

Porteføljefokus:

# Optimistenes triumf

De siste hundre årene har vært optimistenes triumf. Optimistene har gradvis økt risikoen gjennom 1900- og 2000-tallet, med stort hell.



**Trym Riksen**  
Formuesforvaltning

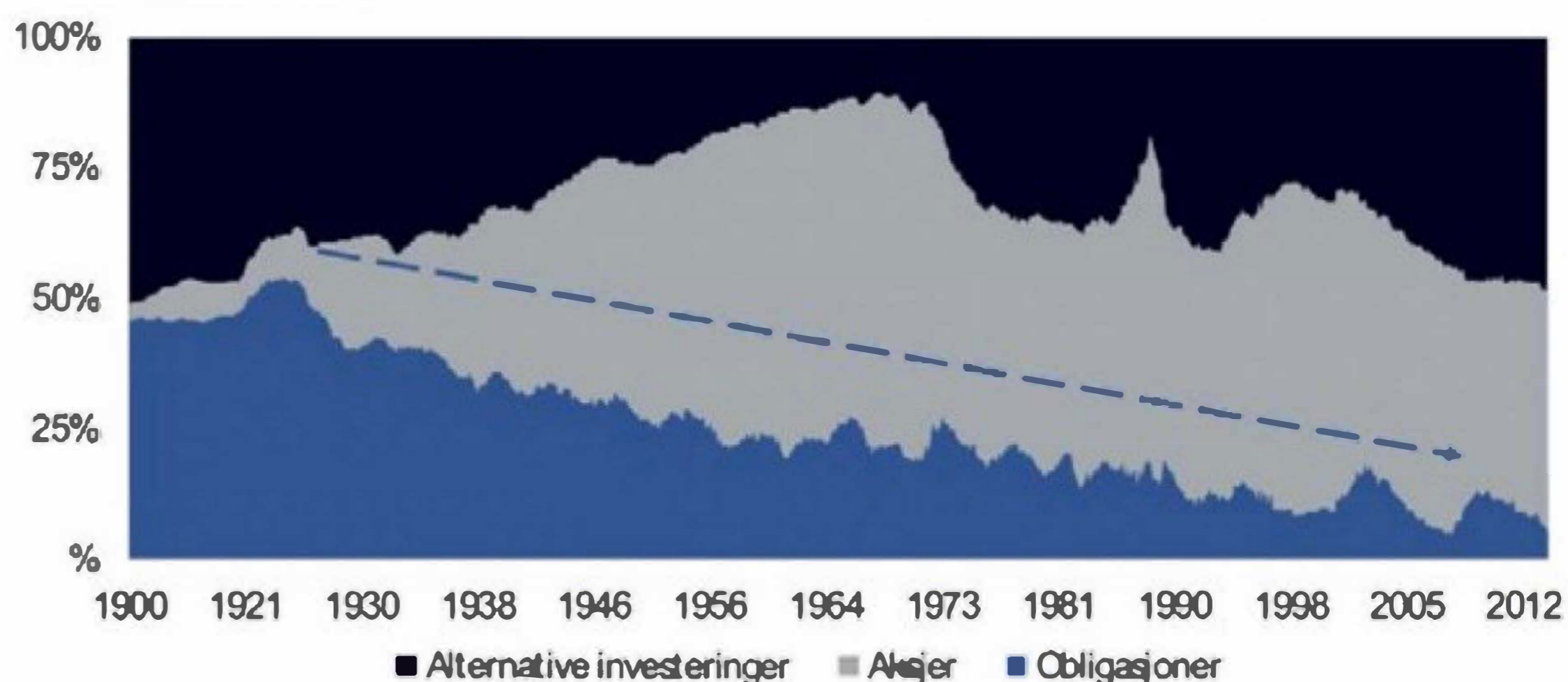
Intelligente og godt informerte investorer har i over hundre år redusert plasseringene i sikre obligasjoner og dermed økt risikoen. Fordi aksjer har gitt en betydelig meravkastning over risikofri rente, har strategien vært vellykket. I 2002 ga Dimson, Marsh og Staunton ut boken *Triumph of the Optimists*. I forordet skrev de tre at “vi presenterer avkastningen i aksjer, obligasjoner og statskasseveksler over svært lang tid. Studien vår viser at risikotagerne, som på optimistisk vis investerte i aksjer, var den gruppen som triumferte over tid”.

