

Markedsanalyse

11. marts 2016

Investering i høj sø

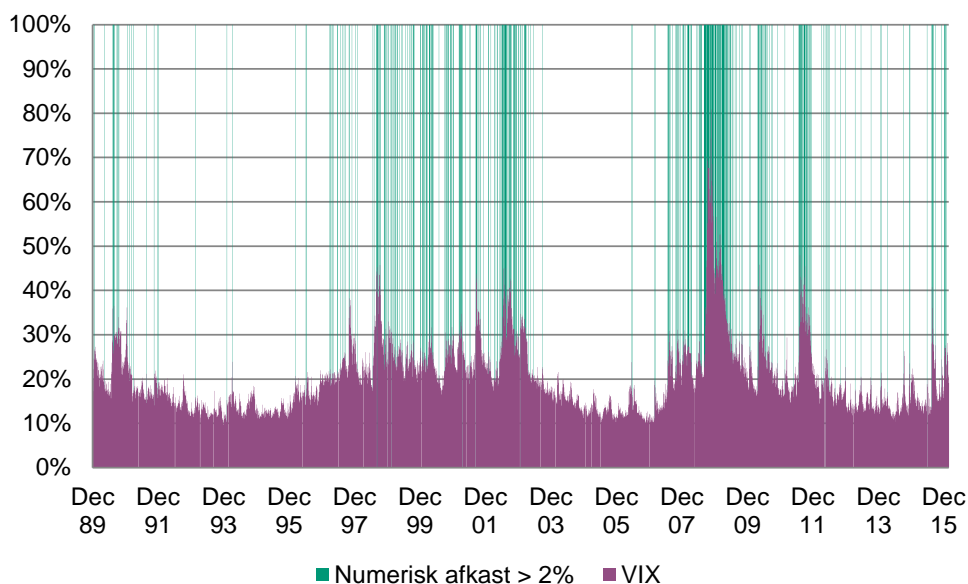
Af Peter Rixen

| Senior Porteføljemanager | peter.rixen@skandia.dk |

Det seneste halve år har budt på stigende uro på de finansielle markeder. Den stigende volatilitet er blandt andet et udtryk for stigende usikkerhed omkring holdbarheden af det økonomiske opsving i USA efter syv år med vækst men samtidig også usikkerhed omkring den fremtidige pengepolitik i USA. Desværre forventer vi, at de urolige markeder vil fortsætte igennem 2016. Derfor er det som investor også relevant at vurdere implikationerne for den investeringsstrategi man følger. Her er det relevant at vurdere konsekvenserne for det forventede afkast på først og fremmest aktier men også andre aktivklasser, ligesom effekterne på den samlede porteføljerisiko skal vurderes.

Den stigende volatilitet på de finansielle markeder kan direkte måles gennem størrelsen af VIX indekset, der afspejler markedets forventning til volatiliteten på aktiemarkedet de kommende tre måneder. Det kan eksemplificeres ved VIX indekset, der i første halvdel af 2015 havde et gennemsnit på 15,2 procent, mens det siden har haft et gennemsnit på 19,4 procent. En stigende volatilitet har selvfølgelig en direkte konsekvens for størrelsen af de daglige udsving, vi oplever på de forskellige aktivklasser. Det kan eksempelvis observeres ved at måle antallet af dage med kursudsving (numerisk afkast) på mere end to procent.

Graf 1 | Volatilitet og kursudsving



Det er ret tydeligt, at hyppigheden af numeriske afkast på mere end to procent stiger kraftigt (frekvensen af grønne søjler vokser), når VIX'en stiger. Det er specielt tydeligt under finanskrisen i 2008, den europæiske gældskrise i 2011 og IT-boblen fra 1998 til 2002.

Et er, at de daglige udsving stiger, men spørgsmålet er, hvad det betyder for det forventede afkast på forskellige aktivklasser og for den samlede risiko i en bredere portefølje.

