

Aktiv vs passiv forvaltning

Pensjonskassekonferansen 2022

***«Det er ikke mulig å
gjøre det bedre enn
markedet fordi
markedet er effisient»***

Effisiente markeder

Definisjon / Wikipedia



- **Hypotesen om effisiente markeder** er en [hypotese](#) som sier at [finansielle markeder](#) er [effisient](#) dersom prisene på [verdipapirene](#) reflekterer all tilgjengelig informasjon.
- Det er flere former av denne hypotesen på bakgrunn hva slags informasjon som er tilgjengelig, fra historisk informasjon til all informasjon frem til nåtid, offentlig tilgjengelig og privat informasjon.
- Svak effisiens er prisen på aksjen reflekterer historiske prisbevegelser
- Semistærk effisiens er prisen reflekterer historiske bevegelser og all offentlig tilgjengelig informasjon
- Sterk effisiens er prisen reflekterer historiske bevegelser, all offentlig tilgjengelig informasjon, og all privat/utgjengelig informasjon.
- I et sterkt effisient marked vil prisen på en aksje til enhver tid reflektere reell pris. Det vil altså ikke være mulig å finne en kunstig lavt priset aksje, som man kan kjøpe med tanke på å selge med fortjeneste. Aksjespekulasjon vil ikke være rasjonelt.

Tja, dette er ikke et faktum eller en faktisk tilstand, men en modellforutsetning for Kapitalverd modellen

Kapitalverdimodellen / CAPM

En av de mest elegante modellene som finnes innen økonomifaget, og er bla utviklet av norske Jan Mossin. Hans «medutviklere» fikk senere Nobelprisen i økonomi for å ha utviklet modellen.

Holder CAPM i praksis?

NEI

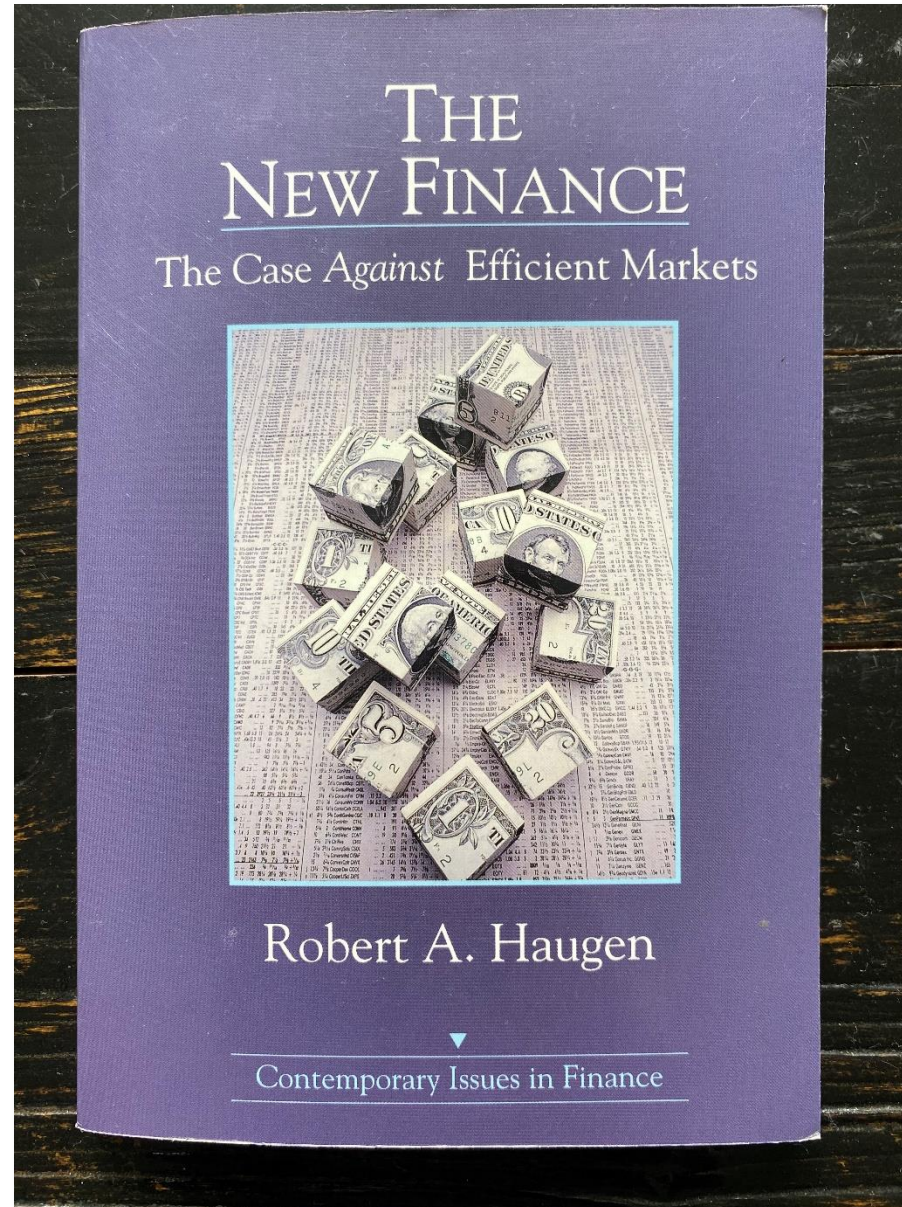
Bygger (som alle modeller) på en rekke, strenge og restriktive forutsetninger, som heller ikke holder i virkeligheten

- Effisiente markeder
- Short salg (alle gjør det)
- Homogene forventninger

Modellen har uansett gitt oss en rekke mulige og tiltalende måter å tenke på, hva gjelder risikojustering av kapitalkrav, vurdering av enkeltaksjers (og porteføljers) utvikling og bevegelser ifht det brede markedet osv (Beta)

Det har blitt vanlig å bruke en (ekstrem) modellforutsetning som begrunnelse for hvorfor man ikke kan slå markedet. En modell og en forutsetning som vi vet ikke stemmer....

