

Gjennomsnittlig tenkning skaper ikke vinnere

Hvorfor trender og temaer?

Gang på gang skaper avisene overskrifter som: «Aktive fond underpresterer markedet».

Stadig oftere hører du folk kritisere konseptet med aktivt forvaltede fond. Kritikken baserer seg ofte på undersøkelser som indikerer at aktivt forvaltede fond i gjennomsnitt underpresterer markedet. Man kan ikke forvente at det gjennomsnittlige fondet skal overgå markedet, akkurat som du ikke kan forvente at det gjennomsnittlige fotballaget skal vinne serien. Ulike fagfolk har argumentert for at man bør unngå fond som prøver å slå markedet, og heller benytte indeksfond. Tanken er å fjerne kostnaden som aktiv forvaltning medfører og dermed få bedre avkastning, siden det hevdes at aktivt forvaltede fond ikke gir bedre avkastning.

Hovedpunkter

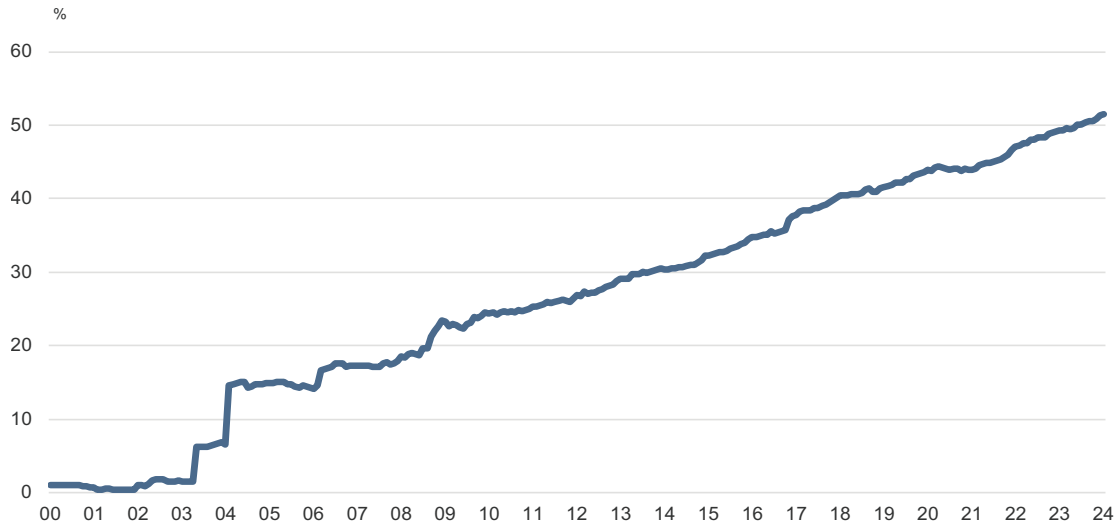
- *Det gjennomsnittlige aktive fondet vil ikke overgå markedet - på samme måte som et gjennomsnittlig fotballag ikke vinner ligaen.*
- *Det er en tendens til å definere risiko som avvik fra markedet – det tekniske begrepet er «tracking error» – og ikke som risikoen for å tape penger. Dette har potensielt en rekke negative konsekvenser.*
- *Indeksforvaltning er den ultimate typen momentum-investering. Jo dyrere en aksje blir, jo mer må passive investorer kjøpe.*

*Morten Springborg,
Global temaspesialist,
C WorldWide Asset Management*



Figur 1

Investeringer i indeksfond globalt av totale aksjefond



Kilde: Bernstein Research, februar 2024

Indeksfond som imitator

I selve kjernen av indeksforvaltning ligger årsaken til dens potensielle undergang: Indeksforvaltning kan til en viss grad være en billig måte å oppnå den attraktive langsiktige avkastningen som er tilgjengelig i et sunt markedsmiljø. Men dette kan bare skje hvis aktive forvaltere spiller dominerende roller og foretar allokeringer som forventer å maksimere fremtidig risikojustert avkastning. I dette tilfellet priser markedet aksjer og obligasjoner «riktig» gjennom handel mellom informerte motparter. I en slik verden vil en indeksforvalter fungere som en imitator av aktive forvaltere. Dette ser imidlertid ikke ut til å være tilfelle lenger, se figur 1. Passive investeringer er nå over 50% av totale aksjefond globalt. Hvis man inkluderer indeksnære fond, som bare avviker marginalt fra sine referanseindekser, og algoritmisk handel, blir andelen aktive investorer enda mindre.

