



MAINEIKAS OPPILAITOS. Antti Petäjistä työskentelee apulaisprofessorina NYU Stern School of Businessissa, josta on lähtöisin myös muun muassa kolme talouden nobelistia.

Rahastosijoittaja, pysy valppaana

Volatiliteetti tekee SALKUNHOITAJISTA VELLIHOUSUJA

Yhä useampi osakerahasto nojaa indeksiin, vaikka väittääkin harjoittavansa aktiivista salkunhoitoa – ja perii ihan pakkana sen mukaiset palkkiot. Tämän todistaa New Yorkin yliopiston Stern School of Businessin apulaisprofessori Antti Petäjistä tuore tutkimus.

*Teksti **Maria Korteila** Kuvat **Rick Maiman**, New York*



Indeksiä vaihkaa seuraavien osakerahastojen määrä on kasvanut selvästi finanssikriisin jälkeen. Toki osa osakerahastoista ilmoittaa avoimesti olevansa indeksirahastoja, siis nojaavansa passiiviseen salkunhoitoon. Sen hyviä puolia ovat alhaiset kulut ja huonoja se, että tuotot eivät ylitä indeksiä.

Valtaosa osakerahastoista sanoo uskovansa aktiiviseen salkunhoitoon. Ne siis poimivat osakeportfolionsa itse ja pyrkivät näin tuottamaan rahastosijoittajalle lisäarvoa.

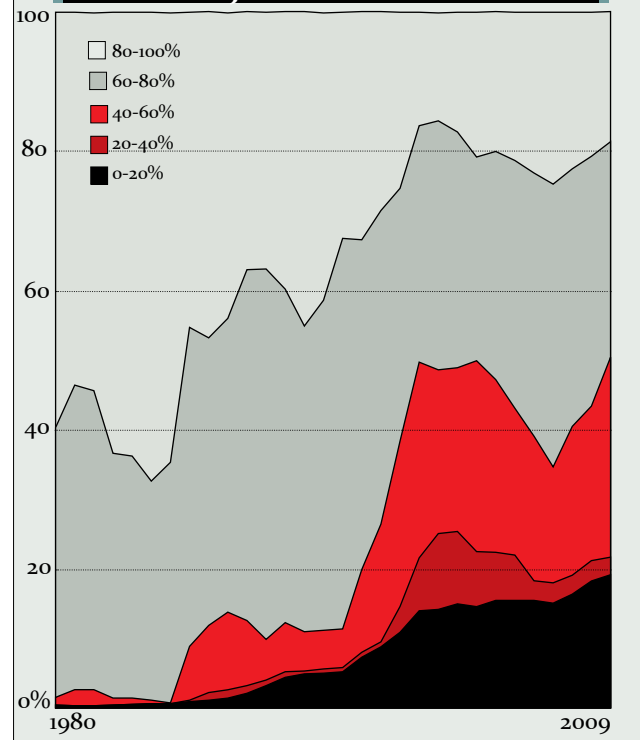
Mutta vain osa oikeasti tekee näin. Iso osa osakerahastoista on niin sanottuja kaappi-indeksioijia. Aktiivisuus näkyy markkinointipuheissa, mutta ei salkun sisällössä. Vaikka suuri osa ▶

”KUN VAROJA ON RIITTÄVÄSTI, SALKUNHOITAJAN ETU ON OLLA MOKAAMATTA JA PYSYTELLÄ MAHDOLLISIMMAN LÄHELLÄ VERTAILUINDEKSIÄ.”