Haugen; The case against efficient markets



Digresjon...

ROBERT A. HAUGEN

MODERN INVESTMENT THEORY

FIFTH EDITION

410

PART I

TABLE 16.2A Macaulay Strategy
Initial Investment Value (\$)

Mean	703,420
Standard deviation	69,073
Minimum value	536,240
Maximum value	823,030

Source: W. P. Lau, "An Empirical Examination" (Madison: University of Wisconsin, 1983).

realized yield is higher
Lau also c
durations. The
rates. Lau ext
month, he fits

INSI

It's just 2:30 PM., and the sun is already in a tropical fashion to the south on Oslo air is dry and clear, making the sun a shining diamond, flawless in the sky.

It's December 21, the shortest day of the year. With only five hours of daylight, temptation to spend time out of doors is low. In the financial community, in particular, chief economist at UNI Storebrand, many long days lately developing models to coordinate his firm's investments in the present value of expected future cash flows. Normally, U.S. insurers desired coordination by investing with maturities that are sufficient to match the maturity and interest sensitivity of their claims. UNI Storebrand, however, has a perplexing problem in this regard.

Olestein turns to Knut Larsen, a consultant to UNI Storebrand and a partner in a consulting firm called Sekstant. "Together we've finally come up with a solution to Storebrand's asset/liability problem, the menu of bond investments in Norway. Nearly all the market's short-term maturities, making the

beta factor, 45-46
characteristic line, 45
correlation coefficient, 48, 215
defined, 44
efficiency of, 222-224, 246-247
inefficient, 224-227
residual variance, 46-49
Market segmentation theory of term structure, 554, 360-362
Marking to market, 19-20, 496
Markowitz, Harry, 1-2, 3, 85n
Markowitz portfolio model, 1-2, 3, 205
See also Portfolio optimization
in bond risk management, 386-387
residual variance and, 138, 145
Mavris, R. W., 532-533
Matrix prices, 386
Maturity, bond, 384
Maturity phase, 546
McNichols, M., 617-618
Mean
arithmetic, 353, 356, 362-364, 369-370
geometric, 353, 366-367, 370-371
reversion to, 599
sample, 34
Medien, Olestein, 410-411
Melvin, M., 357n
Merton, R. C., 263n
Merville, L., 473-474
Micro events, 136
Miller, Merton, 528, 529, 530-533
Miller, R., 205n
Minimum variance set
additional properties of, 632-639
beta factor, 97-104, 219-220
computer technology and, 89-92
critical line, 89-92, 109-112
as efficient set, 81-82
global minimum variance portfolio, 82
with short selling, 82-92
critical line, 89-92
isoexpected return lines, 85-86
isovariance ellipses, 87-88
Mishkin, F. S., 357n
Modern investment theory. See also specific theories
computers in, 3-4
development of, 1-3
importance of, 3-4
Modest, D. M., 290
Monetary policy, 330-331, 334-337, 341-342
Money supply, interest rates and, 330-331, 334-337
Monte Carlo simulation, 184-187
consumption goods, 187
factors in, 184
steps in, 184-185
value at risk in, 185-187
Moody's Investor Service Directory, 11, 12
Morningstar, 302
Mortgage bonds, 10
Mossin, Jan, 2, 201n
Multifactor models, 145-151
estimating portfolio variance using, 150-151
systematic risk, 146-147
Multiple-payment liability, 407-408

INDEX

653

Multistage growth models, 541-545, 546-548
Municipal government securities, 10
Mutual funds, 17-18

N

National Association of Security Dealers Automated Quotations System (NASDAQ), 23-25
National income, 331-334
National Investment Services of America (NISA), 398-399, 510-511
Net asset value (NAV), 18
New-era theory, 556-557
New information, market response to, 581-582, 590-601
New York Futures Exchange, 23
New York Stock Exchange, 15, 21
Nominal interest rate, 325, 334-337
Noncumulative preferred stock, 15
Nonnormal distributions, 226-227
Normal distribution, 202-205
Notes
tax-anticipation, 10
Treasury, 8

O

Objective function, Lagrangian multipliers and, 112-113
O'Brien, Patricia, 561-562
Oedegaard, B., 381n
Olson, David, 148-149
Open-market operations, 330-331, 341-342
Option(s)
complex securities as portfolios of, 486-489
bonds, 488-489
common stock, 486-488
exercise price, 421, 495
organized exchanges for, 22
strategies
butterfly spread, 477-478
computing expected return on, 478-479
delta, 441, 479-482
gamma, 479-480
portfolio insurance, 26-28, 462-486
straddles, 476-477, 481
theta, 479-480
Option pricing, 2
American. See American option pricing
bias problems in, 470-476
European. See European option pricing
finding market estimate of stock variance, 469-470
Organized exchanges, 21-23
for bonds, 21-22
for futures contracts, 23
for options, 22
for stocks, 21-22
Original issue bonds, taxes on, 522
Out-of-the-money options, 427, 430-431