En fare for det kapitalistiske markedssystemet

Hvis passive investeringer blir den dominerende tilnærmingen, kan indeksforvaltning utgjøre en trussel mot markedssystemet? Det er allerede en tendens til å definere risiko som avvik fra markedsavkastningen –

det tekniske begrepet er «tracking error» – og ikke som risikoen for å tape penger. Dette har potensielt en rekke negative konsekvenser.

1. Feilallokering av kapital

Markedet allokerer kapital i forhold til størrelse og ikke forventet avkastning. De største aksjene i en indeks får høyest tildeling, ikke fordi de har bedre utsikter, men fordi selskapet har gjort det bra historisk. I obligasjonsverdenen er situasjonen ganske slående: land som Frankrike og Italia vektet høyere i indeksen fordi de overforbruker og derfor må utstede stadig flere statsobligasjoner, som investorer da må kjøpe fordi de følger indeksen. Samtidig vektet land med en forsvarlig budsjettpolitikk lavere og lavere, og investorene kjøper en stadig mindre andel bedre kreditt. Konsekvensen er at indekseringen styrer kapitalallokeringen.

2. Intellektuell avmatning

Å bevege seg nærmere indeksen og la en datamaskin velge investeringene dine, har en tendens til å resultere i et intellektuelt mye mindre stimulerende miljø: Visjonære investorer som Warren Buffet forsvinner, og datamaskiner tar deres plass.



“Omvendt, ettersom utviklingen mot indeksering fortsetter, bør det gi den frie aktive forvalteren gode muligheter til å utnytte feilallokering av kapital.”

3. Momentum fører til finansiell ustabilitet

Indeksforvaltning er den ultimate typen momentuminvestering. Jo dyrere en aksje blir, jo mer kjøper passive investorer av den. Det betyr at indeksfond kan bidra til å gjøre det finansielle systemet mer ustabil. Forestillingen som ulike indeksforvaltere tar til orde for når de anbefaler sine fond, kan til syvende og sist føre til mer feilallokering av kapital. Det vil føre til lavere avkastning på investert kapital, som igjen vil føre til lavere vekst og destabilisering av vårt finansielle system. Omvendt, ettersom utviklingen mot indeksering fortsetter, bør det gi den frie aktive forvalteren gode muligheter til å utnytte feilallokering av kapital. På et eller annet tidspunkt vil momentumet opphøre, slik vi så i 2000 og i 2007, og investorer vil bli minnet om at risiko faktisk er risikoen for å tape penger og ikke risikoen for å avvike fra en referanseindeks. Indeksforvaltning har sin pris.

Kapitalforvaltningen bør være aktiv

Vi mener at den aktive kapitalforvaltningen er uhyre viktig. Etter vårt syn bør kapitalforvaltning domineres av entreprenører og investorer, ikke av passive administratorer som ikke vurderer prisen på produktet de kjøper eller selger. Konsekvensene vil være investeringsstrategier basert på å minimere risiko for

investeringsorganisasjonen, fremfor å maksimere den risikjusterte avkastningen til kunden.

La det ikke være noen tvil; Det gjennomsnittlige aktive fondet klarer ikke overgå markedet - på samme måte som et gjennomsnittlig fotballag ikke vinner ligaen. Alle spiller for å vinne, men seierspallen har bare plass til et begrenset antall. Å prestere i tråd med det brede aksjemarkedet er en bragd; Noe mange investorer har måttet erkjenne. Og for hver investor som slår markedet, er det en som underpresterer. Selv profesjonelle investorer innrømmer at det er vanskelig å slå markedet.

Stadig oftere hører vi at kostnaden er nøkkelparameteren når du velger fond. Det faktum at mange fond ikke klarer å overgå markedet, viser bare at det ikke er noen enkel oppgave. Men i aksjeverdenen, og i fotballverdenen, oppstår ekstraordinære resultater nå og da. Noen ganger klarer et vanlig lag å slå de beste lagene og komme seg til toppen av pallen. Men bare et fåtall klarer å gjøre det konsekvent.

I den mest prestisjefylte av fotballklubbturneringene – Champions League – er det mange år siden et lag utenfor de fem store europeiske fotballnasjonene tok seg helt til finalen. År etter år ser vi den samme gruppen av topplag

“Vi ser frem til de neste tiårene, konkurrere i kapitalforvaltningens Champions League og ivareta den viktige rollen som aktiv kapitalforvalter.”

kvalifisere seg til finalekampene. Det er klubbene som klarer å tiltrekke seg de dyktigste lagspillerne som klarer å danne et sterkt og sammenhengende lag i en stabil og dedikert vinnerkultur. Dette er ikke klubbene med de laveste kostnadene. Du vil ikke finne fotballforståelsepåere som peker på klubbene med de laveste kostnadene, når de blir bedt om å identifisere det kommende tiårets vinnende lag.

