

Markedsanalyse

23. maj 2016

Rundt om taktisk regionsallokering på aktier

Af Peter Rixen

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

Skal USA have en højere vægt end europæiske aktier, eller er det nu, japanske aktier trækker fra? Det er nogle af de væsentlige spørgsmål, der skal stilles, når de taktiske beslutninger skal træffes i en global aktieportefølje. Men hvordan afgør man bedst, hvilke regioner der skal overvægtes, og hvilke der skal undervægtes? Det kigger vi nærmere på i denne analyse om regionsallokering på aktier.

En af de vigtigste forudsætninger for succes med taktisk allokering er at sikre, at man træffer beslutninger ud fra en rimelig systematisk proces. Det gælder uagtet, om beslutningerne træffes ud fra en kvalitativ eller kvantitativ metode. I Skandia er vores arbejde med taktisk allokering forankret i et Decision Board, som sikrer, at vi kommer hele vejen rundt. Vores Decision Board er illustreret i nedenstående figur.

Figur 1 | Skandia Decision Board



Kilde: Egen udvikling

I det efterfølgende kigger vi nærmere på, hvordan de enkelte punkter i vores Decision Board kan underbygges med kvantitative modeller, men vi vil også komme rundt om, hvordan mere kvalitative input kan indbygges.

Hele vores tilgang til den taktiske allokering tager udgangspunkt i afkast i lokalvaluta – altså i en valutaafdækket portefølje – da vi mener, at holdninger til valuta, og dermed beslutningen om at afdække valuta eller ej, bør ske som en selvstændig proces.

Værdiansættelse

Der findes mange forskellige modeller til værdiansættelse af aktier, hvoraf nogle af de mest almindelige er Price Earnings og Price to Book. Fælles for de forskellige modeller er, at de fremtidige afkast på kortere sigt især er drevet af ændringer i værdiansættelsen. Det betyder også, at hvis man som investor evner at forudsige ændringen i værdiansættelsen på forskellige aktieregioner, så har man et godt udgangspunkt for at opnå et ganske attraktivt merafkast på at under- og overvægte de forskellige aktieregioner.

Det er imidlertid en sværere øvelse, end det umiddelbart lyder. Et godt udgangspunkt for at forudsige ændringen i værdiansættelsen kunne imidlertid være at sammenholde den aktuelle værdiansættelse med et historisk gennemsnit og på den måde prioritere de enkelte aktieregioner.

I nedenstående graf ses resultatet af en prioritering, hvor regionen med den mest attraktive værdiansættelse overvægtes med 10 procentpoint, og regionen med den mindst attraktive værdiansættelse undervægtes med 10 procentpoint. Vi har anvendt både traditionel Price Earning og Price to Book.

Graf 1 | Strategi med over- og undervægt baseret på simple værdiansættelsesmodeller



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Det er tydeligt, at ingen af de to strategier leverer et specielt attraktivt merafkast. Ved brug af Price Earnings er der reelt ikke skabt nogen værdi, og ved brug af Price to Book er der kun skabt et merafkast på knap tre procent over en periode på mere end ti år.

Fokus på Price Earnings

Det er måske også en smule naivt at tro, at så simpel en tilgang kan generere meget høje merafkast. Det er i hvert fald nærliggende at tro, at værdiansættelsen i de

enkelte regioner også er påvirket af økonomiske forhold som vækst og inflation. For at kompensere for dette har vi udviklet værdiansættelsesmodeller, der kompenserer for de aktuelle økonomiske forhold (rente, inflation, arbejdsløshed og valutakurser) samt den aktuelle risikoappetit (VIX indekset). Modellen er baseret på en cyklisk justeret Price Earnings (oprindeligt introduceret af Shiller), men tager udgangspunkt i den reciprokke af Price Earnings (Earnings Yield), fordi denne størrelse er lettere sammenlignelig med eksempelvis renter.

Vi har estimeret modellen for de fire aktieregioner, vi arbejder med; USA, Europa, Japan og Emerging Markets. I nedenstående graf har vi illustreret resultatet fra modellen for amerikanske aktier.