Overreactive markets, 191-195
Over-the-counter market, 23-25

P

Pacific Coast Stock Exchange, 21, 22
Parker, Richard, 316
Passthrough securities, 9-10
Peer groups, performance relative to, 304-309
real peer groups, 304-305
synthetic peer groups, 306-309
Pension funds
asset/liability analysis for, 187-190
immunization and, 393-395, 398-399, 406
Performance. See Portfolio performance measures
Perpetual bonds (consols), 326-328, 330-331, 335-336, 339
Philadelphia Stock Exchange, 22
Population covariance, 37-40
Population expected rate of return, 33-34
Population variance, 33-34
Portfolio beta, 146, 209, 219-220, 242-246, 512
Portfolio change measure (PCM), 309-312
Portfolio covariance, 60-61
Portfolio expected return, 60, 71-72
Portfolio insurance, 26-28, 462-486
Portfolio management, 57-71. See also Bond portfolio management
combination lines, 61-71
perfect negative correlation, 67-69
perfect positive correlation, 64-67, 68
risk and expected return, 57-61, 71-72
portfolio expected return, 60, 71-72
portfolio rate of return, 57-59
portfolio variance, 60-61, 72
risk-free rate, 69-71
using multifactor models, 145-151
using single-factor models, 134-145, 210
Portfolio opportunity distributions (PODs), 306
Portfolio optimization
in asset allocation analysis, 154-155
asset allocation in. See Asset allocation
Markowitz model, 1-2, 3, 138, 145, 205, 386-387
Portfolio performance measures, 272-289, 299-318
with asset pricing models, 272-289
arbitrage pricing theory, 287-289
capital asset pricing model, 274-287
need for risk-adjusted performance measures, 272-274
problems of Jensen, Treynor, and Sharpe indices, 281-287
without asset pricing models, 289-318
performance based on portfolio weight selection, 309-312
performance relative to peer groups, 304-309
performance relative to stylized benchmarks, 300-304
pure-play benchmarking, 312-314
style analysis, 314-318

411

Expected Rate of Return (%)

4.61
1.44
2.53
9.14

Ph.D. dissertation

pter 14. He again either side of the duration experi- the FW duration

iances between ld be estimated. ween the two—

term bonds in useful in controlling sensitivities to test rate didn't be firm's liability-regian stocks acting the stock the firm's com-uld actually re-time, it would assets as a res- most like get-oned, "I'd say getting paid to

in chucked as a. The sky was out. If things that Norway, be leading the initiative asset/

***«Aksjefondene kan ikke
slå markedet for de er
markedet»***

Alle kan ikke «tjene mer enn gjennomsnittet...»

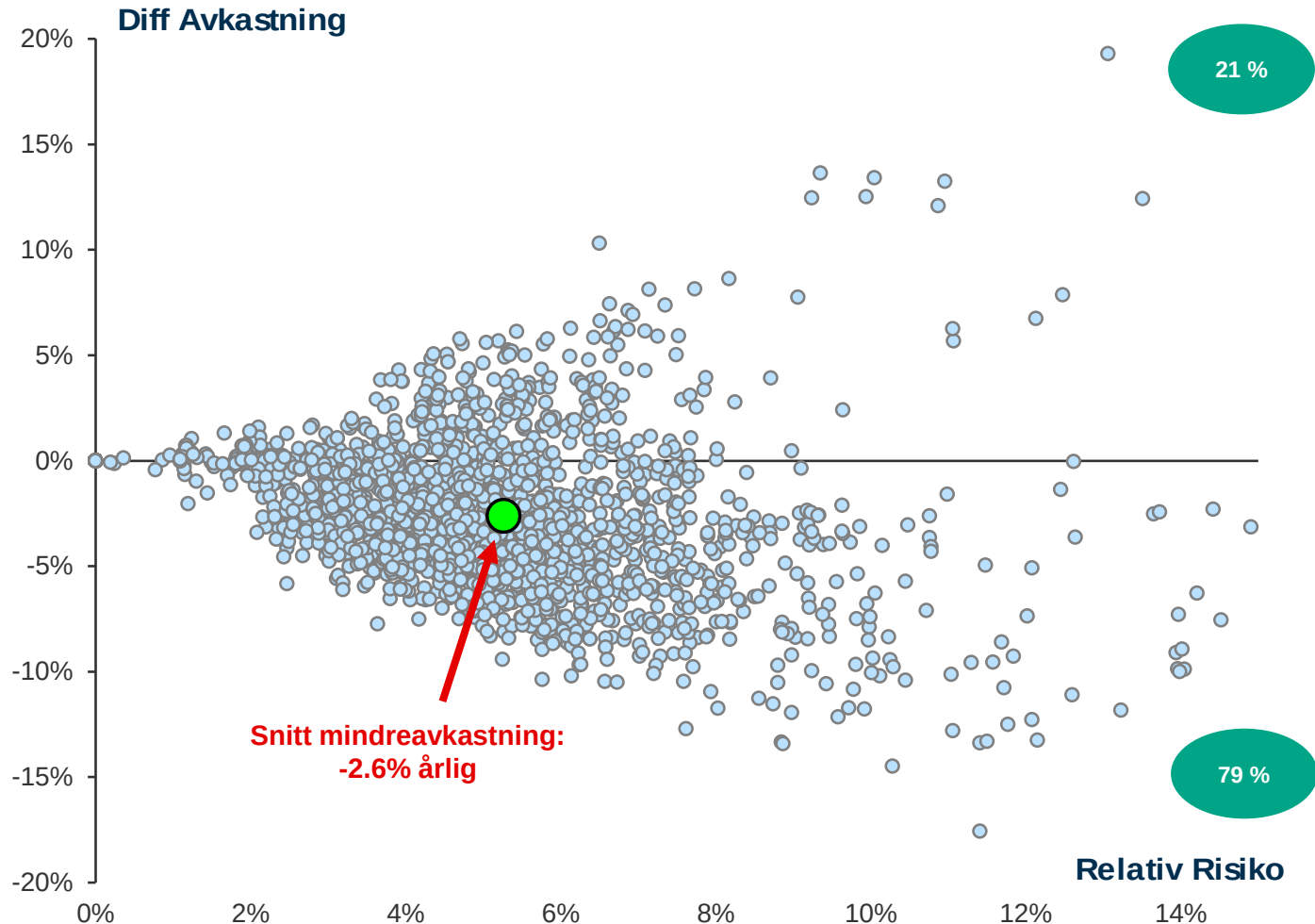
Men, fondene er ikke markedet, kun 5-10% av markedsverdien