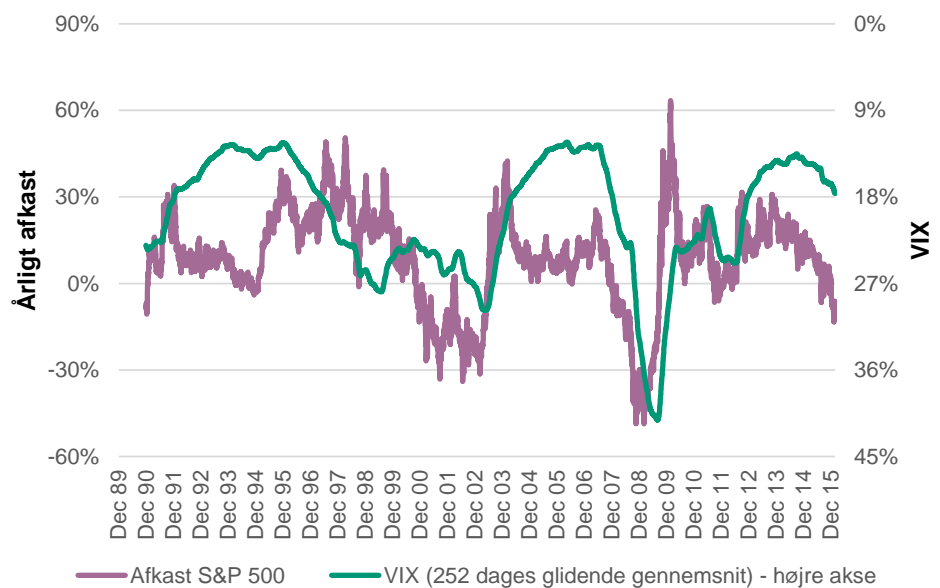
Betydning for det forventede afkast på aktier

Den normale hypotese på de finansielle markeder er, at afkast og risiko følges ad. Det betyder, at en højere risiko forventeligt bør følges af et højere afkast. Hvis den nuværende højere risiko på de finansielle markeder medfører, at investorerne også kan forvente at blive belønnet med et højere afkast, er situationen ikke specielt problematisk. Det vil i givet fald betyde, at investorerne enten har mulighed for at justere porteføljen, så den kommer i tråd med det ønskede risikoniveau, uden at det går ud over det forventede afkast. Eller de kan acceptere at porteføljen aktuelt har en højere risiko, som til gengæld bliver kompenseret gennem et højere forventet afkast.

Hypotesen om afkast og risiko er baseret på en sammenligning mellem forskellige aktivklasser. Her er der et rimeligt historisk belæg for at konkludere, at eksempelvis aktier på lang sigt opnår et højere afkast end de mere sikre obligationer. Det er dog værd lige at tage et kig på, om der også er et historisk belæg for denne hypotese, når det ikke gælder afkastet på forskellige aktivklasser, men i stedet afkast på en specifik aktivklasse til forskellige tidspunkter.

I første omgang har vi illustreret sammenhængen mellem det realiserede afkast og risikoen i nedenstående graf.

Graf 2 | Afkast og risiko



I første omgang ser afkast og risiko ud til at følges pænt ad, men den opmærksomme læser vil hurtigt konstatere, at det skyldes, at den højre akse (VIX'en) er i omvendt rækkefølge. Det betyder faktisk, at der er en negativ sammenhæng mellem den realiserede risiko og det faktiske afkast. Der er da også en negativ korrelation mellem den realiserede risiko og det faktiske afkast på -0,4.

Dette er en relativ simpel måde at sammenligne afkast og risiko over tid. Vi har derfor taget et spadestik dybere for at undersøge sammenhængen mellem risiko og afkast. I den forbindelse har vi ikke alene kigget på den **faktiske risiko** men også på **ændringen i risikoen** og **volatiliteten i disse ændringer**. Det har vi i første omgang gjort på månedlige data.

Konklusionen er, at vi faktisk kan forklare 52 procent af størrelsen af de månedlige afkast på S&P 500 blot ud fra VIX indekset og ændringerne i VIX indekset. Det er en ekstrem høj forklaringsgrad på finansielle data. Desværre kan den kun bruges fornuftigt til at forudsige det forventede afkast, hvis vi kan forudsige udviklingen i VIX indekset. Samtidig har modellen den udfordring, at de underliggende variable er forholdsvis stærkt korrelerede. Det giver en væsentlig udfordring i fortolkning af parametrene for disse variable. I stedet har vi valgt at kigge på hver variabel for sig.

Niveauet for VIX indekset er ukorreleret med det efterfølgende månedsafkast på S&P 500. Det betyder også, at det aktuelle niveau for VIX indekset ikke har nogen betydning for det forventede afkast i den kommende måned.