Graf 2 | Model for Earnings Yield i USA



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Grafen viser relativt tydeligt, at der er en stor overensstemmelse mellem den faktiske Earnings Yield og den modellerede Earnings Yield. Vi får næsten lige så gode resultater for de andre regioner, om end det ikke er alle parametre, som er statistisk signifikante for alle regioner. Det fremgår af nedenstående tabel.

Tabel 1 | Parametre i værdiansættelsesmodeller

	USA	Europa	Japan	EM
Forklaringsgrad	89 %	92 %	86 %	63 %
Intercept	-0.0273	-0.0087	-0.0342	-0.1213
Arbejdsløshed	0.3825	0.6864	-0.0726	1.2064
Inflation	0.3634	0.4032	0.1933	0.7793
VIX	0.0526	0.0930	0.0348	0.0745
Valuta	0.0003	-0.0096	0.0009	0.1751
Rente	0.0504	-0.1278	-1.4425	-2.4348

Signifikant ved 1 procent
Signifikant ved 5 procent
Signifikant ved 10 procent

Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Med udgangspunkt i disse modeller er det nu muligt at vurdere, om de enkelte regioner er dyre eller billige relativt til de aktuelle økonomiske forhold og risikoappetit. Denne vurdering kan anvendes til at over- og undervægte de enkelte regioner. Vi har lavet en simpel strategi, hvor den mest attraktive region overvægtes med 10 procentpoint, og den mindst attraktive region undervægtes med 10 procentpoint. Resultatet af denne strategi er illustreret i nedenstående graf.

Graf 3 | Strategi med over- og undervægt baseret på udvidet værdiansættelsesmodel



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

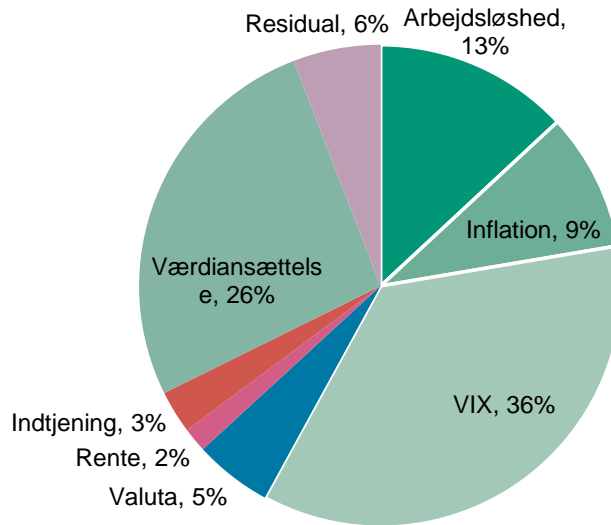
Strategien havde væsentlige udfordringer i de første år frem til finanskrisen. Herefter har der været et ganske pænt merafkast ved at følge strategien. Vi har også udviklet en lignende model for værdiansættelse med udgangspunkt i Price to Book. Her er resultaterne nogenlunde identiske med ovenstående. Det samlede resultat for disse modeller er langt fra prangende. Det kan skyldes, at ændringer i værdiansættelse kun er et element i de realiserede afkast. I Graf 4 har vi illustreret, i hvor høj grad udsvingene i de kvartalsvise afkast på amerikanske aktier er drevet af de forskellige faktorer i vores model.

Grafen viser, at værdiansættelsen kun bidrager med omkring en fjerdedel af volatiliteten i de kvartalsvise afkast. Resultaterne fra de andre regioner er på samme niveau.

Indtjeningsmodellen

Ændringen i indtjeningen har et af de mindste bidrag til afkastene på kort sigt, men på lang sigt står de for hele afkastbidraget, da alle de andre variable på lang sigt ikke har noget bidrag. Derfor er det også relevant at kigge på, om ændringer i indtjeningen har en betydning for afkast på kort sigt og dermed kan anvendes til at over- og undervægte de forskellige regioner. Det viser sig hurtigt, at der er en fornuftig sammenhæng mellem indtjeningsudvikling og performance, som kan udnyttes, hvis man kan forudsige indtjeningsvæksten for det kommende kvartal. Det er dog umiddelbart lettere sagt end gjort.