Vi burde følgelig kunne forvente at alle disse godt betalte forvalterne av aktive aksjefond slo markedet...

Det er en rekke meget flinke, velutdannede og smarte folk som forvalter disse fondene. De har gode investeringsfilosofier, lang erfaring, dyktige team og analytikere rundt seg, tilgang på all mulig informasjon osv

Men det er ikke slik, data taler sitt tydelige språk

Aktive globalfond målt mot MSCI AC World siste 5 år



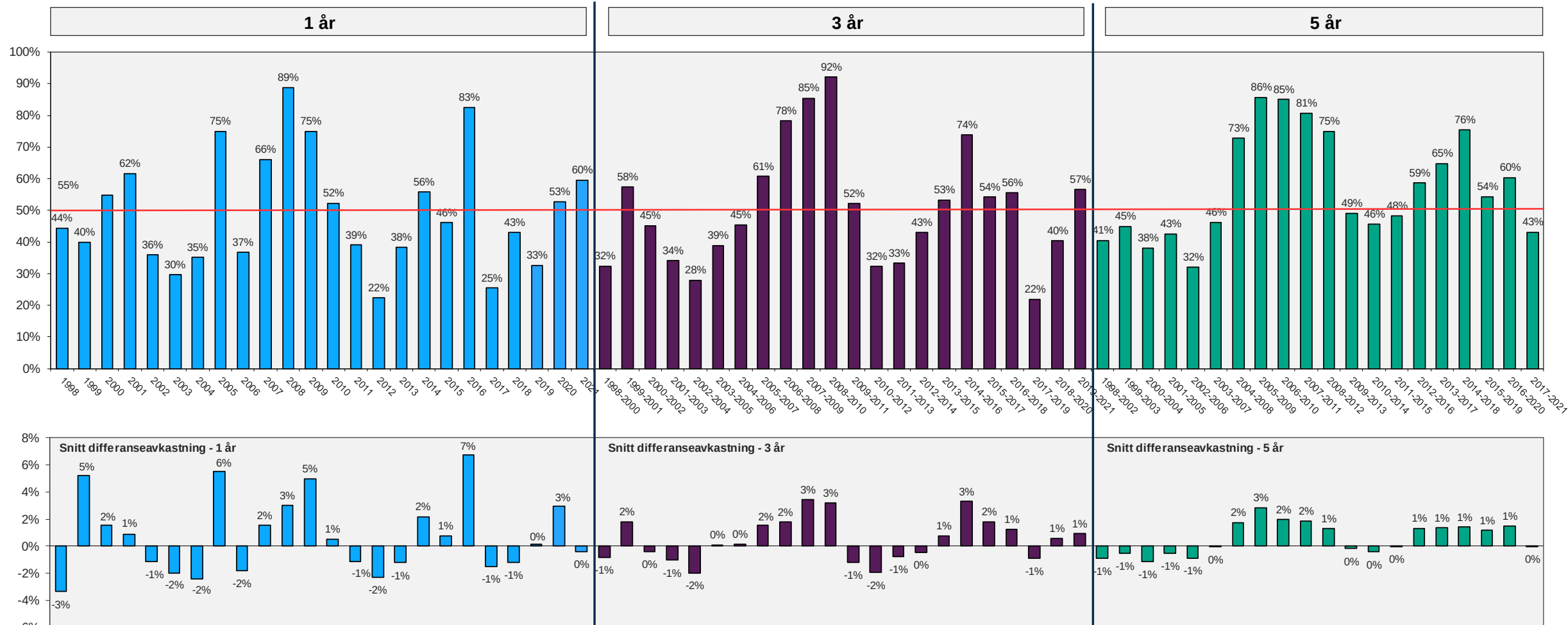
1894 Globale fond målt mot MSCI AC World Index over perioden
31.08.15 - 31.08.20 (60 mnd)

Kun 1 av 5 forvaltere har slått indeks
siste 5 år

Norske aktive fond

GRIEG INVESTOR

Andel norske fond som har hatt bedre avkastning enn sin referanseindeks over henholdsvis 1, 3 og 5 år