Det har ændringer i VIX indekset derimod. Der er en negativ korrelation på -0,7 mellem det månedlige afkast og ændringen i VIX indekset. En ændring i VIX indekset på ét procentpoint vil have en negativ påvirkning af afkastet på 0,7 procentpoint i den måned stigningen sker. Ændringen i VIX indekset har også en høj forklaringsgrad (49 procent) og er selvfølgelig statistisk signifikant.

Volatiliteten i VIX indekset har også betydning for afkastet. En stigning i volatiliteten på VIX indekset med ét procentpoint vil reducere det forventede månedlige afkast med én procent. Volatiliteten har en forklaringsgrad på (9 procent) og er statistisk signifikant. En stigende volatilitet i VIX indekset har en negativ betydning for afkastet på S&P 500.

Det lidt forunderlige er, at i estimationen med alle tre variable er volatiliteten i VIX indekset ikke statistisk signifikant, hvorimod niveauet for VIX indekset faktisk bliver signifikant og med negativt fortegn på trods af den positive korrelation.

Det er som sådan ikke overraskende, at en stigning i VIX indekset fører til lavere afkast på aktiemarkedet i den periode, hvor VIX indekset stiger. Et højere niveau for VIX indekset er et udtryk for en højere risiko på aktiemarkedet, hvorfor investorerne vil kræve en højere risikopræmie for at investere. Den højere risikopræmie kan kun opnås ved at betale mindre for aktierne. Det er dog stadig "underligt", at det så ikke ser ud til, at investorerne bliver kompenseret af et højere afkast, når risikoen (målt ved VIX indekset) er steget, og markedet har tilpasset værdiansættelsen på aktier til det nye højere risikoniveau.

Vi har også foretaget de samme beregninger på årlige afkast. Konklusionerne bliver ikke væsentligt anderledes. Niveauet for VIX indekset er fortsat ukorreleret med det fremtidige afkast, men både ændringen i VIX indekset og volatiliteten i VIX indekset er negativt korreleret med afkastet. Den eneste væsentlige ændring er, at parameteren for volatiliteten i VIX indekset bliver reduceret væsentligt. Det skyldes

primært, at volatiliteten i VIX er betydelig mere stabil, når den beregnes på år frem for en måned.

Det er altså rimeligt klart, at der desværre ikke er belæg for at antage, at investorerne bliver belønnet med et højere afkast på aktier, hvis risikoen er steget.

Betydning for det forventede afkast på andre aktiver

Det er også relevant at vurdere om en højere risiko har betydning for det forventede afkast på andre aktivklasser.

I første omgang er det nærliggende at tro, at der kan være en effekt på High Yield obligationer. Det skyldes, at der er en ganske tæt sammenhæng mellem VIX indekset og kreditspændet på High Yield obligationer.

I lighed med aktier så er niveauet for VIX indekset fuldstændig ukorreleret med afkastet for den kommende måned. Derimod er der en negativ korrelation mellem månedsafkastet og både ændringen i VIX indekset og volatiliteten i VIX indekset. En stigning i VIX indekset på et procentpoint vil i gennemsnit resultere i et fald i det månedlige afkast på High Yield obligationer på 0,28 procentpoint, mens en volatilitet, som er et procentpoint højere vil resultere i et fald i det månedlige afkast på 0,57 procentpoint.

Konklusionerne bliver noget anderledes, hvis analysen foretages på baggrund af årlige afkast. Her er niveauet for VIX indekset positivt korreleret med det næste års afkast. Et procentpoint højere værdi for VIX indekset vil resultere i, at det forventede afkast på High Yield obligationer det kommende år bliver 0,53 procentpoint højere. Niveauet for VIX indekset er i stand til at forklare 10 procent af udsvingene i det årlige afkast og er statistisk signifikant forskelligt fra 0.

Ændringer i VIX indekset får også større betydning. Faktisk viser resultatet, at en stigning i VIX indekset på et procentpoint vil reducere det årlige afkast med 0,95 procentpoint. Ændringen i VIX indekset kan alene forklare 43 procent af udsvingene i de årlige afkast på High Yield obligationer og er selvfølgelig statistisk signifikant. Parameteren for volatiliteten i VIX indekset stiger, men det er ikke ensbetydende med, at den har en større effekt på afkastet, da det jo nu er et årsafkast i stedet for et månedsafkast.