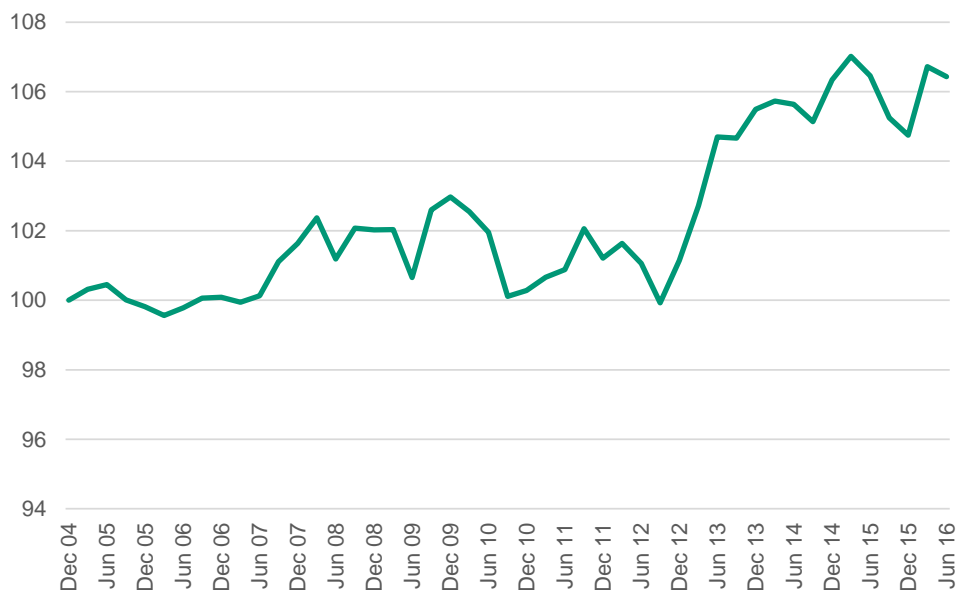
Graf 4 | Bidrag til den samlede volatilitet i kvartalsafkast på amerikanske aktier



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Det viser sig heldigvis, at der er en vis form for struktur i indtjeningsudviklingen i de enkelte regioner. Der er både en trend, men også en mean reversion i tallene. Med dette udgangspunkt er det faktisk muligt med en vis præcision at forudsige indtjeningsudviklingen for de kommende tre måneder og på det grundlag prioritere de enkelte regioner. Det har vi anvendt til at teste en simpel strategi, hvor regionen med den højeste forventede indtjeningsvækst overvægtes med 10 procentpoint, mens regionen med den laveste indtjeningsvækst undervægtes med 10 procentpoint. Resultatet af denne strategi er illustreret i nedenstående graf.

Graf 5 | Strategi med over- og undervægt baseret på forventet indtjeningsvækst



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Strategien har vist ganske fornuftige resultater – ikke mindst de seneste fem år, hvor der er en Information Ratio på 0,6. I den første del af perioden er resultaterne knapt så prangende, og der er da også kun en Information Ratio på 0,3 over den samlede periode.

Der er altså ingen af signalerne for værdiansættelse, der samlet giver specielt imponerende resultater. De enkelte signaler er dog ikke tæt korreleret – specielt er korrelationen mellem de to værdiansættelsesmodeller og indtjeningsmodellen forholdsvis lav. Derfor vil der være en vis diversifikation ved at kombinere de forskellige modeller, hvilket dermed vil nedbringe Tracking Error og løfte Information Ratio. En kombination af de to værdiansættelsesmodeller (Earnings Yield og Price to Book) har haft en Information Ratio på godt 0,6 over de sidste fem år. Før da var effekten dog meget begrænset.