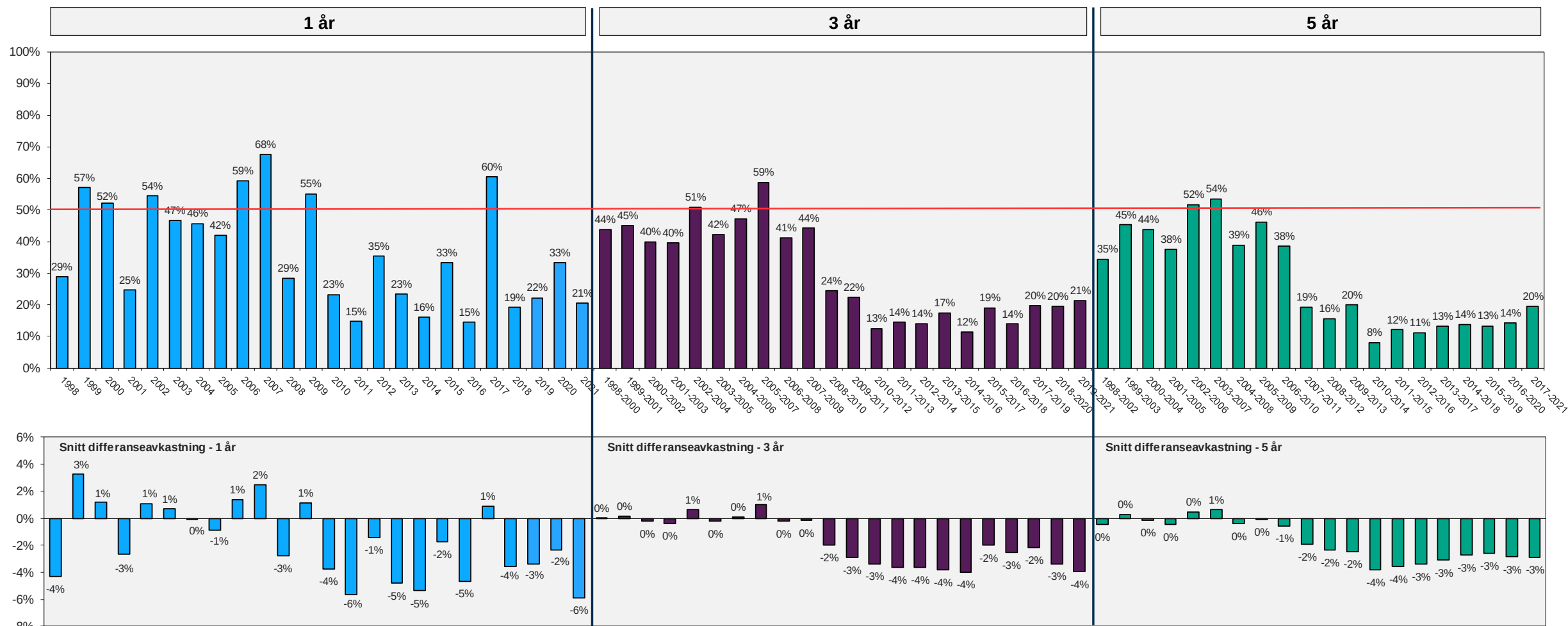


Antall fond i analysen varierer fra 36 til 71 fond avhengig av tidsperiode. Alle tall er i NOK og etter kostnader.

Globale aktive fond



Andel globale fond som har hatt bedre avkastning enn MSCI World NTR over henholdsvis 1, 3 og 5 år



Antall fond i analysen varierer fra 300 til 2400 avhengig av tidsperiode. Alle tall er i NOK og etter kostnader.

**La oss anta at det er ikke er
modellforutsetninger, anomalier eller
andre mer teoretiske eller tekniske
årsaker til at aktiv forvaltning er
vanskelig**

**Hvorfor er det så veldig få aktive forvaltere
som slår markedet?**

I det korte bildet?
Historiske utviklingstrekk
Våre erfaringer

Hvorfor har aktive globale aksjefond slitt?

Svakt for både vekst og verdi-forvaltere, men av forskjellige grunner i det litt korte bildet (2021)

Vekstforvaltere

- **Undervekt energi & finans – to av de tre beste sektorene i 2021 og er typisk ikke favorittsektorer for vekstforvaltere**
 - Innen finans også ofte favorisert forsikringsselskaper, og børser men unnveket mer tradisjonelle amerikanske og europeiske banker
- **Svak seleksjon innen IT, der mange har gått glipp av oppturen i Apple som har hatt sterk børsutvikling**
 - I tillegg har mange vekstforvaltere favorisert selskaper i grenselandet mellom finans og teknologi, for eksempel innen betalingsløsninger. Disse har gjort det svakt



Verdiforvaltere

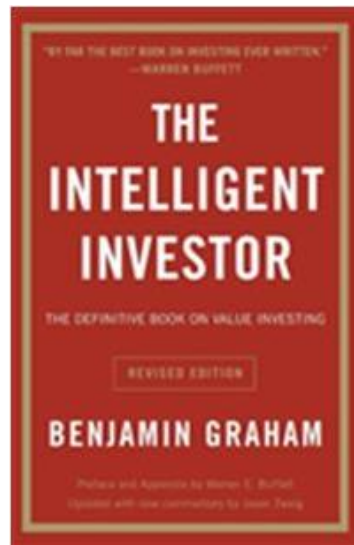
- **Undervekt IT, nest beste sektor i 2021**
 - Typisk for verdiforvaltere da sektoren er høyt priset. Har vært en motvind i mange år
- **Undervekt USA og overvekt Europa og/eller fremvoksende markeder**
 - De amerikanske børsene har fortsatt å gå sterkt, og særlig de forvalterne som har MSCI World som referanseindeks men har tatt litt fra USA og puttet i EM har fått svi.