PROFIILI

- **KUKA** Antti Petäjistö, 36
- **MIKÄ** Rahoituksen apulaisprofessori, New Yorkin yliopiston Stern School of Business 2009-
- **SITÄ ENNEN** Rahoituksen apulaisprofessori, Yale School of Management 2003-2009
- **KOULUTUS** Taloustieteen tohtori, MIT Sloan School of Management 2003, Teknillisen fysiikan DI, Teknillinen korkeakoulu 1998
- **PERHE** vaimo ja kaksi lasta, 2-vuotias poika ja vastasyntynyt tyttövaiva
- **HARRASTUKSET** Taekwondo

KAAPPI-INDEKSOINTI RÄJÄHTI KASVUUN



PASSIIVISEMMIN. Yhdysvaltalaisissa sijoitusrahastoissa olevat varat Active Sharen mukaan lajiteltuna. Alle 20 prosentin Active Share -rahastot ovat käytännössä indeksirahastoja. Kaappi-indeksioijia ovat rahastot, joiden Active Share on 20-60 prosenttia (punaisella).

◀ salkusta seuraa indeksiä, rahasto perii aktiivisen salkunhoidon palkkioita. Niissä prosentin murto-osien sijaan kuvaan astuvat prosentit.

”Rahastosijoittajan kannalta se on tosi huono diili, koska hän saa vertailuindeksin mukaiset tuotot, mutta maksaa aktiivisen salkunhoidon kulut. Se on takuuresepti pitkän aikavälin huonoihin tuottoihin”, sanoo asiaa tutkinut rahoituksen professori **Antti Petäjistö**.

Yhdysvalloissa uransa luonut Petäjistö toimii tällä hetkellä New Yorkin yliopiston Stern School of Businessissä apulaisprofessorina. Hänen mukaansa kolmannes USA:n aktiivisesti hoidetuista rahastovaroista seuraa todellisuudessa indeksiä.

Aktiivisuus esiin

Petäjistö kehitti osakerahastojen todellista aktiivisuutta mittaavan Active Share -menetelmän jo muutama vuosi sitten kollegansa **Martjin Cremersin** kanssa. Yksinkertaistettuna se tarkoittaa, kuinka suuri osa kunkin rahaston sisällöstä vastaa indeksiä. Jos rahaston Active Share on esimerkiksi 30 prosenttia, 70 prosenttia rahastosalkusta nojaa indeksiin.

Tutkimus on herättänyt valtavasti mielenkiintoa niin mediassa kuin yrityspuolellakin. Kun Petäjistö julkisti tutkimuksensa ensimmäisen version, Wall Street Journal teki aiheesta talous-sivujensa ykkösjutun.

Petäjistön tutkimus kattaa tuhansia amerikkalaisia rahastoja vuodesta 1980 vuoteen 2009. Ensimmäisen tutkimuksen data loppui vuoteen 2003, mutta valtavan kysynnän vuoksi Petäjistö päivitti tutkimuksensa tänä vuonna. Nyt hän tietää myös, mitä finanssikriisi teki rahastobisneksessä. Suuri osa Yhdysvaltain rahastovarallisuudesta on kaappi-indeksioijien käsissä.

Laskumarkkina on urariski

Hyvinä aikoina salkunhoitajat näyttävät pysyvän reippaampina ja aktiivisempina. Kun markkinoilla menee heikommin, idea aktiivisuudesta ja omasta näkemyksestä hautautuu helposti.

”Markkinoiden volatiliteetilla näyttää olevan selvä yhteys kaappi-indeksioinnin suosioon. Matalan Active Sharen rahastot alkoivat yleistyä esimerkiksi 1990-luvun lopulla, kun volatiliteetti markkinoilla kasvoi. Sama tapahtui jälleen vuodesta 2007 lähtien, kun finanssikriisi lisäsi volatiliteettia. Laskumarkkina selvästi hillitsee salkunhoitajien halua ottaa riskiä suhteessa vertailuindeksiin”, Petäjistö kertoo.

Yhdysvalloissa markkinavalvoja SEC määräsi jo vuonna 1998, että jokaisen osakerahaston on rahastoositteessään määriteltävä itselleen vertailuindeksi. Sekin on Petäjistön mukaan saattanut vaikuttaa ilmiön kehittymiseen – ja salkunhoitajien paineeseen.