## Initielt høy obligasjonsandel

Nyere data fra blant annet den nevnte Dimson, samt Chambers og Foo (2014, 2015), avdekker hvordan en intelligent og godt informert gruppe investorer har plassert kapitalen siden 1900. Til forskjell fra Norge er ledende universiteter i USA og Storbritannia mer selvfinansierende. Finansieringen av universitetene støttes av universitetsstiftelser, såkalte endowments, som i noen tilfeller har milliardporteføljer og en investeringsorganisasjon. Av åpenbare grunner har disse endowments alltid hatt tilgang til høy kompetanse som er tilknyttet universitetene.

I denne gjennomgangen ses det på aktivaallokeringen siden 1900 i tre store universitetsstiftelser ved Cambridge, Harvard, Yale og Princeton. Aktivaallokeringen, det vil si fordelingen av kapitalen mellom aksjer, obligasjoner og øvrige investeringer, er vist i figuren. Vi ser at andelen obligasjoner var stabil og utgjorde omtrent

Aktivaallokering siden 1900: Harvard, Princeton, Yale og Cambridge



halvparten av porteføljen frem til 1920-tallet. Rundt 1900 var det eiendom som utgjorde den andre halvparten, inkludert i gruppen “alternative investeringer” i figuren. Årsaken til at universitetene plasserte i eiendom og obligasjoner, var nok at disse investeringene gir løpende utbetalinger fordi det kan være praktisk. Hvis universitetet har et behov for å hente ut la oss si fem prosent av universitetsfondets verdi i året for løpende drift med videre, er det en fordel om de årlige utbetalingene fra rente- og eiendomsinvesteringene overstiger disse fem prosentene, slik at man unngår å tære på grunnkapitalen.

## Etter hvert mer aksjer

Fra 1920-tallet av begynner imidlertid både obligasjons- og eiendomsandelen å falle. Inn kommer aksjeinvesteringer i stedet. Fra å ha utgjort nær ingenting av porteføljen for over hundre år siden, ble over halvparten av kapitalen plassert i aksjer i tiårene etter Den andre verdenskrig, fra 1950-tallet til 1970-tallet. Det er flere faktorer som kan forklare dette skiftet. For det første ble likviditeten i kapitalmarkedene stadig bedre, slik at man like gjerne kan selge verdipapirer som å vente på utbetalinger i form av renter og utbytte. For det andre begynte forståelsen av kapitalmarkedene virkelig å ta form, i den grad

at kompetente universitetsfond ikke kunne ignorere det langsiktige rasjonale for aksjeinvesteringer. Skiftet til aksjer kan kalles den første innovasjonen i universitetenes investeringsstrategi. Dette skiftet ble praktisert av både de amerikanske universitetsstiftelsene og britiske Cambridge.

## Nå: Knappt risikofrie plasseringer

Den andre innovasjonen kom på 1980-tallet, men bare i USA og ikke i Storbritannia. Fra 1980-tallet av reduserte amerikanske universitetsstiftelser ikke bare obligasjonsandelen i porteføljen, men også aksjeandelen. I de likvide og konvensjonelle aktiva-klassenes sted kom alternative investeringer som private equity, venture og hedgefond i stedet. I dag ser universitetsstiftelsenes investeringsportefølje ganske annerledes ut enn i 1900. Løpende utbetalinger på kort sikt er erstattet med mer risikofylte, langsiktige investeringer som ofte er illikvide på kortere sikt. Jeg har påpekt to skift eller innovasjoner, nemlig skiftet til aksjer og senere til alternative investeringer. Men det overskyggende skiftet – som fanger opp begge de to nevnte porteføljennovasjonene – er beslutningen om å øke risikoen i porteføljen i den grad at det knapt er risikofrie plasseringer igjen i verdens største universitetsfond. ■