I modsætning til aktier, er der faktisk et klart statistisk belæg for at forvente et højere afkast på High Yield obligationer, hvis VIX indekset er højere – i hvert fald hvis man kigger lidt længere end en måned ud i tiden. Det virker også umiddelbart logisk, at det forventede afkast stiger, hvis VIX indekset er højere, da det typisk også medfører at kreditspændet er højere, og dermed at den løbende carry er højere.

Ændringer i VIX indekset er typisk et resultat af skiftende sentiment på de finansielle markeder. Derfor er det også nærliggende at antage, at VIX indekset og ændringer i dette har betydning for renten.

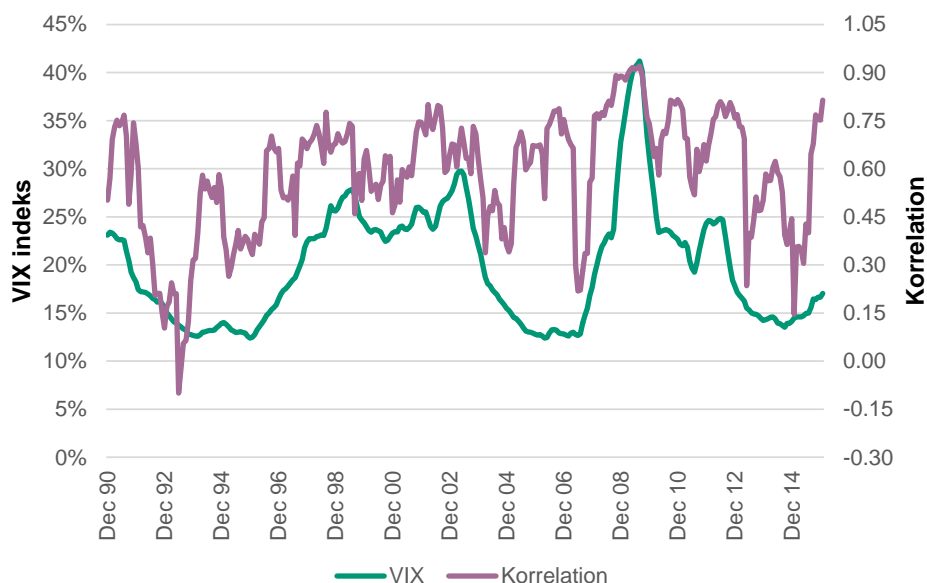
Det viser sig imidlertid, at der kun er en meget ringe sammenhæng mellem VIX indekset og renter – specielt på månedlige afkast. På de årlige afkast er der en svag negativ korrelation til ændringen i VIX indekset og korrelationen i VIX indekset. En stigning i VIX indekset på et procentpoint vil resultere i en stigning i det årlige afkast på en tiårig statsobligation på 0,2 procentpoint, mens en et procentpoint højere volatilitet i VIX indekset vil resultere i, at afkastet på tiårige obligationer vil være 0,25 procentpoint højere.

Betydning for diversifikation

Risikoen i en portefølje er ikke alene påvirket af risikoen på de enkelte aktivklasser men også af samvariationen mellem disse. Derfor er det relevant at vurdere, om niveauet for VIX indekset har betydning for korrelationen mellem forskellige aktivklasser.

I første omgang har vi kigget på korrelationen mellem forskellige aktieregioner herunder afspejlet i en graf.

Graf 3 | VIX og korrelation mellem aktieregioner



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Der er ganske klar sammenhæng mellem VIX indekset (glidende 252 dages gennemsnit) og korrelationen mellem forskellige aktieregioner (rullende 12 måneder). Korrelationen mellem disse to variable er 0,6, og VIX indekset er i stand til at forklare 35 procent af ændringen i korrelationen mellem aktieregionerne.

I praksis betyder det, at når risikoen på aktiemarkedet stiger, så reduceres gevinsten ved at diversificere porteføljen på flere forskellige aktieregioner. Det betyder, at risikoen på en global portefølje stiger relativt mere end på de enkelte regioner.

