hoddevik: Passiv aktivitet
- **13. januar:** Trym Riksen: Oljefondet, computere og frisører
- **13. januar:** Morten Josefsen og Lars Haakon Sørås: Oljefondet bør bli passivt!
- **20. januar:** Espen Simnes: Hva skal vi vedde på?
- **20. januar:** Christen Sveaas: Oljefondet friskmeltd
- **21. januar:** Terje Erikstad: Får ta risiko

AKTIV OG PASSIV KAPITALFORVALTNING

- Passiv forvaltning, såkalt indekxforvaltning: Forvalterne skal oppnå samme avkastning som en nærmere angitt indekx av aksjer eller obligasjoner. Om disse indeksene er bredt definert, vil man oppnå omtrent samme avkastning som gjennomsnittet av markedet.
 - Aktiv forvaltning: Forvalterne velger selv verdipapirer som man på basis av egne analyser og vurderinger gir best avkastning.
 - Passiv forvaltning - indekxforvaltning - har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlignet med aktiv forvaltning.
- Kilde: Norges Bank

DAGBOK

Onsdag 10. februar
Resultater for 4. kvartal 2009
Rec, Sevan, Helgeland Sparebank, Solvang, Marne Harvest, S andnes Sparebank, Nøtterø Sparebank, Apptix, Telenor, Sparebank 1 Gruppen.

Makro
Japan: Maskinordre desember
Frankrike: Industriproduksjon desember
Sverige: Industriproduksjon desember
Norge: KPI januar

Norge: PPI januar
UK: Industriproduksjon desember
UK: Bank of England publiserer sin kvartalsvise inflasjonsrapport
USA: MBA boliglånsøknader, ukestell
USA: Handelsbalanse desember
Utenlandske resultater for 4. kvartal 2009.
Air France-KLM, ArcelorMittal, BHP Billiton, Eniro, Nordea, Sapem, Sanofi-Aventis, SEB, Sprint-Nextel, Talisman Energy, Tieto, Vale