

FØR BØRS

Internasjonalt anerkjente akademikere foreslår at oljefondet vedder på aksjekategorier heller enn på enkeltaksjer. Det er en god idé.

Hva skal vi vedde på?



GJESTE-KOMMENTAR ESPEN SIRNES

Passiv indeksforvaltning er kjedelige greier. Alle beslutningene er tatt på forhånd. Det er derfor ikke overraskende at Norges Bank, som forvalter av oljefondet, holder en knapp på den litt mer utfordrende aktive forvaltningen.

Akademisk forskning taler derimot i hovedsak for kjedelig passiv indeksinvestering.

I Finansdepartementets nye rapport om hvordan vår felles oljefortune bør forvaltes, foreslår forfatterne, tre anerkjente finansprofessorer, å senke adre-nalinnivået i Norges Banks investeringsavdeling (NBIM), ved at aktiv forvaltning slik vi kjenner det fasses ut. I stedet for å forsøke å oppnå meravkastning ved å plukke enkeltaksjer, foreslår de at en heller setter innsatsen inn på å utforme smarte «referanseindekser». Disse referanseindeksene vil fungere som lister over hvor nye fondet skal investere i hvert av verdens selskaper.

For forfatterne i NBIM vil det isåfall innebære mye tid ved vannkøleren og kafemaskinen fremover.

Passiv forvaltning er naturligvis blitt foreslått før. Det nye i forslaget er at indeksene ikke skal gjenspeile markedet fullt ut. I stedet ønsker ekspertgruppen at man utformer nye indekser og på den måten utnytter at enkelte investeringer har høyere risikopremie enn andre.

Forfatterne påpeker at selv om det er tilnærmet umulig for et så stort fond som oljefondet å oppnå større avkastning enn markedet over tid, kan fondet utnytte sitt største og kanskje eneste komparative fortrinns: langsiktighet. På kort sikt er det

AKTIV ELLER PASSIV

Regjering og storting skal vurdere forvaltningen av den norske folkefor-muen, oljefondet. En viktig del av de-batten er om pengene skal forvaltes aktivt eller passivt.

■ Aktiv forvaltning betyr at fondet satser penger på at enkelte aksjer skal gjøre det bedre enn andre aksjer.
■ Passiv forvaltning betyr at fondet bare kjøper aksjer i hvert enkelt selskap tilsvarende den andelen selska-pet utgjør av aksjemarkedet. Dette kalles også indeksforvaltning.
■ Det er fordeler og ulemper ved de to ulike strategiene:

■ Aktiv forvaltning kan bidra til en bedre avkastning enn indeksen. Men ulempen er at risikoen for å gjøre det dårligere enn indeksen øker. Det er vanskelig å vite om mer- eller mindre-avkastning skyldes at forvalteren er dyktig eller udyktig. Det kan være flaks eller uflaks som avgjør avkast-ningen ved aktiv forvaltning.
■ Passiv forvaltning er billigere enn aktiv. Dermed reduseres kostnadene og avkastningen blir bedre. Risikoen er normalt lavere enn for aktiv/for-valtning. Men ulempen er at man av-står fra muligheten til å gjøre det be-dre enn indeksen. Det er også et-tervanskelig å velge en god indeks, et-ter som indekser konstrueres på ulike måter og bare spiller en del av det totale markedet.

håpløst å slå markedet, men over tid er saken en helt annen. Enkelte typer aksjer er nemlig mer risikable for vanlige inves-torer enn andre.

Det kan for eksempel være vanskelig å få solgt aksjene i et lite selskap når børsene stuper. Eier du aksjer i General Motors kan du imidlertid være trygg på at du i alle fall får likvidert aksjene dine når du trenger pengene, for eksempel hvis banken sender huset ditt på tvangsauksjon.

Investorer foretrekker derfor store selskaper fremfor små, og aksepterer en lavere avkastning over tid i bytte mot sikkerhet.

Ved å investere mer enn markedsvekt i slike upopulære aksjeklasser, kan oljefondet dermed høste en risikopremie som kortsiktige investorer ikke kan eller ønsker å ta.

Professorene bak rapporten har identifisert slike strategier



SKAL VI VEDDE? Vil oljefondets sjef Yngve Slyngstad trives ved bare å forholde seg passiv?
Foto: Gunnar Bløndal

OLJEFONDET

Staten's pensjonsfond utland (olje-fondet) er verdens nest største stat-lige fond. Kun Abu Dhabis fond er større.