En verden uten sammenligning

Aktiv vs. passiv forvaltning: 50+ år i skyttegravene

Jesse Livermore, Benjamin Graham og Sir John Templeton: investorer uten passiv konkurranse



- I **en verden før moderne finansteori**, referanseindekser, akademiske studier og passiv forvaltning er avkastningen vanskelig å både verifisere og evaluere, spesielt risikojustert. Tanken om å slå «markedet» var uansett ikke fremtredende, da «markedet» ikke var godt definert

Moderne finans gjør livet vanskelig

Aktiv vs. passiv forvaltning: 50+ år i skyttegravene

Kapitalverdimodellen og Jensen's alfa, indekser og indeksfond, effektive markeder og passiv forvaltning

S&P Dow Jones
Indices

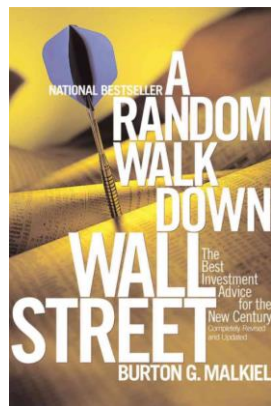
A Division of S&P Global

Vanguard

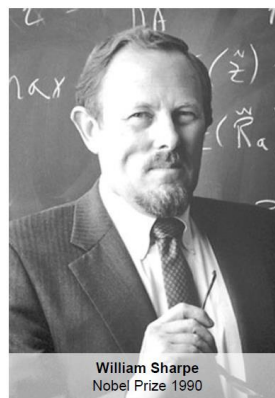
1957: indekser og
indeksfond



1968: Jensen's alfa
og første analysen
av aktive fond



1973: effektive
markeder og passive
investeringer



1991: «*The
Arithmetic of Active
Management*»



1992: Fama &
French og
faktormodeller

- Markedsvektede indekser revolusjonerer forvaltningsbransjen, moderne finansteori gjør det enklere å vurdere forvaltningsresultater, de første studiene på aktiv forvaltning er nedslående, matematikken taler mot bransjen samlet sett, tanken om **effektive markeder der forskjeller i avkastning skyldes risikopremier** står sterkt

Bildet nyanseres

Aktiv vs. passiv forvaltning: 50+ år i skyttegravene

Nye faktorer, adferdsfinans, markedsstruktur, bedre empiriske studier

WML

«Winners minus Losers» (1993)

BAB

«Betting Against Beta» (2014)

QMJ

«Quality minus Junk» (2018)

1993-2018: Ny forskning innen anomalier/faktorer

NHH-topp: - Aldri sett et fond med så lav aktiv andel

Fondskundene hadde små sjanser til å få meravkastning i fondet DNB Norge, mens DNB tjente 150 millioner kroner i året på kundene. - Ingen grunn til å ødelegge den businessen, sa NHH-toppen Trond Dønseland i retten tirsdag.



2009: Cremers & Petajisto, «Active Share» og skapindeksfond



2015: «Efficiently inefficient», vanskelig men ikke umulig å slå markedet

PASSIVE INVESTORER

≠



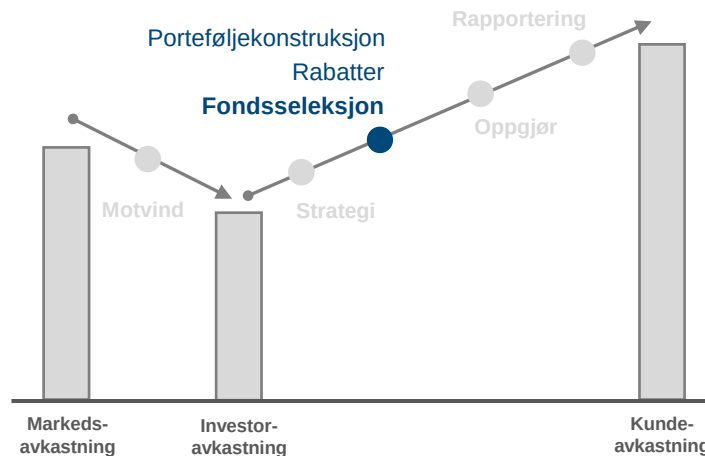
2018: «Sharpening the Arithmetic of Active Management» – aktiv forvaltning ikke nødvendigvis nullsummespill

- Nye «faktorer» og «anomalier» (momentum, lavrisiko, kvalitet), taler mot risikobaserte forklaringer og for adferdsbaserte forklaringer, studier av private investorer (som også er aktive investorer), bedre akademiske studier (mer og bedre data – særlig beholdninger), aritmetikken umuliggjør ikke meravkastning, markedene er **«effektivt ineffektive» der det er vanskelig men ikke umulig å «slå markedet»**

Våre erfaringer med aktive forvaltere

Hvorfor snittfondet ikke leverer.