Vi har også kigget på korrelationen mellem forskellige aktivklasser og udviklingen i VIX indekset. Der er en svag positiv korrelation mellem VIX indekset og korrelationen mellem aktier og High Yield obligationer. VIX indekset er dog kun i stand til at forklare omkring fem procent af ændringerne i korrelationen mellem aktier og High Yield obligationer.

Der er samme svage sammenhæng mellem VIX indekset og korrelationen mellem aktier og renter. Korrelationen er svagt positiv, men VIX indekset er kun i stand til at forklare seks procent af ændringen i korrelationen mellem aktier og renter.

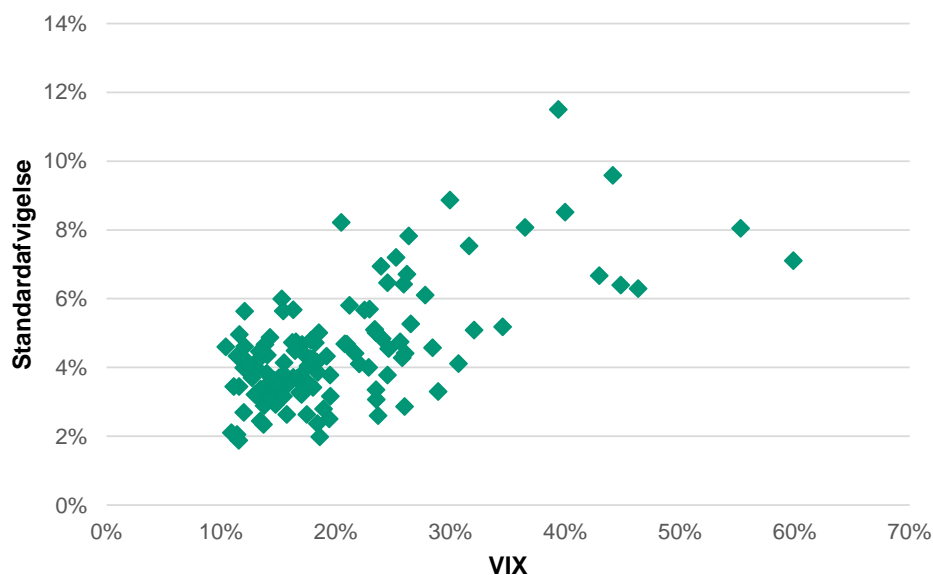
Et stigende VIX indeks betyder altså en lavere diversifikation mellem forskellige aktieregioner, hvilket bidrager til en risikoforøgelse oven i den direkte effekt af stigningen i VIX indekset. I en balanceret portefølje er der også en tendens til at korrelationen mellem forskellige risikofyldte aktivklasser stiger. Dermed vil risikoen på

en balanceret portefølje også stige. Det opvejes dog af, at korrelationen til de mere sikre aktivklasser falder.

Effekten på tracking error

En del af risikoen i en portefølje med aktive forvaltere kommer fra tracking error fra disse forvaltere. Derfor er det også relevant at kigge nærmere på om denne tracking error er afhængig af udviklingen i VIX indekset. I nedenstående graf har vi illustreret standardafvigelsen på de månedlige fejlløst (tracking error) på 55 globale aktiefonde afhængigt af udviklingen i VIX indekset.

Graf 4 | VIX og tracking error



Kilde: Morningstar Direct og egne beregninger

I princippet er det reelt ikke tracking error, som er beregnet, da standardafvigelsen er beregnet på tværs af forvaltere på et givent tidspunkt, hvor tracking error beregnes på en enkelt forvalter på tværs af tid.

Beregningen viser imidlertid, at volatiliteten på fejlleddene vokser, når VIX indekset stiger, hvilket er ensbetydende med at den gennemsnitlige tracking error på den enkelte forvalter stiger. Stigning i tracking error ser ud til at være nogenlunde proportional med stigningen i VIX indekset. En fordobling af VIX indekset vil sandsynligvis resultere i noget, der ligner en fordobling af tracking error.