Fondsverdien var 2591 milliarder kroner ved utgangen av november.

Fondet investerer i aksjer, rentepa-pier og eiendom. 62 prosent var hun-dret i aksjer ved utgangen av tredje kvartal ifjor.

Fondet forvaltes av Norges Banks avdeling for kapitalforvaltning. Yng-ve Slyngstad er leder. Kilde: Norges Bank

som den eneste måten å skape meravkastning på over tid.

De foreslår derfor at en flytter de «aktive» investeringsbeslutningene fra individuelle aksje-veddemål til valg av aksjer ut fra generelle kjennetegn som man vet gir meravkastning. Disse strategiske valgene bestemmer så hvor mye som skal plasseres i hvert selskap i verden.

Aksjehandelen i NBIM vil således ikke skulle seg nevne-verdig fra ren indeksforvalt-ning. Innsatsen dreies i stedet fra aksjeveddemål til utvikling av vitenskapelig funderte strate-gier med solid empirisk og teoretiske fundament.

Det er imidlertid helt avgjø-rende at en velger riktige strate-gier. Det er for eksempel tilfelle at små selskaper gir større avkastning over tid enn store og vi har en god teoretisk begrun-nelse for at slike investeringer bør gi meravkastning. For andre strategier er ikke saken like klar. En kan for eksempel tolke rapporten slik at obligasjons-portefølien hovedsakelig bør investeres i land med relativt høyt rentenivå. Slike plasse-ringer har nemlig historisk gitt en meravkastning. En bør imid-ler tid vente litt med å laste opp med islandske statsobligasjoner, for teoretisk er det vanskelig å forklare hvorfor denne strate-gien skal være lønnsomt over tid.

Til tross for at aktiv forvalt-ning i dag ikke bidrar nevne-verdig til fondets avkastning, aviser likevel ikke forfatterne at NBIM fortsetter med det. Ekspertgruppen foreslår at denne delen av forvaltningen organiseres som et lite «hedge-fonds» på siden av fondet, med oppgave å levere meravkastning både i oppgangs- og nedgangs-tider.

Hvis fondet skal fortsette med aktiv forvaltning, er det en god idé å skille det ut som en egen enhet.

Begrunnelsen for fortsatt aktiv forvaltning fremstår likevel litt som et pliktlop fra forfatterne, for argumentene her er ikke veldig overbevi-sende. For eksempel påpekes det at fondet på grunn av stør-relsen vil kunne tiltrekke seg de beste hodene i verden. Med lønnsbegrensningene i NBIM er ikke det sannsynlig.

Rapporten påpeker derimot helt korrekt at størrelse er en

ulempen for aktiv forvaltning. At fondet er stort, reduserer selv-sagt de relative kostnadene, men passiv forvaltning gir større stordriftsfordeler. Ved aktiv forvaltning må noen tross alt få betalt for jobben med å analysere aksjene det veddes på, og jo større fondet er, desto flere slike veddemål må man ta.

De tre professorenes argu-menter for aktiv forvaltning er i det hele tatt nokså vage, og mange av dem er like relevante for passiv forvaltning.

Dersom finansdepartementet velger å følge anbefalingene, kan vi få et fond i verdensklasse, med en forsknings og kunn-skapsbasert strategi som mangler sidebetykke i dagens finansmarked.

Espen Sirnes er første-amanuensis i finans ved Handelshøgskolen i Tromsø.

DAGBOK

Onsdag 20. januar

Resultater for 4. kvartal:

Voss Veksel- og Landmannsbank

Makro:

Tyskland: PPI desember.

USA: Nye boliglånssøkrnader, (MBA) uketall.

USA: PPI desember.

USA: Igangsatte boliger desember.

Utenlandske resultater

for 4. kvartal:

AMR, ASML, Bank of America, Bank of New York Mellon, Ebay, Jefferies, Morgan Stanley, Star-bucks, Wells Fargo, Xilinx

GJESTEKOMMENTAR PENGEPLASSERINGER



ESPEN KLITZING



JON MØLHUS



TRYM RIKSEN



HERLEF HAWK



KRISTOFFER STENSRUD



RAGNHILD WIBORG