

DEBATT & INNLEGG

Beslutningen om å øke oljefondets andel av investeringer i aksjer fra 40 til 60 prosent, er basert på økonomisk tenking fra 1970-tallet. Aksjer er tross alt forbundet med en god del risiko. Kanskje det hadde vært smartere å bruke mer av oljepengene til å bygge landet, skriver *Espen Gaarder Haug*, trader og forfatter, New York.

Undervurdert risiko?

Vi skal nå øke oljefondets andel av investeringer i aksjer fra 40 til 60 prosent. Dette er bestemt av regjeringen, jeg antar i samråd med Statens pensjonsfond utland – oljefondet. Argumentene er at aksjer i det lange løp gir bedre avkastning enn obligasjoner. En slik uttalelse er konsistent med klassisk økonomisk teori utviklet på 1970-tallet. Disse teoriene er fortsatt dominerende i mange miljøer.

En av de store akademiske utfordringene fra modellene utviklet på 1970-tallet, er at aksjer basert på historiske data ser ut til å gi en høyere avkastning enn det vi skulle forvente, forutsatt at man har langsiktig investeringshorisont. Dette er kjent som risiko premium-mysteriet, som mange akademikere har forsøkt og forklare.

I dag har vi stort sett forklaringen på dette såkalte mysteriet, ihvertfall fra et praktisk perspektiv. Svaret ligger delvis i at de klassiske modellene på 1970-tallet bruker helt feil mål for risiko – det vil si at de undervurderer sannsynligheten for ekstreme hendelser. Det er i dag betydelig empirisk arbeid som viser dette, men empirisk arbeid er imidlertid ikke nok alene. Empirisk arbeid baserer seg på historie. Om vi benytter 100 år med historie, antar vi at ingen ting kan gå verre i fremtiden enn i den analyserte 100-årsperiode.

Nei, jeg spår ikke børskrakk eller depresjon i morgen eller i overmorgen

den. Vi har imidlertid ingen garanti for dette, det er fremtidig risiko som teller – ikke historisk.

Et annet viktig moment som gjør at mange overvurderer forventet avkastning i aksjer, er såkalt overlevelsesbias. Om vi hadde hatt et stort investeringsfond på slutten av 1800-tallet og investert pengene i aksjer i Russland, ville vi trolig ha tapt alt sammen under oktoberrevolusjonen i 1917, da kommunistene tok over. De fleste som ser på historiske data, ser kun på land hvor aksjemarkedet faktisk har overlevd i 100 år, for eksempel USA.

Finansminister Kristin Halvorsen har 100-årsperspektiver, jeg antar hun også garanterer at ingen av de landene vi investerer aksjer i vil gå gjennom revolusjoner eller kriger i løpet av de neste 100 år? Eller antar hun at vi vil få en telefon som advarer oss slik at vi kan trekke oss ut i tide? Hundre år er en relativt lang tidsperiode å spå om. Moderne økonomisk teori tyder på at vi har problemer med å spå selv noen måneder og år fremover. Empiri viser også at store bevegelser skjer oftere enn det klassiske teorier har antatt.

Et tredje moment er også hvor store tap oljefondet vil tåle for det trekker seg ut av sine posisjoner. Ja, det vil tåle fem prosent, ti prosent og trolig 20 prosent fall, og vil da trolig til og med kunne øke sine posisjoner. Men hva om vi taper 40 eller 50 prosent, vil vi da fortsatt ta det med ro og si at vi har 100 års perspektiv, eller vil også vi da måtte selge i panikk, muligens nærme bunnen?

Under den store depresjonen falt aksjemarkedene i USA med mer en 80 prosent fra 1929 til 1932. Høyere avkastning enn for

eksempel obligasjoner baserer seg nok en gang på at man faktisk hadde is i magen etter å ha tapt 50, 60 og 70 prosent. I en mulig økonomisk depresjon vil politikerne i Norge kunne forsvarer og fortsatt ligge investert i aksjer når det meste annet går galt samtidig. Mange vil påstå at verden er en helt annen i dag, og at slike scenarier ikke kan skje i dagens samfunn. Det er et ordtak som sier at de som ikke lærer av historien, er dømt til å gjenta dens feiltagelser.

Nei, jeg spår ikke børskrakk eller depresjon i morgen eller i overmorgen, men basert på logikk, moderne kunnskap om finansmarkeder og historie kan jeg ikke utelukke slike scenarier som politikerne tydeligvis kan gjøre. Slike scenarier har veldig lav sannsynlighet, men konsekvensen kan være enorme. Verdipapirer er kun en kontrakt mellom to parter.