En stigende volatilitet på aktiemarkedet medfører altså en yderligere forværring af risikoen på en aktivt forvaltet portefølje i form af en stigende tracking error. Man kan så håbe på, at den højere tracking error bliver belønnet med et højere merafkast. Der er dog intet statistisk belæg for dette synspunkt. Det gennemsnitlige fejlløst på tværs af de 55 forvaltere er helt ukorreleret med VIX indekset. Det kan dog godt dække over, at de dygtige forvaltere klarer sig endnu bedre i perioder med høj volatilitet, mens de dårlige forvaltere klarer sig endnu dårligere. I analysen med de 55 forvaltere er der imidlertid intet, som understøtter denne mulighed.

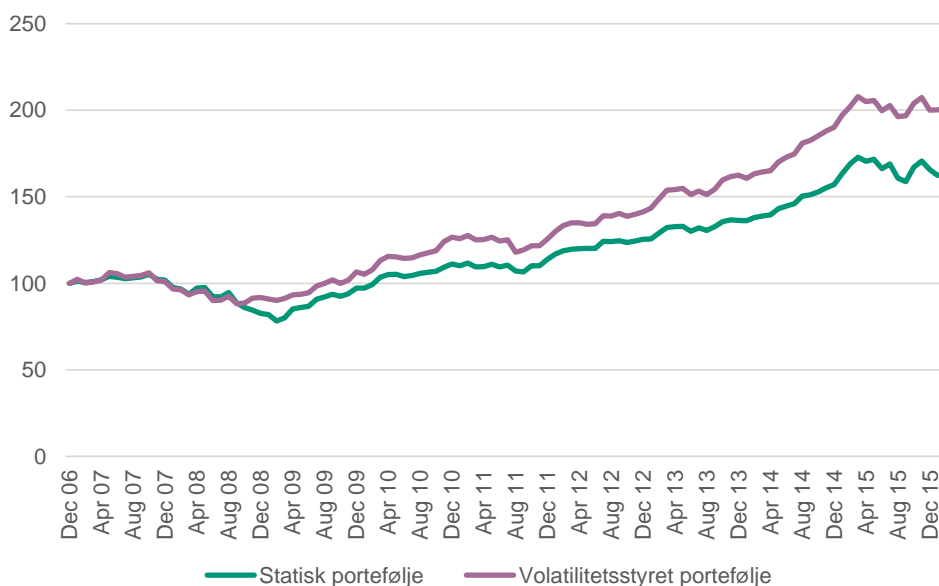
Taktiske porteføljemuligheder

I de seneste måneder har vi set en stigende volatilitet på aktiemarkedet. Det er desværre vores forventning, at det vil fortsætte i resten af 2016. Den højere risiko har den umiddelbare konsekvens, at risikoen for store tab vokser. Desværre uden at det har nogen effekt på det forventede afkast på aktiemarkedet.

Som investor er man derfor nødt at forholde sig til, om det kræver ændringer i den taktiske håndtering af eksempelvis en balanceret portefølje. Umiddelbart bør man forholde sig til, om allokeringen til de mere risikofyldte aktiver bør reduceres for at bringe den samlede risiko ned på "normalt" niveau. Alternativet er at fastholde allokeringen til de risikofyldte aktiver og dermed acceptere et højere risikoniveau end normalt. Under alle omstændigheder vil resultatet være et dårligere forhold mellem afkast og risiko end normalt.

Der er et rimeligt historisk belæg for at konkludere, at det rent faktisk betaler sig at styre volatiliteten i en portefølje, så den fastholdes på et på forhånd givent niveau. I nedenstående graf har vi sammenlignet udviklingen i en statisk portefølje med en portefølje med løbende volatilitetsstyring.

Graf 5 | Statisk kontra volatilitetsstyret portefølje



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Den volatilitetsstyrede portefølje rebalanceres månedligt mellem aktier og obligationer med udgangspunkt i at opnå en volatilitet på 7,5 procent. Rebalanceringen tager udgangspunkt i volatiliteten på aktier og obligationer samt korrelationen mellem disse beregnet på baggrund af de seneste 21 handelsdage. Den statiske portefølje er sammensat, så den opnår en volatilitet på 7,5 procent.

Det er meget tydeligt, at den volatilitetsstyrede portefølje klarer sig væsentligt bedre end den statiske portefølje. Det årlige merafkast er på 2,5 procentpoint. Dette resultat er opnået uden at påtage sig en højere risiko. Sammenligningen tager dog ikke højde for transaktionsomkostninger, men merafkastet er rigeligt stort til også at kunne rumme disse.