”Hypoteesini on, että kun markkinat ovat kuralla, salkunhoitajalle on turvallisempaa mennä alas kaikkien muiden mukana. Jos rahastolla on isot aktiiviset positiot, jotka sattuvat pärjäämään juuri silloin vielä huonommin kuin vertailuindeksi, se saattaa ▶

TUTTU MAISEMA. Antti Petäjistön koti on rannikolla New Yorkin Queensissa. Taustalla piiryy Manhattanin profilli.



”EN YLLÄTTYISI, JOS EUROOPASSA PALJASTUISI VIELÄ VAHVEMPI SUHDE RAHASTOJEN ACTIVE SHAREN JA PERFORMANSSIN VÄLILLÄ.”

olla hyvinkin kivuliasta salkunhoitajan kannalta. Sellaisissa markkinaolosuhteissa salkunhoitajalla on selvästi enemmän urariskiä”, Petäjistö sanoo.

”Monen salkunhoitajan etu on kerätä mahdollisimman paljon varoja, joista voidaan veloittaa kiinteä palkkio. Kun varoja on riittävästi, salkunhoitajan etu on olla tekemättä mitään, mikä vaarantaisi kootut varat ja säännölliset palkkiot. Siis olla mokaa-matta ja pysytellä mahdollisimman lähellä vertailuindeksiä.”

Osakepoimija korjaa tuotot

Mitä tavallisen rahastosijoittajan pitäisi tästä kaikesta ajatella? Kaappi-indeksointi voi olla harhaanjohtavaa markkinointia, mutta onko siitä muutakin haittaa?

Kyllä. Jos katsotaan tuottoja. Ja mikäpä sijoittajaa enemmän kiinnostaisi.

Paitsi kaappi-indeksoinnin laajuutta, Petäjistö tutki myös erityyppisten rahastojen tuottoja. Yli ajan – jopa vuosikymmenten – ja markkinamyllerrysten, pari seikkaa nousi selvästi esiin: keskimäärin kaappi-indeksioija aina häviää, koska kulut syövät tuotot. Keskimäärin aktiivinen osakepoimija sen sijaan voittaa indeksin kulujensa jälkeenkin.

”Rahastosijoittajalla on kaksi järkevää strategiaa. Joko sijoittaa indeksirahastoihin, jotka puhtaasti ja rehellisesti seuraavat indeksiä ja jotka ovat todella edullisia. Tai sitten pitää valita toisesta ääripäästä, rahastoista, jotka ovat todella aktiivisia osakepoimijoita”, Petäjistö neuvoo.

Näiden ääripäiden välillä olevat rahastot – ne jotka ovat vain hiukan aktiivisia mutta perivät aktiivisen salkunhoidon palkkiot-, näyttävät systemaattisesti häviävän vertailuindeksilleen.

Osakepoimijat voittivat myös finanssikriisin aikana. Vuosissa oli toki eroja: vuonna 2008, markkinoiden romahtaessa, osakepoimijat hävisivät enemmän. Mutta vuonna 2009, markkinoiden vahvassa nousussa, ne nettosivat vielä enemmän. Petäjistön tutkimuksen mukaan osakepoimijat menestyivät parhaiten myös, kun lasketaan yhteen koko kriisikausi, vuodet 2008 ja 2009.

Petäjistön tutkimuksen mukaan erityisesti yksittäisten osakkeiden poiminta kannattaa parhaiten. Sektorirahastot tai esimerkiksi käteisen ja osakkeiden painoa säätelevät rahastot eivät tuoneet lisäarvoa sijoittajalle.

Simppeleitä mutta vaikeaa

Petäjistön tutkimus sai alkunsa siitä, että hän halusi selvittää, mitä osakkeen hinnalle tapahtuu, kun se lisätään johonkin indeksiin. Lopputulos oli, että hintamuutos on usein jopa kymmenen prosenttia, ilman mitään uutisia tai muutoksia yhtiön fundamenteissa. Tätä perinteiset mallit eivät olleet selittäneet. Syy oli siinä, että ne eivät ottaneet huomioon instituutiosijoittajia, kuten rahastoja.