Hadde det ikke vært smart å bruke mer av pengene til å bygge landet? Prosjekter vi bygger fysisk her til lands kan ikke forsvinne i et børskrakk, de vil ligge her permanent for en god tid fremover. Det store, empiriske riket i Egypt har forsvunnet, men pyramidene står der den dag i dag.

Det er godt mulig vi likevel bør ha 60 prosent i aksjer, det vil jeg ikke uttale meg om, men jeg stusser over argumentene som benyttes.

Økonomisk teori har gått videre siden 1970-tallet, selv om



GARANTIER?
Finansminister Kristin Halvorsen.



BYGG OPP! – Prosjekter vi bygger fysisk her til lands kan ikke forsvinne i et børskrakk, de vil ligge her permanent for en god tid fremover. Det store, empiriske riket i Egypt har forsvunnet, men pyramidene står der den dag i dag, skriver Espen Gaarder Haug fra New York.

Foto: Kristine Nyborg

mange økonomer og politikere fortsatt lever i det paradigmet. Og ikke minst kunnskap burde man investert mye mer i der i gamlelandet. Kunnskap kan vi ha meget god bruk for i gode så-

vel som dårlige tider. Hadde norske økonomiprofessorer fått en konkurransedyktig lønn, ville de kanskje også gitt bedre råd til landet som i øyeblikket flyter over av sort gull.

Tangens oppsigelsesbrev

I artikkelen «Den klamme hånd» i DN 18. april avslører forstektorkar Karl-Fredrik Tangen virksomheter som snakker om verdier, humane ressurser, og som tar til orde for at mennesker må lære å jobbe sammen. De er ikke helved, de bruker språket for å tilsløre virkeligheten. Tangen har gjennomskuet det kyniske spillet – de er egentlig konkursbedrifter. Du kjenner dem igjen på språket.

Tangen maner til mistenksomhet mot bedrifter som setter i gang prosesser for å finne virksomhetens kjernerverdier. De er det om å gjøre å komme seg unna, hevder han.

Nå nevner ikke Tangen noen



Einar Øverengen

eksempler på virksomheter som bruker og misbruker store ord om verdier og annet, men vi må vel kunne anta at han kjenner sin egen virksomhet bedre enn noen annen. Kanskje det er der han har avslørt uhumskhetene?.

Tangen arbeider ved Oslo Markedshøyskole (OMH). Går vi inn på skolens nettsider, finner vi årsaken til hans indignasjon. Oslo Markedshøyskole har åpenbart gjennomført en prosess som minnet ut i noen kjerneverdier: Deres verdigrunnlag forkortes med TENK. Det står for tidsriktig, entusiastisk, nær og kompetent. Slik står det skrevet.

Har Tangen oppdaget at den virksomheten han selv arbeider ved er en konkursbedrift som dekker seg bak flotte ord? Mistanken styrkes om vi leser videre om OMH. Tangen hevder at det

er typisk for konkursbedriftene at de gjerne artikulere et overmodig mål.

«Vårt mål er at du skal komme direkte til de beste jobbene», står det på OMHs sider.

Skremmende!
På tide å komme seg unna, Karl-Fredrik!

*Einar Øverengen,
filosof, Humanistisk Akademi*



E-post: debatt@dn.no Telefaks: 22 00 11 10
Hovedinnlegg/kronikk: Maks 4500 tegn (ca. 750 ord)
Underinnlegg/replik: Maks 1500 tegn (ca. 250 ord)

● Alt stoff som leveres til Dagens Næringsliv, må produseres i henhold til Vær Varsom-plakaten.

● Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi all stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere.

● Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.

Debattansvarlig: Tor Slette Johansen, tlf. 22 00 11 26 – 932 56 100

Videreformidlet navn

DN skrev i går, under headingen «Økokrim har sikket politiførstebejtent», at «Schea nekter å opplyse hvem de siktedes advokater er». Det tar seg lite godt ut, fordi det kan forstås som at Økokrim søker å motvirke journalistenes muligheter for å gi en balansert framstilling av saken, og – ikke minst – de siktedes/forsvarernes muligheter til å «komme med sin versjon».

Slik er det selvsagt ikke, og det vet journalisten.

Da DN igår ba om å få navnene på de siktedes forsvarere, ønsket vi ikke å gi journalisten det fordi dette ville innebære en bekræftelse av at DN hadde truffet rett i sin jakt etter navn på siktede.

I stedet for tilbød vi oss å formidle journalistens navn, telefonnummer og ønske om å komme i kontakt, til forsvarerne i saken.

De aktuelle advokatene fikk formidlet dette innen en time etter at journalisten ba Økokrim om å få deres navn.

*Trond Eirik Schea,
assisterende
Økokrim-sjef*