

Flaks lønner seg

Lite tyder på at dyktighet spiller noen som helst rolle for resultatene til norske fondsforvaltere og prognosemakere.

Du har sikkert hørt historien om investeringsdirektøren som skulle ansette flere fondsforvaltere. Søknadene var mange, bunken høy. For å gjøre jobben mer overkommelig, delte han bunken i to, og kastet den ene halvparten i bosset.

«Vi trenger ikke folk med uflaks», sa direktøren.

Vi kan le av historien, men det er nettopp slik aksjeplukkere får sin lønn. De tror de får for ferdigheter, men får i realiteten for flaks.

Daniel Kahneman's «Thinking Fast and Slow» gir oss et glimrende innblikk i denne illusjonen. Han forteller blant annet om et besøk hos et større finanshus på Wall Street. Før han skulle holde sitt foredrag fikk han et regneark over resultatene til 25 investeringsrådgivere de siste åtte årene. Resultatene av investeringsrådene ga grunnlag for fete bonuser.

For å fastslå om det fantes forskjeller i rådgivernes dyktighet, rangerte han dem etter avkastningen de hadde oppnådd hvert år, og beregnet samvariasjonen, altså korrelasjonen, mellom rangeringene. År én med år to, og så videre, tilsammen 28 årspår. Hvis dyktighet spiller en rolle, vil vi finne en samvariasjon mellom årsparene, det vil si at de som er høyt rangert det ene året vil ha en tendens til å være høyt rangert også det neste. En korrelasjon på 0,75 vil betegnes som sterk. Er korrelasjonen under 0,25 regnes sammenhengen som ubetydelig.

Gjennomsnittet av de 28 årsparene overrasket selv Kahneman: 0,01. Altså ingen sammenheng. Forskjellene skyldtes tilfeldigheter.

Kahneman gjorde lederne oppmerksom på dette. De belønnet flaks som om det var dyktighet. Men statistikken gjorde ikke særlig inntrykk på ledelsen. Opplevelsene de hadde av at ferdigheter spiller en rolle, trumfet enkel statistikk. Kahneman betegner dette som en ferdighetsillusjon.

Aksjeplukkere opplever å gjøre seriøst arbeid. De konsulterer data og prognoser, gransker regnskaper og



Aksjeplukkere opplever å gjøre seriøst arbeid. De konsulterer data og prognoser, gransker regnskaper og balanser, vurderer selskapenes strategi og ledelse. Da er det vanskelig å akseptere at det i det store og hele er flaks som bestemmer prestasjonene. Foto: Thomas Haugersveen

Fredagskronikk

Ola Kvaløy



balanser, vurderer selskapenes strategi og ledelse. Da er det vanskelig å akseptere at det i det store og hele er flaks som bestemmer prestasjonene.

Metervis av forskning viser dette; aksjeplukkere klarer ikke å slå markedsindeksen over tid. Men som Kahneman skriver: Denne innsikten truer folks selvaktelse og levebrød, og tas simpelthen ikke inn.

Nå skal det sies at det ikke er trivielt å avgjøre hvorvidt noen er istand å slå markedet, men Kahnemans enkle eksempel er like fullt illustrerende. Jeg gjorde derfor en tilsvarende undersøkelse av norske aksjefonds resultater etter finanskrisen, det vil si i perioden 2009-2014. Jeg tok for meg aktivt forvaltede fond som kun investerer i Norge, ranket dem etter avkastning hvert kalenderår og beregnet korrelasjonene.

Jeg forventet å finne noen sammenhenger. Det norske aksjemarkedet er neppe perfekt, og jeg regnet med at noen var istand til å utnytte dette bedre enn andre.

Svar: 0,01. Altså, ingen sammenheng.

Det finnes selvsagt noen som gjør det bedre enn andre, akkurat som det er noen som vinner yatzy

oftere enn andre i løpet av en uke på fjellet. Men den enkle analysen mer enn antyder at kvalitetsforskjellene er fraværende i det norske fondsmarkedet.

For oss kunder bør dermed valget være enkelt: Velg det billigste fondet. Men det gjør vi ikke. Vi lar oss lure, år etter år, av diverse rangeringer og topp fem lister, og «vinnerfondene» tjener penger deretter.

Jeg fikk vann på mølla og undersøkte en annen gruppe høyt profilerte spåmenn: makroøkonomene. Samfunnsøkonomens forening deler årlig ut en prognosepris til det miljøet som har spådd best om vekst, ledighet, inflasjon og andre makroøkonomiske forhold. Jeg fikk data for perioden 2007 til 2013 og sjekket om det var forskjeller mellom ti analysemiljøers prognosekunstner.

Gjennomsnittskorrelasjon: 0,09 (siste tre år: -0,07).

Igien: ingen sammenheng. Prognoseprisen er altså en pris for flaks.

Nå synes heldigvis sjeføkonomene å ta denne prisen med en smule uhøytidelighet, men det forhindrer ikke Harald Magnus Andreassen i Swedbank, som toppet «Adelskalenderen» over dem



Suksessbonusene som Oljefondet betaler ut til heldige forvaltere, er nå kommet opp i seks milliarder kroner. Fondet har likevel ikke klart å overbevise så mange andre enn seg selv om at forvalterne faktisk klarer å skape verdier

som har gjort det best de siste årene, å være imponert over hva de har fått til med begrensede ressurser. To personer i Swedbank har hatt mer flaks enn hele SSB og Norges Bank tilsammen.

Hvor lønnsomt flaks kan være, får vi en regelmessig påminnelse om når Oljefondet legger frem sin årsrapport. Suksessbonusene som Oljefondet betaler ut til heldige forvaltere, er nå kommet opp i seks milliarder kroner. Fondet har likevel ikke klart å overbevise så mange andre enn seg selv om at forvalterne faktisk klarer å skape verdier i form av risikostjert meravkastning.

Jeg vil oppfordre Oljefondet til å gjøre samme eksersis som beskrevet over. Ranger forvalternes resultater for hvert av de siste seks-ti årene, og kjør en korrelasjonsanalyse. Jeg forventer ikke svar.

Ola Kvaløy, professor i økonomi, Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger og NHH

Se også nyhet Side 6-7

Se flere innlegg Side 34-35

Fredagskronikken



Alexander Cappelen



Bård Harstad



Ola Kvaløy



Katrine Løken



Simen Markussen



Mari Rege



Karen Helene Ulltveit-Moe

Debattansvarlig: Vidar Ivarsen **Telefon:** 22 00 10 59 **Sentralbord:** 22 00 10 00 **Epost:** debatt@dn.no **Telefaks:** 22 00 11 10

Hovedinnlegg/kronikk: Maks 4500 tegn inklusive mellomrom **Underinnlegg/replikk:** Maks 1500 tegn (ca. 250 ord) **Legg ved portrettfoto.**

Alt stoff som leveres til Dagens Næringsliv, må produseres i henhold til Vær varsom-plakaten. Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere. Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.