

Gjestekommentar
- finansFinn Øystein
BerghHalvor
HoddevikTrym
RiksenEspen
SirnesKristoffer
Stensrud

Å skjule trærne med skog

Forvaltningen av Oljefondet er unødvendig dyr i forhold til den avkastningen som leveres.

Finans
Halvor
Hoddevik

Av en fremmed kan du kreve renter, men ikke av din landsmann.
5. Mosebok 23.20

Mye er bra med forvaltningen av Oljefondet. De åpne strategiske retningslinjene, rebalanseringsregelen med en fast andel i aksjer. Den kostnadseffektive indeksforvaltningen er førsteklasses.

Etter 18 år med kapitalforvaltning presenterte Norges Bank Investment Management (NBIM) før påske for første gang en finansfaglig holdbar rapport om risiko og avkastning i Oljefondet. Rapporten kommer på bakgrunn av en prosess som kanskje kan sies å ha begynt med at professor Richard Priestley og jeg i juni ifjor la frem en analyse av NBIMs prestasjoner i forvaltningsgjerningen. Vi viste at NBIMs dyre og spekulative veddemålsvirksomhet ikke lønner seg. NBIMs forutgående analyser på området var ufagmessige, og fikk «ikke bestått».

Finansdepartementet nedsatte så et utvalg anerkjente finansakademikere som beskrev hvordan NBIM bør beregne risikojustert prestasjon.



De siste ti år har fondet som helhet, basert på den ukontroversielle modellen vi la til grunn, levert negativ risikojustert meravkastning etter kostnader, skriver artikkelforfatteren. Her Oljefondets sjef Yngve Slyngstad. Foto: Mikaela Berg

Et av hovedpunktene er at NBIM skal rapportere risikojustert prestasjon innenfor de ulike virksomhetsområdene, etter kostnader. Virksomhetsområdene vi snakker om er «fondsallokering», «verdipapirseleksjon» og «kapitalforvaltning». Av disse er «fondsallokering» og «verdipapirseleksjon» uttrykk for NBIMs spekulative virksomhet i ulike varianter, mens «kapitalforvaltning» utgjør den aller viktigste oppgaven, nemlig kostnadseffektiv realisering av Finansdepartementets definerte strategi - indekseringsvirksomheten.

NBIM har levert en dekomponering av meravkastning og

kostnader innenfor disse virksomhetsområdene, men kun for de siste tre år og ikke justert for risiko. Med kun tre års historikk er sikre konklusjoner utelukket.

For den som høster rente fra sine landsmenn ved å bedrive morsom, men verdiløs, spekulasjon er usikre tall bedre enn et sikkert minusresultat.

Videre tror jeg resultatene ville sett verre ut om NBIM hadde presentert lengre historikk. Den relative avkastningen har nemlig vært dobbelt så høy de siste tre år som de siste fem og ti år. Et representativt uttrykk for prestasjonen mens fondet har vært stort, er det vi er interessert



Hvorvidt aksjeplukkingen har vært lønnsom, når justert for risiko og kostnader, vet vi fortsatt ikke. Dette skyldes neppe at tallene er så gode at de ikke tåler dagens lys

i, så la oss si de siste ti år.

NBIM påstår at de ikke kan beregne tall lenger tilbake enn tre år. Det har formodningen mot seg. DN har påvist at allerede i årsrapporten for 2001 ble avkastningen knyttet til aktiv indekseringsvirksomhet dokumentert.

Så hva viser tallene NBIM har lagt frem?

De tre siste årene står indekseringsvirksomheten for hele meravkastningen. Spekulasjonen har bidratt negativt, og det før kostnader. Samtidig er halvparten av kostnadene henførbare til den spekulative virksomheten.

Det betyr at vi betaler to

milliarder per år for forvaltere som bidrar med null eller minus, før kostnader.

