

Spekulasjon eller sikring?

Ikke alle shortsalg av aksjer går til spekulering i kursfall. Det nye shortsalgregisteret burde gjenspeile det.

Innlegg
Jørgen Krog
Sæbø



Mer åpenhet rundt shortsalg er bra for finansmarkedene. Det nye shortsalgregisteret som trådte i kraft ved nyttår er et steg i riktig retning, men man må være bevisst hvilken informasjon registeret gir.

Fra nyttår av vil investorer som selger short norske aksjer (i tillegg til statsobligasjoner og kredittderivater) over en terskelverdi måtte rapportere dette inn til Finanstilsynet, som igjen sammenfatter og offentliggjør dette i det såkalte shortsalgregisteret. Dette er reguleringer som kommer fra EU, og blant annet er ment å skape åpenhet rundt en del av finansmarkedet som tidligere ikke har vært så gjennomskiktig.

Registeret viser, i tillegg til de største enkeltshortposisjonene, også hvor stor andel av totalt utestående i de enkelte aksjene som er solgt short.

Vi i Folketrygdfondet er generelt positive til tiltak som skaper mer gjennomskiktighet og åpenhet i finansmarkedene, og dette registeret er således et



Hvis du shorthandler på Oslo Børs låner du aksjer som deretter selges med den hensikt å kjøpe aksjene tilbake på et senere tidspunkt. Ved kursfall på aksjen har du tjent penger, siden du betaler mindre enn du tidligere solgte den samme aksjen for. Foto: Per Ståle Bugjerde

positiv tiltak for å skape mer informasjon om aksjer som er solgt short i det norske markedet. Men en må samtidig være varsom med å tolke denne informasjonen som utelukkende spekulering i kursfall i de rapporterte navnene. Vi har tidligere påpekt at ikke alle



Jørgen Krog Sæbø,
direktør for treasury i
Folketrygdfondet.

aksjer som selges short blir brukt til direkte spekulering på kursfall, det vil si at en investor selger aksjene short fordi han eller hun utelukkende har et negativt syn på aksjen.

Mange av shortsalgene skjer i forbindelse med ulike sikringsforretninger og andre strategier som ikke nødvendigvis har noe med spekulering på kursfall å gjøre.

At det er en stor andel av aksjene som er solgt short, betyr ikke nødvendigvis at det er mange investorer som har et negativt syn på aksjen.

For at en aksje skal kunne selges short, må det først lånes inn fra en annen investor til en lånerente. En aksje som brukes til direkte spekulering på kursfall, har ofte en høy lånerente og/eller er vanskelig å låne i lånemarkedet. Disse størrelsene er mer hensiktsmessige å bruke som indikator på om en aksje er preget av høy grad av spekulasjon på kursfall, enn hvor stor andel av aksjen som er solgt short. Ofte er det en positiv sammenheng mellom disse størrelsene, men den er ikke entydig.

Topp 10-listen over de navnene som per nå har størst andel solgt short ifølge registeret, preges av navn som nettopp



At det er en stor andel av aksjene som er solgt short, betyr ikke nødvendigvis at det er mange investorer som har et negativt syn på aksjen

har høy lånerente og er vanskelige å låne i lånemarkedet. Men to av navnene som ligger ganske høyt opp på listen, Marine Harvest og Subsea 7, preges ikke av dette og er eksempler på at det å komme høyt opp på denne listen ikke er ensbetydende med spekulasjon på kursfall.

Årsaken til at disse to aksjene kommer høyt opp på listen er at en stor andel av aksjene er solgt short som følge av en sikringsforretning i forbindelse med investering i konvertible obligasjoner utstedt av selskapet. En konvertibel obligasjon er en obligasjon som kan konverteres til aksjer i selskapet og har således også litt aksjerisiko i tillegg til ren obligasjonsrisiko.

En viktig investorbase for denne type obligasjoner er internasjonale hedgefond. Deres strategi er å kjøpe disse konvertible obligasjonene og samtidig

Shorthandel

● Shorthandel, shorte eller shorting innebærer å låne aksjer som deretter selges med den hensikt å kjøpe aksjene tilbake på et senere tidspunkt. Så leveres aksjene tilbake. Den som låner ut aksjene krever en rentekompensasjon for dette.

● **Eksempel:** Man selger aksjen for 100 kroner og kjøper tilbake aksjen for 80 kroner. Gevinst 20 kroner, minus renten man må betale til den som låner ut aksjene.