Må fokusere for å lykkes

På samme måte har noen forvaltere bedre sjanser til å overgå markedet enn andre. De ulike investeringsfondene varierer mye, det samme gjør de ulike fotballklubbene.

I kapitalforvaltning, som i fotball, er det stor forskjell mellom å ha ett godt år og konsekvent konkurrere med de beste. Det er en høy grad av tilfeldighet i relativ investeringsavkastning, og for å være statistisk relevant bør en resultatrekord måles over minst 10 år.

Å vinne konsekvent i aksjemarkedene er vanskelig, men det er mulig. I fotball handler suksess om å ha de riktige lagspillerne kombinert med sterke individer som er i stand til å ta de riktige valgene. Som tilfellet er i fotball, er de beste utøverne i investeringssamfunnet ikke tiltrukket av de laveste kostnadene, men av det største potensialet. Med potensial mener vi rammebetingelser og miljø, nettverk, ambisjonsnivå i virksomheten, bedriftskulturen og måten folk behandler hverandre på.

I mer enn tre tiår som en global aktiv kapitalforvalter har vi kontinuerlig investert i å bygge en vinnerkultur og lagt grunnlaget for ikke bare ett godt år, men for langsiktig og konsistent suksess.

I snart 40 år har vi vist at langsiktig overlegen avkastning er oppnåelig. Dette er et resultat av høy stabilitet og betydelig erfaring fra investeringsteamene kombinert med kontinuitet i filosofi og prosess.



Våre kunder investerer hos oss i hard konkurranse med kapitalforvaltere fra hele verden, og våre kunder velger oss fordi de er trygge på at vi vil fortsette å levere meravkastning.

Vi ser frem til de neste tiårene, konkurrere i kapitalforvaltningens Champions League og ivareta den viktige rollen som aktiv kapitalforvalter.

Disclaimer - Norge

Innholdet i denne publikasjonen er utarbeidet av C WorldWide Asset Management AS eller tilhørende avdelinger hos C WorldWide Asset Management (CWW). Innholdet er kun ment som generell informasjon og utgjør ikke et tilbud eller en oppfordring til å gjøre en handel, innholdet skal dermed ikke betraktes som investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Innholdet er ikke utarbeidet i henhold til de regler som er naturlig å forholde seg til i forhold til investeringsanalysers krav til uavhengighet og innholdet er heller ikke forpliktende for forbud mot å handle i aksjer selskaper som nevnes. Meninger og holdninger gjengitt og omtalt i innholdet er kun aktuelle per publikasjonsdato, innholdet er utarbeidet ved bruk av kilder som CWW anser som pålitelige og CWW har tatt alle naturlige forhåndsregler for å sikre at informasjonen er så korrekt som mulig. CWW kan dog ikke garantere at informasjonen er korrekt og påtar seg ikke ansvar for feil eller utelatelser. Innholdet må ikke gjengis eller distribueres videre helt eller delvis uten at CWW har gitt skriftlig samtykke på forhånd.

Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Fondets avkastning kan variere innenfor et år. Den enkelte andelseiers tap eller gevinst vil derfor avhenge av de eksakte tidspunktene for kjøp og salg av andelene. Valutakursendringer vil påvirke verdien på fondet dersom underliggende investeringer er foretatt i annen valuta enn det som fondet er notert i.

Prospekt, vedtekter og KID-dokumenter med nøkkelinformasjon, samt nyeste års/halvårsrapport: cworldwide.no
Kunder basert utenfor Norge henvises til cworldwide.com eller til vårt hovedkontor i København.

Aktive investeringer

C WorldWide Asset Management er en fokusert kapitalforvalter.

Vårt mål er å levere jevn, langsiktig kapitalvekst for kundene gjennom aktive investeringer i noterte aksjer på globale børser.

Våre kunder er primært institusjonelle investorer og eksterne distribusjonskanaler.

Kombinasjonen av en unik investeringsfilosofi basert på nøye aksjeplukking og langsiktige globale trender kombinert med et stabilt team av erfarne porteføljeforvaltere, har siden 1986 resultert i investeringsresultater i verdensklasse.

Du finner flere av våre white papers på cworldwide.no

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT AS

Dronning Eufemias gate 8, Bjørvika, Oslo

Tel: +47 22 00 98 00 · cworldwide.no · post@cworldwide.no