NBIM presenterer i rapporten mange mål på risikojustert prestasjon over flere år, men da på fondet som helhet, ikke innenfor de ulike virksomhetsområdene. Hovedtyngden av analysene er basert på prestasjon siden oppstart i 1998, som er mindre interessant. Både sentralbanksjef Øystein Olsen og visesentralbanksjef Egil Matsens budskap er «meravkastningen er kanskje ikke signifikant positiv, men det er for strengt. Den relative avkastningen har vært positiv.»

Når NBIM gjør samme beregning som Priestley og jeg gjorde ifjor, får de samme triste resultat. De siste ti år har fondet som helhet, basert på den ukontroversielle modellen vi la til grunn, levert negativ risikojustert meravkastning etter kostnader. NBIM presenterer et stort antall ulike mer eller mindre anerkjente modeller og synes å ville formidle at noe er i pluss, noe er i minus, og ingenting er statistisk signifikant, så egentlig vet vi ingenting.

Hvorvidt aksjeplukkingen har vært lønnsom, når justert for risiko og kostnader, vet vi fortsatt ikke. Dette skyldes neppe at tallene er så gode at de ikke tåler dagens lys.

Mye tyder på at NBIMs spekulative virksomhet først og fremst har preg av å høste rente på sine landsmenn.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning

Ubesvarte spørsmål om mat på nett er «liv laga»

Karl Munthe-Kaas i Kolonial.no hevder i DN 25. april at han og hans venner er i ferd med å endre en hel bransje. Han mener selvsagt den store dagligvarebransjen som omsetter for 165 milliarder gjennom ti ulike profilhus. Det ergrer ham at jeg setter spørsmålstegn ved hans forretningsmodell når det gjelder «mat på nett». Det er riktig at jeg i en rekke artikler har argumentert mot slik handel i Norge. Dette gjelder ikke bare hans Kononial.no, men alle deres konkurrenter. De befinner seg nå i en konkurransesituasjon som minner om et blodbad. De færreste vil overleve. Siden Munthe-Kaas angriper

Innlegg
Odd
Gisholt

meg, vil jeg som fagmann spørre ham om følgende:

- Hvor mange aktive kunder har Kolonial - og hvor mange har falt fra siden starten?
- Når Kolonial hevder å ha hatt syv prosent vekst per uke, hva er da utgangspunktet for prosentbe-

regningen?

● Hvor mange ansatte har Kolonial (selv har jeg lest om 100 personer)?

● Hvor mange biler har kolonial til utlevering av poser og kasser? Er det 20?

● Kolonial angir å ha 26 hente-punkter, hvor høy provisjon har Shell og de andre for å ta seg av utleveringen?

Jeg skal ikke spørre om underskuddet i 2015 og hva det blir i 2016 (det kommer fra Brønnøysund til høsten), men når regner Kolonial med å gå med overskudd, de har vel budsjetter?

Jeg behøver heller ikke spørre om leverandørbetingelser, men de er sikkert langt dårligere enn

hva de tre store (Norgesgruppen, Coop og Reitan) har med rabatter og bonuser, og kjenner jeg hovedleverandør Rema Distribusjon rett, så gir de ikke ved dørene. Hvordan er det mulig for Kolonial å konkurrere med Rema 1000 (som oftest er billigst) på pris uten at bruttofortjenesten lider?

Og hva gjør Kolonial nå som konkurrenten setter ned prisen på hjemlevering og matkassetilbudene til mer enn det halve? Slike spørsmål gir alltid Norgesgruppen og Coop svar på når jeg spør. For det meste Reitan også. Så hvordan kan Munthe-Kaas kalle det «hersketeknikk» når jeg spør? Han bør jo har jo ikke ha

noe å skjule, han som skal endre en hel bransje.

Det er forståelig at dagligvarekunden ikke er opptatt av disse spørsmålene, men skal en modell som den Kolonial og de andre konkurrenten står for, så må man få positive svar på spørsmålene for å kunne bedømme om det hele er økonomisk bærekraftig. Skulle det vise seg at svarene får meg til å endre mening, så bøyer jeg meg i støvet for disse grunderne som prøver seg på noe mange før dem har feilet med.

Odd Gisholt, dr.oecon Handels-høyskolen BI