● En årsak til å shorte er at man satser på kursfall. Men hvis kursen i stedet stiger, risikerer investoren tap ved å kjøpe aksjene tilbake på høyere kurser enn salgskursen.

sikre seg mot den innebygde aksjerisikoen ved å selge short noen aksjer (en såkalt konvertibel arbitrasje-strategi). De har således ikke nødvendigvis et negativt syn på aksjen, snarere et positivt syn (siden de er villig til å gi selskapet lån), men de bruker shortsalg som en del av en større strategi for å sikre seg mot uønsket risiko.

Uten denne muligheten til å sikre seg, ville disse investorene trolig ikke investert i konvertible obligasjoner, og selskapene ville gått glipp av en viktig finansieringskilde for å skape videre vekst og arbeidsplasser.

Jørgen Krog Sæbø, direktør for treasury i Folketrygdfondet

Usynlig produktivtetsvekst

Eric Nævdal har ikke mye tro på min leselyst når han mistenker meg for hverken å ha lest kronikken hans i DN eller nevnte artikkel av Brynjulfson og Saunders. Hyggelig da at han har ubetinget tiltro til min forståelse av bnp-begrepet. En slik tillitserklæring skyldes kanskje at et Googlesøk på «GDP» gir nesten 1,2 millioner treff i videokategorien eller at jeg fikk en innføring i nasjonalregnskapsstatistikk på Universitetet i Bergen i 1986 - mens Televerket fremdeles hadde mange gode år foran seg.

Bnp har aldri vært et feilfritt mål på verdiskaping. To klas-

siske eksempler på det er verdiskaping i offentlig sektor og i hjemmet. Bnp måler økonomisk aktivitet slik den kommer til uttrykk i markedet, basert på et hovedprinsipp om at markedspriser reflekterer verdien av tjenestene og produktene. Den stadig økende internettbaserte økonomien gjør dette hovedprinsippet stadig mer problematisk. Tjenester leveres uten andre kostnader enn utviklingskostnadene, og i markeder med konkurranse drives dermed prisene ned mot null. Da må aktørene søke andre inntektskilder, og målrettet reklame er én av dem. Reklametjenestene omsettes i markedet og fanges direkte opp i bnp, men det er ikke nødvendigvis slik at den reflekterer verdien av den økende bruken av gratistjenester.

Nævdal har rett i at svakhetene ved bnp-målet prinsipielt sett ikke er nye, men det forhindrer ikke at svakhetene kan tilta i styrke. Det vet det britiske finansdepartementet, som i 2015 bestilte en analyse av svakhetene slik professor Sir Charles Bean ved LSE ser dem.

Dag Morten Dalen, professor i samfunnsøkonomi ved Handelshøyskolen BI

Land og bedrifter

Karen Helene Ulltveit-Moe poengterer 20. januar at «parallellen mellom en bedrift og et land er falsk». Jeg er selvsagt enig i at et land eller en stat er grunnleggende forskjellig fra en bedrift. Jeg finner likevel enkelte

av Ulltveit-Moes argumenter problematiske, blant annet ut fra en historisk synsvinkel, som dette: «Men et land opphører ikke å eksistere - uansett hvor lav verdiskapingen er, uansett hvor liten eksporten er og uansett hvor lav produktivtetsveksten er.»

Sovjetunionen gikk i oppløsning i 1991. Det er betydelig enighet om Sovjetunionens oppløsning i stor grad skyldtes at staten ikke var i stand til å konkurrere økonomisk med USA og vesten med hensyn til økonomisk vekst generelt og produktivtetsvekst og teknologisk modernisering spesielt.

Ulltveit-Moe skriver også: «Land konkurrerer ikke med hverandre (kanskje i sport, men ikke som økonomiske aktører).» De som studerer internasjonal politikk og stormaktspolitikk

iallfall siden midten av 1800-tallet, da frihandelen for alvor fikk vind i seilene, vil ha store problemer med å kjenne seg igjen. Perioden frem til første verdenskrig var preget av både økt frihandel og økende konkurranse - også økonomisk - mellom stater.

Første verdenskrig dokumenterte at den stigende gjensidige økonomiske avhengigheten som frihandelen skapte, ikke kunne forhindre den mest destruktive krigen inntil da. Krigens forferdelige omfang reflekterte den grunnleggende konkurransen mellom stater og allianser. Flere stormakter gikk i oppløsning og enkelte folkegrupper opplevde folkemord.

Harald Espeli, historiker ved Handelshøyskolen BI