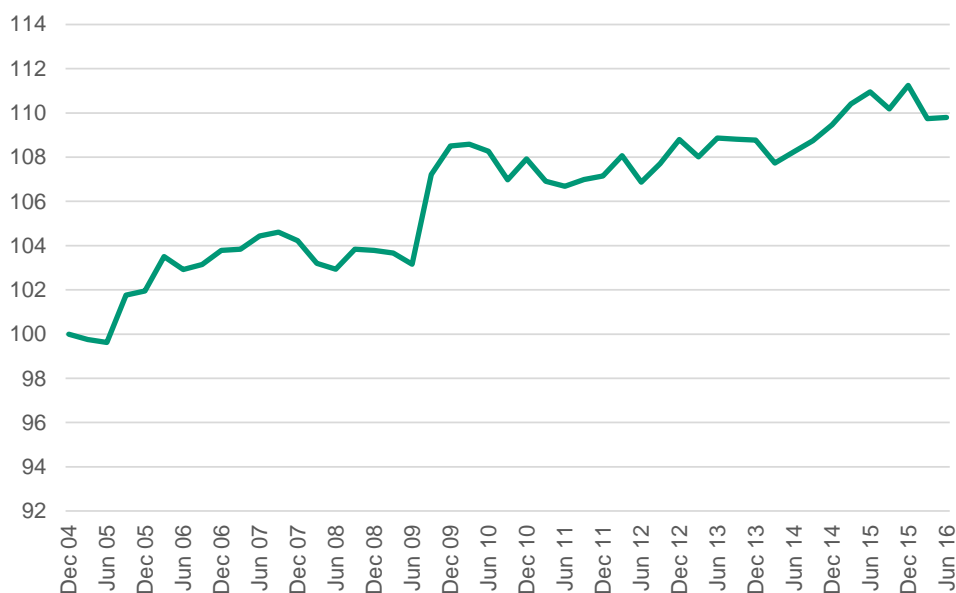
Økonomi og pengepolitik

Udviklingen i økonomien har en ganske stor betydning for aktieafkastet i de enkelte regioner. I sidste afsnit fremgik det, at ændringer i arbejdsløsheden bidrager til 13 procent af udsvingene i de kvartalsvise afkast på amerikanske aktier, mens det tilsvarende tal for inflation er ni procent. Derfor er det også relevant at kigge på, hvordan den økonomiske udvikling i de enkelte aktieregioner kan bruges til at over- eller undervægte regionerne.

Arbejdsløshed

Et godt udgangspunkt er at vurdere, om de historiske ændringer i de økonomiske nøgletal kan skabe værdi for den taktiske allokering. For arbejdsløsheden gør det sig desværre ikke gældende. Derimod er der rigtig god værdi i at bruge de fremtidige ændringer. Udfordringen er imidlertid, at disse ikke er kendte på allokeringstidspunktet. Heldigvis er der nogle strukturelle bevægelser i arbejdsløsheden med trends og mean reversion, der til en vis grad gør ændringerne i arbejdsløsheden forudsigelig.

Graf 6 | Strategi med over- og undervægt baseret på forventet ændring i arbejdsløshed



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Vi har udarbejdet modeller, der kan prognosticere de kommende tre måneders ændring i arbejdsløsheden for de forskellige aktieregioner. Disse prognoser har vi anvendt til at teste en strategi, hvor regionen med de bedste udsigter for arbejdsløsheden overvægtes med 10 procentpoint, mens regionen med de dårligste udsigter undervægtes med 10 procentpoint. Resultatet af denne strategi er angivet i Graf 6 på ovenstående side. Resultaterne af denne model er ganske fornuftige. Der er en Information Ratio på godt 0,4 for den samlede periode og lidt mindre for de seneste fem år.

Arbejdsløsheden er en proxy for økonomisk vækst, hvilket gør det relevant at undersøge, om andre økonomiske variable for vækst kan anvendes til at prioritere mellem de forskellige aktieregioner. Her er et godt udgangspunkt at kigge på Manufacturing PMI. Desværre er dette et forholdsvis nyt økonomisk nøgletal, så vi kan kun evaluere effekten tilbage til ultimo maj 2013. Vi har i første omgang testet en strategi, hvor vi anvender den seneste måneds ændring i PMI og igen overvægter regionen med den mest positive ændring og undervægtet regionen med den dårligste ændring i PMI. Den strategi resulterer i en ganske fornuftig Information Ratio på 0,4. Resultaterne bliver dog endnu bedre, hvis vi benytter en model til at forudsige ændringerne i PMI. Her kan vi opnå en Information Ratio på godt 1,4.