Den volatilitetsstyrende portefølje har en række andre fordele så som mere stabil volatilitet og et noget mindre drawdown under finanskrisen. Omvendt så vil afkastet i perioden være væsentligt forskelligt fra et eventuelt benchmark, da aktieeksponeringen svinger fra 0 til 100 procent.

Risikoen i porteføljen kan blive yderligere forværret af, at tracking error på aktivt forvaltede aktiemandater stiger proportionalt med den højere risiko på aktiemarkedet. Her er det relevant at overveje, om man ønsker at reducere tracking error – eventuelt gennem en højere allokering til indeksprodukter. Det er imidlertid lige så relevant at lave et kvalitetstjek af de aktive forvaltere for at se, hvordan de historisk har klaret sig i mere urolige markeder. Her er det i første omgang relevant at forholde sig til, hvordan deres setup er med hensyn til risikostyring.

Ligger der for eksempel en politik i forhold til at reagere i situationer med stigende markedsvolatilitet eller håndteres porteføljen uafhængigt af volatiliteten i markedet? Det er også relevant at se på, om performance typisk er bedre eller dårligere relativt til benchmark og peer group i perioder med høj volatilitet.

Den højere risiko rummer heldigvis også muligheder. I disse situationer ser vi ofte overreaktioner på finansielle og økonomiske nyheder, både absolut og relativt. Det åbner op for muligheden for at foretage mere kortsigtede taktiske beslutninger, som måske kun rækker timer eller få dage frem i horisonten.

Markeder med høj risiko er typisk også ensbetydende med faldende markeder. Derfor kan det være fristende at tage et "contrarian view" og købe i takt med at markederne falder.

Gør man det, er det dog væsentligt at have styr på to vigtige forhold:

- Er man sikker på, at der ikke ligger fundamentale forhold bag de faldende markeder?
- Kan man "tåle" at underperforme benchmark i et faldende marked?

Hvis man *ikke* kan svare klart "ja" til begge spørgsmål, bør man helt undgå at øge risikoeksponeringen i denne type markeder, da der ikke er belæg for at konkludere, at det automatisk bliver belønnet med et højere forventet afkast.

Konklusion

Volatiliteten på aktiemarkedet er steget pænt de seneste måneder. Det er blandt andet et udslag af større usikkerhed omkring den globale økonomiske vækst og centralbankenes mulighed for fortsat at understøtte udviklingen på de finansielle markeder. Vi forventer, at den højere volatilitet vil fortsætte en rum periode endnu. Det gør det relevant at vurdere implikationerne for en balanceret portefølje og de taktiske muligheder, der er for at sikre bedst mulige risikojusterede afkast, i dette scenarie.

Desværre ser det ikke ud til, at investorerne kan forvente at blive kompenseret med højere afkast på aktier trods en højere risiko. Der er dog en tendens til, at det forventede afkast på kreditobligationer er højere, når volatiliteten er høj.

Risikoen i en balanceret portefølje forværres også af, at diversifikationen bliver forringet mellem forskellige aktieregioner, samt at tracking error på de aktivt forvaltede porteføljer stiger.

Derfor er det også relevant at forholde sig til, om den højere volatilitet skal resultere i ændringer i den taktiske håndtering af porteføljen. I første omgang er det relevant at vurdere, om porteføljen skal justeres for at nedbringe risikoen – specielt set i lyset af, at man som investor ikke kan forvente at blive kompenseret med et højere afkast. Historisk har det ofte vist sig, at det er hensigtsmæssigt at justere risikoen løbende i forhold til det langsigtede ønskede niveau.

Det er også relevant at forholde sig til de aktivt forvaltede mandater, da der typisk vil være en højere tracking error i disse situationer. Det kan også være værdifuldt at sikre, at de aktive forvaltere har en fornuftig risikostyring, samt at de tidligere har formået at navigere gennem denne type urolige markeder.

Endeligt er det relevant at vurdere om man ønsker – og har mulighed for at foretage mere kortsigtede taktiske beslutninger. Markederne har det med at overreagere på nyheder i disse situationer, hvilket giver mulighed for at være lidt mere opportunistisk på kortere sigt.

Du er meget velkommen til at kontakte Skandia Asset Management, hvis du vil høre mere om, hvordan din portefølje kan optimeres, mens der er høj sø på de finansielle markeder.

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.