

Om minus og pluss i meravkastning.

Journalist Espen Linderud har i DN 30 januar en konspiratorisk og sensasjonspreget artikkel om forskjeller mellom utkast og endelig versjon av en analyse av Norges Bank sin aktive forvaltning jeg har gjort sammen med professor Magnus Dahlquist ved Handelshøyskolen i Stockholm.

Artikkelen er sterkt misvisende og bygger på en grunnleggende misforståelse av hvordan akademikere arbeider. I det akademiske forarbeidet med denne type rapport blir det gjort mange forskjellige analyser, man diskuterer med seg selv, med andre fagpersoner, og henter inn informasjon fra mange kilder. I prosessen er det også vanlig at man diskuterer foreløpige resultater med andre som kan bidra til å øke ens forståelse. I dette tilfellet er Norges Bank en opplagt kilde til informasjon og synspunkter. Denne prosessen leder til mange revisjoner og forbedring av framstilling.

De endelige konklusjonene er basert på forfatterens uavhengige, faglige vurderinger av hva som er relevant for å svare på de spørsmål som ble stilt. Dette står klart i “acknowledgements” i rapporten. Konklusjonene står utelukkende for forfatterens regning. Jeg avviser på det sterkeste at jeg i arbeidet med rapporten har vært utsatt for noe som helst press fra Norges Bank, NBIM, Finansdepartementet eller noen andre.

At Linderud ukritisk plukker tabeller fra arbeidsnotater hvor det står svart på hvitt på første side: “Incomplete and preliminary draft. Do not quote or distribute,” bryter god presseskikk og ville selvsagt vært uhørt i akademiske kretser.

La meg så kommentere det at det er forskjeller mellom tidlige utkast og endelig versjon. Linderud insinuerer at vi har fått negativ “meravkastning” til å bli positiv “meravkastning”. Forskjellen mellom tabellene som Linderud presenterer er at det er forskjellige variabler som forklares i disse analysene. De stiller dermed forskjellige spørsmål. Tabellene er altså ikke sammenlignbare.

Siden dette er mistenkeliggjort av Linderud, finner jeg det nødvendig å gå i detalj. De som ikke er faglig interessert i dette kan gå direkte til min konklusjon nederst.

Hvis en faktisk leser diskusjonen av den analysen som denne tabellen illustrerer, vil man lete forgjeves etter begrepet meravkastning. Dette er en analyse som har et helt annet formål. Som en del av vårt mandat skal vi se på kilder til meravkastning. Tidligere akademiske undersøkelser av oljefondet har pekt på det som kalles “factor harvesting” (faktor-høsting) som en viktig kilde til meravkastning. Det spørsmålet vi er interessert i her er hvorvidt fondet faktisk lykkes med en slik strategi, og hvor i fondet de enkelte faktorene i så fall “høstes.” Vi ser derfor på avkastningene på enkeltstrategier, og ser etter hvordan faktorer kan forklare avvik mellom avkastning på en aktiv strategi og en (passiv) referanseportefølje. Men en kan stille forskjellige spørsmål her. Ett er å undersøke hvorvidt det er faktoreksponering i forskjellen mellom hver delstrategi og referanseporteføljen for hele fondet. Et annet er hvorvidt det er faktoreksponering i forskjellen mellom delstrategien og en intern referanseportefølje i fondet som brukes for å måle måloppnåelse. Begge spørsmålene er relevante. Metoden for å svare på spørsmålene er i begge tilfelle en regresjon, med en differanseavkastning som avhengig

variabel, og de forskjellige “faktorene” (markedet, størrelse, osv) som forklaringsvariabler. Forskjellige avhengige variable tilsvarer de forskjellige spørsmål, og det er disse to analysene som Linderud’s artikkel sammenligner.

Det som Linderud ikke har forstått, er at i disse analysene er det ikke konstantleddet som er interessant, det er koeffisientene på de forskjellige faktorene. Hvilke faktorer har de forskjellige strategiene klart å høste? Er det forskjeller mellom strategiene? Det er spørsmålet som er stilt, og som tabellen svarer på. Konstantleddet har i disse analysene faktisk *ikke* tolkning som en meravkastning, fordi vi ikke uten videre kan bruke forskjellige referanseporteføljer som forventet avkastning (et poeng som diskuteres flere steder i rapporten). Med andre ord, de tallene som Linderud har satt røde ringer rundt, er ikke relevante for analysen, og blir derfor heller ikke lagt vekt på av oss.

Den analysen vi valgte å publisere i vår endelige rapport var den hvor vi så på faktor-eksponering relativt til de interne referanseporteføljene. Den andre analysen var en av de mange som etter vi etter hvert anså som uinteressant fordi den ikke tilførte forståelse *til dette spørsmålet*.

For å konkludere: Insinuasjonene fra Linderud om at analyser er justert etter påvirkning fra Norges Bank, og andre, er basert på manglende forståelse av analysen. Linderud har gjort egne tolkninger av enkelttall i tabeller som ikke samsvarer med hva som faktisk blir analysert (og diskutert i teksten). Linderud har altså gjort et stort poeng ut av en ikke-sak.

Jeg vil til slutt påpeke overfor Dagens Næringsliv at hvis en skal gjøre “avsløringer” i den akademiske delen av en rapport av denne art, bør en bruke fagpersoner som faktisk forstår hva som diskuteres. Det er en grunn til at rapporten kommer med et “executive summary.” Jeg kan også påpeke at det hadde vært naturlig at Linderud hadde sendt Magnus Dahlquist og meg et utkast til artikkelen før den ble plassert på forsiden av Dagens Næringsliv. Han ville fått klar beskjed om at han gjør sammenligninger av epler og pærer.

Bernt Arne Ødegaard
Professor,
Universitetet i Stavanger