Citi Economic Surprise Index

Et andet mål, for hvor godt eller skidt det går med økonomien i en region, kan findes i form af Citi Economic Surprise Index. Her har vi også testet en strategi med udgangspunkt i den seneste måneds ændring i Citi Economic Surprise Index for de enkelte regioner. Resultaterne er specielt gode de seneste fem år med en Information Ratio på mere end 1,2. I perioden før har der imidlertid ikke været nogen værdi ved at anvende Citi Economic Surprise som allokeringstrategi. Vi har også prøvet med en model for de forventede ændringer i Citi Economic Surprise. Resultaterne er her en smule dårligere de seneste fem år, men omvendt noget bedre i perioden før.

Inflation

Inflationen har også betydning for de realiserede afkast på aktiemarkedet. Derfor har vi også undersøgt, om ændringer i inflationen kan bruges til at over- eller undervægte de enkelte aktieregioner. Det er ikke umiddelbart tilfældet. De historiske ændringer har ingen effekt, og desværre har vi ikke kunnet identificere en model, som med bare en vis grad kan forudsige de fremtidige ændringer i inflationen. Det gør det ikke nødvendigvis uinteressant at anvende inflationsforventninger i den taktiske allokering, men i givet fald bør der i højere grad tages udgangspunkt i mere kvalitative holdninger til den fremtidige inflation eller alternativt arbejdes med estimater fra andre kilder.

Penge- og finanspolitikken har forventeligt set også en effekt på aktieperformance i de enkelte regioner og bør derfor indgå i allokeringsbeslutningerne. Vi har imidlertid ikke umiddelbart været i stand til at identificere en kvantitativ model, som giver mening. Derfor bør dette input i højere grad baseres på kvalitative vurderinger.

De tre parametre for økonomisk vækst, vi kan anvende til allokere mellem de forskellige aktieregioner, resulterer i strategier, der faktisk i gennemsnit er ukorrelerede. Det betyder, at Tracking Error kan reduceres væsentligt ved at kombinere de forskellige strategier. En kombination, hvor hvert nøgletal lige vægtes, resulterer i en Information Ratio på 0,9 over de seneste fem år og næsten 0,7 over den samlede periode.

Markedssentiment

De finansielle markeder opfører sig ikke altid helt, som teoribøgerne tilskriver. Det er sikkert også en af grundene til, at værdiansættelse ikke skaber den helt store værdi i den taktiske allokering. På kortere sigt har de finansielle markeder det med at være drevet af en overdreven positiv eller negativ stemning. Det resulterer i tilstedeværelse af en momentum effekt, som er dokumenteret gennem talrige akademiske publikationer.

Momentum effekt

Det er derfor naturligt at antage, at der også eksisterer sådanne effekter på regionniveau på aktiemarkedet. Vi har derfor undersøgt en strategi, hvor regionen med det bedste momentum overvægtes med 10 procentpoint, og regionen med det dårligste momentum undervægtes med 10 procentpoint. Vi har anvendt både kortere momentum (tre måneders afkast) og lidt længere momentum (12 måneders afkast). Begge resulterer i ganske positive effekter, hvilket fremgår af nedenstående graf, hvor de to strategier er kombineret.

Graf 7 | Strategi med over- og undervægt baseret på momentum i aktier



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Samlet har de to strategier et ganske fornuftigt resultat med en Information Ratio på 1 over de seneste fem år og på 0,8 over den samlede periode.

