



# Overset fare ved indeksinvestering

Af porteføljeforvalter Morten Springborg

**Indeksering kan udgøre en stor fare for vores finansielle system og det kapitalistiske markedssystem, såfremt den passive investeringsmetode bliver dominerende.**

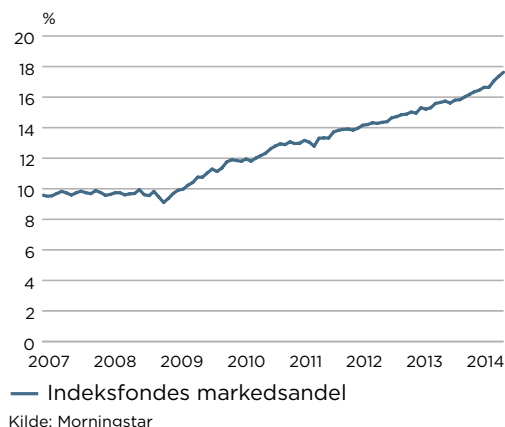
Oftere og oftere hører man kritik af idéen om aktivt forvaltede fonde. Kritikken bunder i en analyse af, at de fleste aktive fonde underperformer markedet. Men som jeg tidligere har beskrevet i Perspektivet ”Gennemsnitstænkning skaber ikke vindere”, kan man ikke forvente, at den gennemsnitlige fond vil outperforme markedet – lige så lidt som man kan forvente, at den gennemsnitlige superligaklub vil klare sig bedre end gennemsnittet.

Visse ”eksperter” får tildelt massevis af spalteplads, hvor de agiterer for, at man bør droppe aktivt forvaltede fonde, der forsøger at slå markedet til fordel for indeksfonde, hvis raison d’être er at præstere markedsafkastet. Idéen er, at man kan spare omkostningerne ved aktiv forvaltning, som i øvrigt ikke giver et bedre afkast.

## Indeksforvalteren som parasit

Men idéen om indeksforvaltning indeholder kimen til sin egen undergang. I et lille omfang kan indeksforvaltning være en billig måde at opnå det attraktive langsigtede afkast, som det sunde markedssystem tilbyder. Men dette kan kun ske, hvis aktive forvaltere er absolut dominerende, og de allokerer deres investeringer i overensstemmelse med en forventning om at maksimere det fremtidige risikojusterede afkast.

Investeringer i indeksfonde globalt



Hermed fastsætter markedet den ”rigtige” pris på aktier og obligationer ved, at informerede modparter handler med hinanden. I en sådan verden kan indeksforvalteren være en parasit på ryggen af den aktive forvalter, mens kapitalen allokeres optimalt.

## Forvaltning skal være aktiv

Denne verden skal vi passe på, vi ikke mister. Forvaltningen af penge skal varetages af entreprenører og investorer og ikke forvaltes passivt af administratorer, som ikke forholder sig til prisen på det, de køber og sælger. Konsekvensen vil ellers blive, at investeringsstrategier kommer til at bygge på risikominimering for inve-

steringsorganisationen frem for maksimering af det risikjusterede afkast for kunderne.

**”** Forvaltningen af penge skal varetages af entreprenører og investorer og ikke forvaltes passivt af administratorer, som ikke forholder sig til prisen på det, de køber og sælger.

---

Der er allerede i dag en klar tendens til, at risiko defineres som afvigelse fra markedsafkastet, i tekniske termer ”tracking error”, og ikke som risikoen for at tabe penge. Der er en række mulige negative konsekvenser af dette:

### 1) Misallokering af kapital

Markedet allokerer kapital i forhold til størrelse og ikke forventet afkast på investeret kapital. De største aktier i indekset får størst allokering, ikke fordi de fremtidige forventninger er bedre, men fordi selskabet historisk har gjort det godt.

I obligationsverdenen er det helt grotesk – lande som Frankrig og Italien får større og større vægte i indekset, fordi de overforbruger og derfor udsteder flere og flere statsobligationer, som investorerne derfor skal købe, fordi de følger indekset. Samtidig bliver vægtene for lande med mere konservative budgetpolitikker mindre og mindre, og investorerne køber mindre og mindre af disse bedre kreditter.

**”** Der er allerede i dag en klar tendens til, at risiko defineres som afvigelse fra markedsafkastet, og ikke som risikoen for at tabe penge.

---

Indeksring skaber hermed et monopol på kapitalallokering. Dette system, hvor man på bedste kommunistiske vis allokerer i forhold til størrelse og ikke afkast og dygtighed, har man tidligere set i Sovjetunionen, og sidst jeg tjekkede, gik det ikke så godt der.

### 2) Mindre stimulerende miljø

I takt med at man går tættere og tættere på indekset og lader en computer udvælge investeringerne, bliver miljøet meget mindre intellektuelt stimulerende. Warren Buffet-typerne forsvinder, og andre typer investorer tiltrækkes.

### 3) Momentum fører til finansiel ustabilitet

Indeksforvaltning er den ultimative form for momentum-investering. Jo dyrere en aktie bliver, jo mere skal den passive investor købe. Indeksforvaltning er derfor med til at gøre det finansielle system endnu mere ustabil.

Så det som visse ”eksperter” advokerer for ved at anbefale indeksering, er i sidste ende mere misallokering af kapital. Dette fører til lavere afkast på investeret kapital, hvilket fører til lavere vækst og en destabilisering af vores finansielle system.

### Fare for systemet

Vejen til helvede er som bekendt brolagt med gode hensigter. Indeksring kan udgøre en stor fare for vores finansielle system og det kapitalistiske markedssystem, såfremt den passive investeringsmetode bliver dominerende. Omvendt bør det også skabe gode muligheder for den ubegrænsede aktive forvalter, der kan udnytte misallokeringen af kapital.

På et tidspunkt stopper momentum, som vi tidligere har set i 2000 og 2007, og investorerne vil blive påmindet om, at risiko er risikoen for at tabe penge og ikke risikoen for at afvige fra benchmark. Indeksinvestering er ikke en ”free lunch”.