

FØR BØRS

Oljefondet har blitt satt under lupen av tre internasjonalt anerkjente eksperter. Spissformulert hevder de tre professorene at mye av jobben i fondet kunne vært gjort av datamaskiner.

Oljefondet, computere og frisører



**GJESTE-KOMMENTAR
TRYM RIKSEN**

Ikke før jul publiserte Finansdepartementet en rapport på 220 sider ført i pennen av Andrew Ang, William N. Goetzmann og Stephen M. Schaefer, professorer ved henholdsvis Columbia, Yale og London Business School. Rapporten evaluerer den aktive forvaltningen av oljefondet siden starten i 1998 og gir fremoverskuende anbefalinger.

«Resultatene viser at om lag 70 prosent av all aktiv avkastning kan forklares ved eksponering mot systematiske faktorer for hele perioden sett under et», hevdes det.

«Vår analyse indikerer at Norges Bank Investment Management baserer den aktive forvaltningen på valg av enkelt-papirer basert på fundamental analyse, dvs. en «bottom up» tilnærming. Vi er ikke sterke tilhengerne av denne formen for aktiv forvaltning, som går ut på å skape verdi utover det som følger av rene faktorbaserte referanseporteføljer», meldes det klart fra ekspertene.

Satt på spissen er dette formuleringer som betyr at man kunne ha satt bort forvaltningsjobben til en datamaskin og oppnådd noenlunde samme resultat. Ekspertevalueringen vil for enkelte være så opsigtsvekkende at det er naturlig at vi her stopper litt opp ved den id historiske problemstillingen menneske versus maskin.

Maskiner og mennesker har alltid levd side om side. De første menneskene som utviklet verktøy og våpen, vant sammen- lignet med dem som gjorde alt for hånd. Fra nyere tid tenker mange på den industrielle revo-

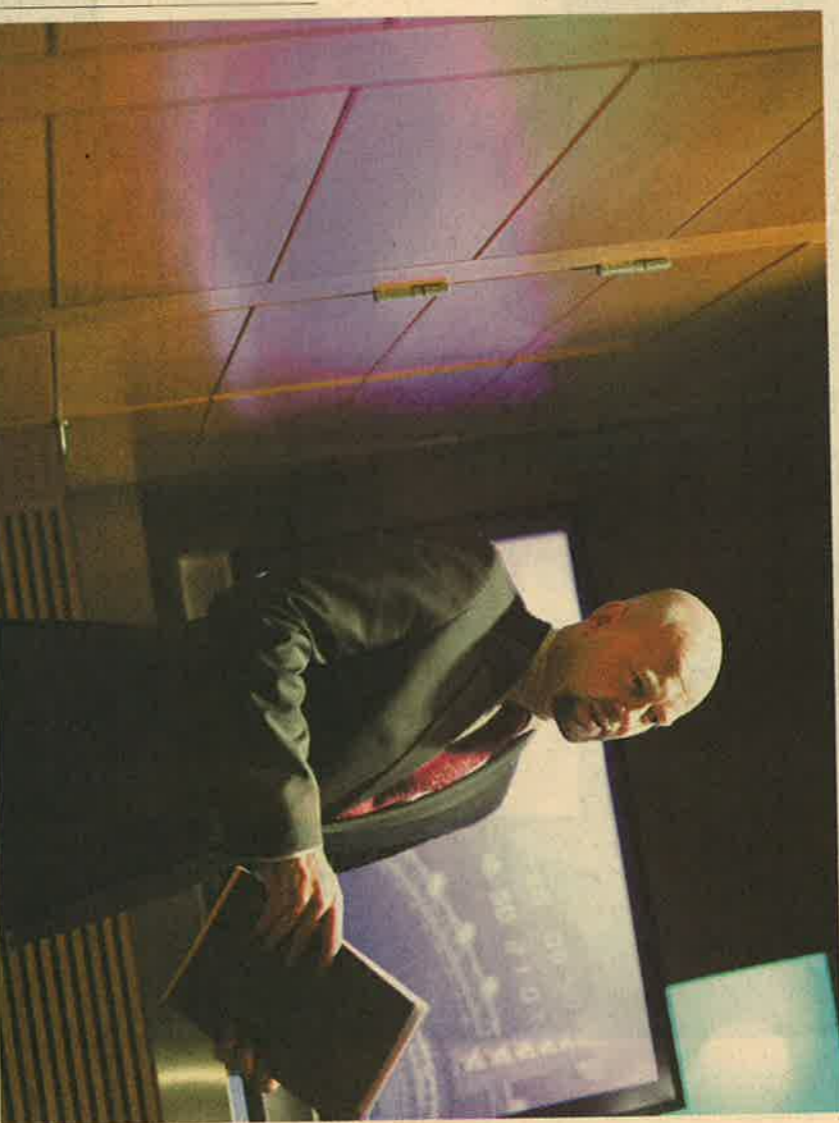
lusjonen når temnet mennesker og maskin kommer opp.

«Det er ingen grunn til at både mentalt og fysisk arbeid ikke kan forenkles gjennom maskiner», skrev Charles Babbage (1791-1871) for snart 200 år siden. Han mente at menneskelig tenkning var gjensvar for en rasjonell organisering i like stor grad som vevingen av bomullstøy. Derfor konstruerte han den første differansmaskinen, som gjorde enkle regnestykker. Han fikk forøvrig aldri ferdigstilt en «analytisk maskin», som var en tidlig spådom om den jobben moderne datamaskiner gjør.