Våre verdikjende tjenester og aktiviteter



- «Årets nordiske investeringsrådgiver»
- God forvaltning over tid er vanskelig og sammensatt. Det holder ikke å bare være flink.
- Vi ser mye bra, men det langt mellom det eksepsjonelle

Markedsdrevet → «Storytelling»

- Mange serverer det de tror folk vil ha, ikke det de faktisk kan
- Vi liker forvaltere som er kompetansedrevet til forskjell fra markedsdrevet

Kortsiktige → «Kvartalstyranniet»

- Vi ser at mange av forvalterne som sier de er langsiktige, egentlig ikke er det

Har gått den samme skolen → «Saueflokken»

- Mange flinke folk, men langt mellom «ekte fyrårn»

Vanskelig å gå egne veier → «Karriererisiko»

- Bedre å ta feil sammen enn å ha rett alene
- Skal man slå markedet må man være annerledes enn markedet → å gå mot strømmen viser seg vanskelig i praksis

Høy turnover → «Just another job»

- Alle ønsker å fremstå som om de har verdens mest dedikerte og langsiktige forvalter, men for mange av dem er dette "just another job"

Må være veldig slitsomt og frustrerende å bli målt på resultatet av de beslutninger man tar hver eneste dag, 365 (250...) dager i året, år etter år

Jeg var med på å innføre måling av resultater i Storebrand Kapitalforvaltning i sin tid (tidlig 1990-tallet) => delvis «ansvarlig» for at stakkarne har det slik...

Ikke bare skulle forvalterne nå måtte holde seg til en strategi (strategisk aktiva allokering; kunne ikke investere hvor mye de selv ville i ulike aktiva og markeder), men resultatene deres ble også målt mot en representativ indeks (benchmark)

Jeg ble en periode bare kalt for «Konsensus Benchmark» (innførte også det å følge konsensusestimater for ulike økonomiske størrelser, fremfor at jeg/vi skulle lage et eget sett med prognoser) => fordi jeg ikke syntes dette var noe gøy (makro og sånn), mye mer gøy med investeringsstrategi og kapitalmarkeder

Målingen i seg selv bidrar antagelig til at ikke så mange tør eller orker å avvike særlig mye over tid, hvilket betyr at man nærmer seg indeksforvaltning og i snitt gjør det dårligere, etter kostnader

***«Hva skjer hvis alle velger
indeksfond?»***

Ingen som bryr seg om hvordan de enkelte selskapene gjør det (dyrt / billig osv)

Blir en merkelig situasjon...(og heldigvis helt hypotetisk)

Kan kanskje gjøre det enklere å være aktiv forvalter...

Hvor langt i retning 100% indeks kan vi gå før vi får «rare» utslag ?

Hvordan håndterer Grieg Investor aktiv vs passiv forvaltning?

Vi vet at vi ikke klarer å finne «vinnerne» til enhver tid, men forsøker å sette sammen porteføljer av forvaltere som er komplementære og som derfor vil kunne gjøre det bra i ulike markedssituasjoner =>

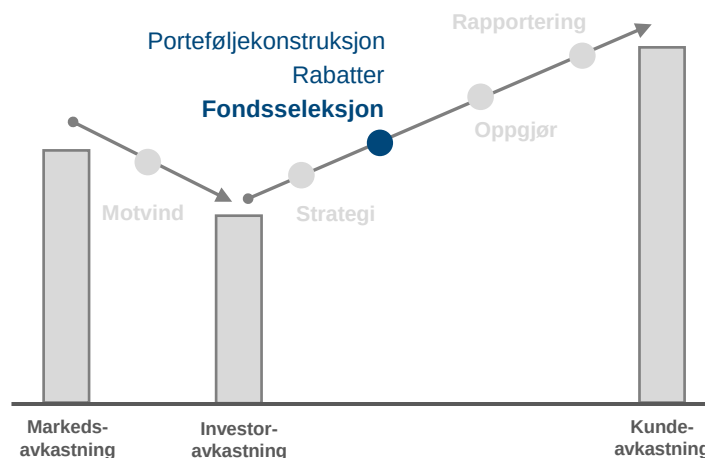
«allværsporteføljer»

Også dette er vanskelig...

Aktiv vs Passiv oppsummert

Ja takk begge deler

Våre verdikjennende tjenester og aktiviteter



Vi anbefaler generelt våre kunder en **kostnadseffektiv og diversifisert** eksponering mot **veldokumenterte risikopremier** som sikrer at porteføljen ikke er for ensidig eksponert mot ett enkelt økonomisk utfall

Vi tror at enkelte aktive forvaltere kan slå markedet over tid...

- Makrodrevet marked og høye korrelasjoner vil sannsynligvis ikke vare evig og fundamentalene vil over tid vinne over pengestrømmer og sentiment. «Tyngdekraften» gjelder også i finansmarkedet.
- Markedet en sum av menneskelig handling og overreaksjoner vil det være til evig tid.

...men vi tror det er klokt å ha en viss respekt for markedet...

- Det å velge aktive fond er forbundet med risiko – man har oddsene mot seg.
- 80% har tapt for markedet siste 5 år. Fordi de er dumme? Nei, å slå markedet er vanskelig.
- Vi har tilgang til mer, bedre og billigere data enn noen gang og mye av gårsdagens «alpha» kan i dag kjøpes over disk for en billig penge.
- Det overordnede målet er å høste den langsiktige aksjeavkastningen. Andelen aksjer er derfor den viktigste avgjørelsen.