Hintamuutosten johdosta Petäjistöä kiinnosti selvittää, mikä oikeastaan on jonkin rahaston aktiivinen positio. Siitä lähti ajatus

Active Share -tutkimukselle.

”Kaappi-indeksoinnista oli puhuttu paljon mediassa, mutta aiheesta ei ollut kunnon tutkimusta. Oikeastaan ihmettelin, ettei kukaan ollut asiaa ennen tutkinut. Active Sharehan on kuitenkin hyvin yksinkertainen metodi”, Petäjistö toteaa.

Työhön ryhtyttyään hän kuitenkin pian oivalsi, miksi ei. Petäjistö käytti 19 eri vertailuindeksiä, ja mukana oli tuhansia rahastoja ja tuhansia osakkeita.

”Tulihan siitä aika monen gigatavun tiedosto, kun kaiken datan kokosi yhteen”, hän naurahtaa.

Petäjistön tutkimus koskee yhdysvaltalaisia rahastoja. Petäjistöä kiinnostaisi toistaa sama eurooppalaisilla rahastoilla, mutta dataa ei ole yhtä helposti saatavilla. Hän ei kuitenkaan epäile lainkaan, etteivätkö samat lainalaisuudet pätsisi myös vanhalla mantereella.

”Tieteellistä, kattavaa tutkimusta ei ole, mutta olen kuullut muutamalta taholta yrityspuolelta, että he ovat tehneet Euroopassa samanlaisia havaintoja”, Petäjistö sanoo.

”Mutta on myös filosofisempi syy. Kaappi-indeksioijien alituotot ovat varma asia, oli markkina mikä tahansa. USA:ssa oletettavasti on maailman tehokkaimmat markkinat, ja jos täälläkin aktiivinen osakepoimija pystyy luomaan lisäarvoa, varmasti niin on muuallakin. En yllätyisi, jos Euroopassa paljastuisi vielä vahvempi suhde rahastojen Active Sharen ja performanssin välillä”, Petäjistö sanoo.

Seuraavaksi Petäjistö aikoo laajentaa tutkimustaan muiden institutionaalisten sijoittajien salkkuihin, kuten eläkeyhtiöiden, vakuutuslaitoksen ja pankkien omiin portfolioihin. Lisäksi hän tutkii etf:iän hinnoittelua. Niistä on yllättäen löytynyt arbitraasitilanteita, eli etf:ää ostamalla on voinut saada alla olevan portfolion markkinahintaa halvemmalla.

Varhainen kipinä

Antti Petäjistö on asunut Yhdysvalloissa jo kaksitoista vuotta. Koto-Suomeen ei ainakaan toistaiseksi ole paluusuunnitelmia, sillä hän ja hänen perheensä ovat löytäneet kotinsa New Yorkista.

Petäjistö kävi lukiossa kansainvälistä IB-linjaa ja kiinnostui jo silloin rahoituksesta. Suunnitelmat urasta kristallisoituivat ensimmäisenä opiskeluvuotena Teknillisessä korkeakoulussa.

”Juttelin silloin monen professorin kanssa koulutusohjelmista jenkeissä, ja silloin muodostui ajatus opintosuunnitelmasta. Se oli tärkeä vuosi”, Petäjistö kertoo.

”Mielestäni oikea asenne on iso asia. Pitää miettiä, mikä oikeasti kiinnostaa, ja lähteä tavoittelemaan sitä ennakkoluulottomasti – lähteä siitä, mitä ideaalisesti haluaisi tehdä, jos kaikki olisi mahdollista. Jos ajattelee vain nykyhetkeä ja seuraavaa hetkeä, perspektiivi helposti katoaa.”

Petäjistöltä ei kadonnut. Hän valmistui diplomi-insinööriksi kolmessa vuodessa, pääsi opiskelemaan USA:an arvostettuun MIT Sloan School of Managementiin ja väitteli tohtoriksi viidessä vuodessa. Ja sai saman tien ensimmäisen professuurinsa, Yalassa. **AF**