Babbages regnes i dag som opphavsmannen bak tanken om en programmerbar datamaskin, men de første computerne ble født lenge før Babbage. I kjølvannet av Den franske revolusjon i 1789 sto de franske myndighetene overfor en kjempjobb med å dele opp landets eiendommer på nytt. Til dette trengte de enorme logaritmiske og trigonometriske tabeller. Gaspard de Prony ble satt til jobben og inspirert av Adam Smiths idé om arbeidsdeling strukturerte han det overveldende arbeidet slik:

1. En håndfull fremragende matematikere definerte problemene og bestemte seg for hvilke formler og metoder man skulle bruke i beregningene av tabellene.
2. En større gruppe av matematikere beregnet så primærpunkter.
3. En stor gruppe av menneskelige computere, omtrent 80 personer, fylte inn hullene mellom primærpunktene fra gruppe 2.

Historiens gang ville ha det til at frisører, som fikk færre hoder å klippe da aristokratiet ble fjernet, falt inn i gruppe tre. Ifølge Campbell-Kelley og Asprays «Computer: A History Of The Information Machine» (1996) var disse frisørene de første computerne. Menneskelige computere som produserte talltabeller for hånd, var en liten industri i seg selv på denne tiden, og Babbage var altså den første som forestilte seg at maskiner fullt ut kunne erstatte computerne en gang i fremtiden.



PÅ SPISSEN. Kunne oljefondets sjef Yngve Slyngstad oppnådd samme resultat der som han hadde satt bort forvaltningsjobben til en datamaskin? Foto: Gunnar Bløndal

AKTIV OG PASSIV KAPITALFORVALTNING

■ Passiv forvaltning, såkalt indeksforvaltning: Forvalterne skal oppnå samme avkastning som en nærmere angitt indeks av aksjer eller obligasjoner. Om disse indeksene er bredt definert, vil man oppnå omtrent samme avkastning som gjennomsnittet av markedet.

■ Aktiv forvaltning: Forvalterne velger selv verdipapirer som man på basis av egne analyser og vurderinger gir best avkastning.

■ Passiv forvaltning - indeksforvaltning - har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlignet med aktiv forvaltning.

Kilde: Norges Bank

Koblingen mellom de første computerne, Babbages visjon om datamaskiner og forvaltningsindustrien er åpenbar. I 1976 etablerte John C. Bogle verdens første indeksfond. Han hevdet at det var mulig å gjenskapte aksjeindeksen S&P 500 ved hjelp av mekanisk porteføljeforvaltning. Aksjefondet Vangvard 500 Index Fund har siden oppstarten for mer enn 30 år siden levert samme avkastning som S&P 500 og gjort det bedre enn de aller fleste aktivt forvaltede aksjefond, ikke minst på grunn av de lave forvaltningskostnadene.

SYSTEMATISK OG USYSTEMATISK RISIKO

■ Systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, er risiko knyttet til (gjente) markedsforhold.

■ Usystematisk risiko, også kalt selvsjansrisiko, er risiko knyttet til spesielle forhold knyttet til enkeltsekskaper, bransjer etc. Slik risiko reduseres ved å spre investeringene på mange selskaper.

Tradisjonell indeksforvaltning går ut på at en datamaskin gir investør en eksponering mot aksjemarkedspremien alene. Det finnes imidlertid en rekke andre interessante avkastningssøkende risikofaktorer utover aksjepremien. De tre nevnte ekspertene anbefaler oljefondet å dreie porteføljen i retning av slike faktorer, gjennom beregningen av en ny referanseindeks. For aksjeporteføljens del vil faktorene være

- verdi - aksjer med relativt høyt pris/bok-forhold
- momentum - aksjer med relativt høy tolvånersavkastning
- størrelse - aksjer med relativt lav markedsverdi.

På den måten legges listen høyere for de aktive forvalterne av fondet, og Finansdepartementet er i større grad forberedt på potensielle kilder til

store kurssvingninger. De tre professorene anbefaler imidlertid ikke å kutte ut aktiv forvaltning som sådan, men å bli mer bevisst på systematiske kilder til avkastning. Dermed fjerner man en del av mystikken i forvaltningen.

Nevnte Bogle gjorde dette i 1976 med aksjemarkedspremien, for inntil da kunne aksjeforvaltere som slo obligasjonsavkastningen, bli genierklært. Meravkastning i forhold til en indeks kalles gjerne alfa, i forvaltningsbransjen, men et stadig tilbakevendende spørsmål er om alfa bare er en systematisk risikofaktor, beta, som venter på å bli oppdaget.

Hvis departementet velger å høre på ekspertene, står det norske folkets pensjonsfond i realiteten overfor en oppgave som minner en del om de Pronys utfordring i 1792 og de tre punktene ovenfor.

Jeg tror vissheten om at oljefondet står overfor en klassisk menneske versus maskin-problemstilling er verdtfull, for da har man et vell av erfaring å dra veksler på i en omstillingsprosess. Ikke minst erkjenningen av at maskinen aldri overflødiggjør mennesket.

Trym Riksen er investeringsdirektør i DnB Nor Private Banking.

GJESTEKOMMENTAR PENGEPLASSERINGER

**ESPEN
KILTING**



**JON
MJØLLHUS**



**TRYM
RIKSEN**



**HERLEIF
HÅVK**



**KRISTOFFER
STENSURUD**



**RAGNHILD
WIBORG**