...og anbefaler derfor våre kunder en viss andel i billige indeksfond

- Vår standardanbefaling er en «Core-Satellite» portefølje med ca 1/3 indeksfond og med en robust aktiv del bestående av fond som trives og mistrives under ulike værforhold.
- **Andelen aktiv vs passiv varierer med investors risikovilje/evne, tro på fondene, markedssituasjon etc**
- ... og krav til ansvarlige investeringer

Indeksforvaltning og fokus på bærekraft

Eksklusjoner og indeksforvaltning har vi hatt lenge (dvs «unngå»)

Hvis forvalter i tillegg skal overvekte selskaper som defineres som bærekraftige, vil forvaltningen vanskelig kunne være indeksforvaltning

Tydelige endringer og bevegelser i porteføljevalg



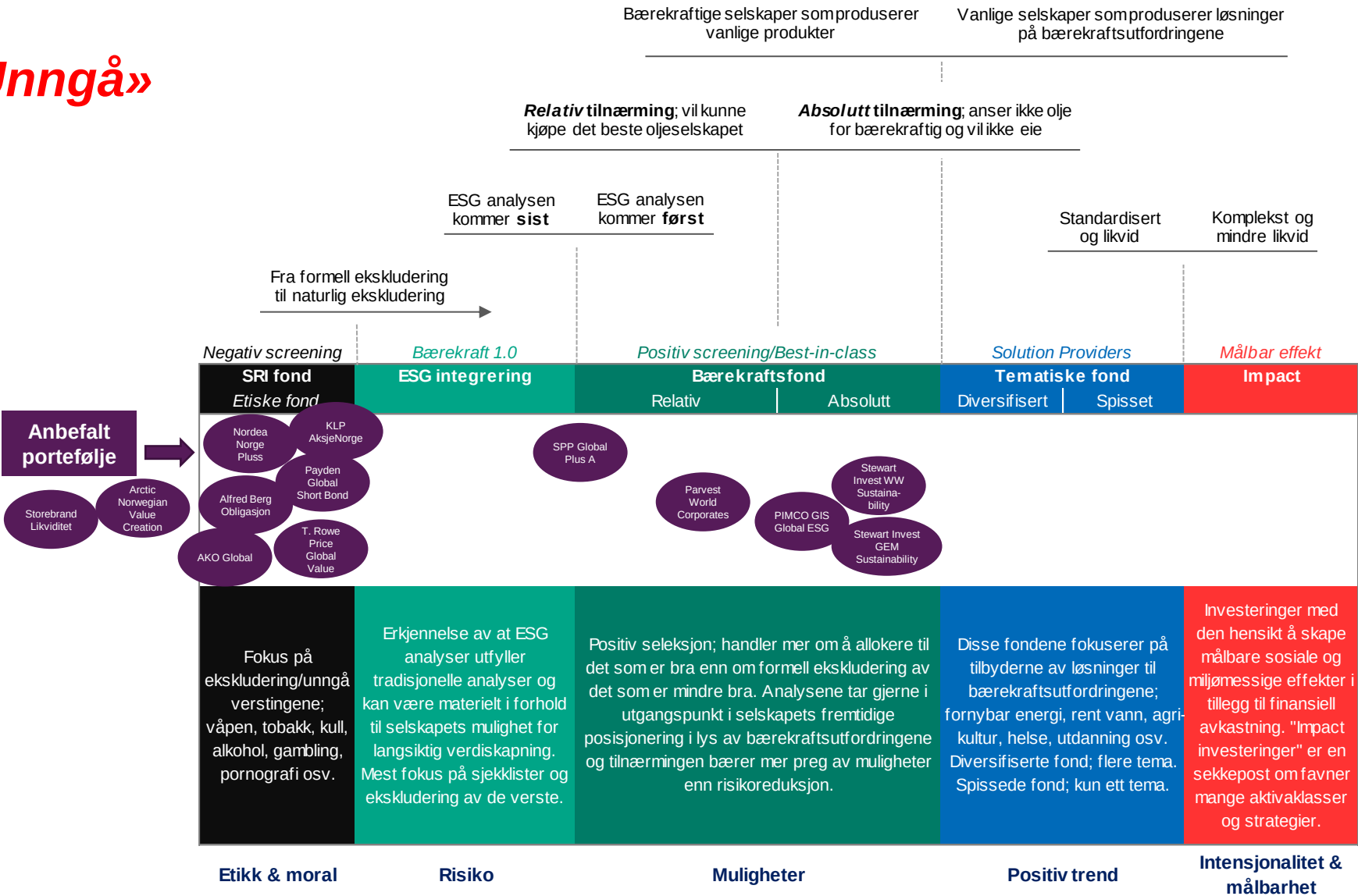
Do no harm

Do good

Make it happen

«Unngå»

«Oppnå»



Lite eller ingen indeksforvaltning

Aktiv vs passiv

Oppsummering

- «Markedet er effisient, så det er ikke mulig å gjøre det bedre enn dette»
 - Tullball => forutsetning for modellen / teorien, men ikke slik i praksis
 - «Markedet» er et slags gjennomsnitt, og det er følgelig mulig å gjøre det bedre enn gjennomsnittet (gitt at ikke alle kjøper indeks, må det faktisk være slik)
- «Alle forvaltere/fond kan ikke slå markedet, fordi de er markedet»
 - Aksje fond utgjør typisk +/- 5-10% av markedsverdiene i et aksjemarked => ikke noe problem at alle «fond» gjøre det bedre enn markedet (**kunne** gjort det bedre....)
- Hva om alle investorer / forvaltere vokter seg som indeks?
 - Blir en merkelig situasjon... (og heldigvis helt hypotetisk)
- Kan et indeksfond være bærekraftig ?
- Vanskelig å finne konsistent gode aktive forvaltere
 - Tallenes tale er ganske dyster
 - «Ja takk, begge deler...»