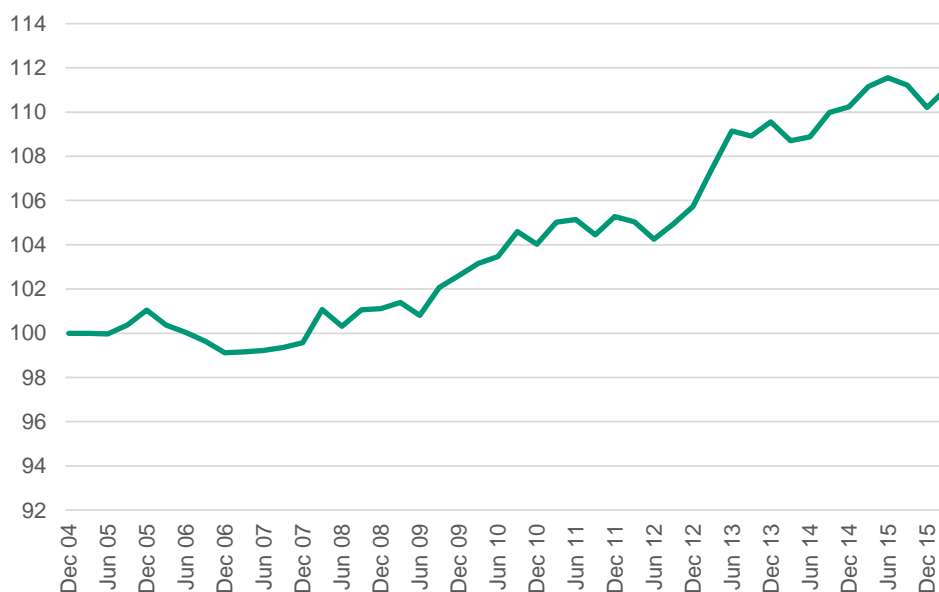
Indtjeningsvækst

Hvis investorerne "jagter" aktiemarkederne med de bedste afkast, er det også nærliggende at tro, at de "jagter" aktiemarkederne med den bedste udvikling i indtjeningen. Det har vi testet ved at køre en strategi, hvor vi overvægter regionen med den bedste indtjeningsvækst med 10 procentpoint og undervægter regionen med den dårligste indtjeningsvækst med 10 procentpoint. Denne strategi giver de bedste resultater, hvis der anvendes indtjeningsvækst over de seneste ni måneder. Information Ratio for de seneste fem år er næsten 0,8 mens den for den samlede periode er knap 0,6. Der er en vis fare i "optimere" periodelængden. Der er dog ræson i, at periodelængden ikke skal være alt for kort, men omvendt heller ikke så lang, at det ikke giver mening at snakke om en kortsigtet trend.

Momentum i valuta

Momentum er også en veldokumenteret effekt på valutamarkedet. Da vi samtidig har konstateret, at ændringer i valutakurserne har en effekt på aktieafkastene, er det nærliggende at undersøge, om denne momentum effekt også kan anvendes til at over- og undervægte de forskellige aktieregioner. I lighed med aktier har vi anvendt både tre og 12 måneders ændringer i valutakurserne. I begge strategier overvægtes regionen med det største valutafald (mindste stigninger) med 10 procentpoint, mens regionen med den største stigning (mindste fald) undervægtes. I Graf 8 har vi illustreret kombinationen af de to strategier.

Graf 8 | Strategi med over- og undervægt baseret på momentum i valuta



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Også her er der ganske overbevisende resultater. De seneste fem år er Information Ratio på godt 0,8, mens den for den samlede periode er 0,7.

Investor positionering og flow

Et andet input til markedssentiment er investor positionering og flow. Desværre har det ikke været muligt for os at få tilgang til et tilstrækkeligt datagrundlag til at teste, om denne type variable reelt kan skabe værdi i allokeringsbeslutningen. Omvendt mener vi, at det vil være forkert helt at se bort fra denne type informationer på trods af, at vi ikke kan dokumentere deres effekt. Det betyder dog, at vi selv kun lægger mindre vægt på denne type informationer, indtil vi i højere grad kan dokumentere deres effekt.

Isoleret har hver af de tre momentum effekter et ganske flot bidrag til beslutningen om over- og undervægt af de enkelte regioner. Samtidig er korrelationen mellem de forskellige strategier relativt lav (en gennemsnitlig korrelation på godt 0,3). Dermed er der en ganske fornuftig diversifikation ved at kombinere dem. Et lige vægtet bidrag fra de tre momentum effekter har skabt en Information Ratio på godt 0,8 på både fem år og den samlede periode.

Risiko

Det går ikke altid, som man forventer på de finansielle markeder. Der opstår løbende situationer, der påvirker tingene i en anden retning end forventet. Det er

derfor en god øvelse at forsøge at identificere disse risikoscenarier på forhånd. Det er selvfølgelig umuligt at identificere alle mulige risikoscenarier, men det bør ikke afholde os fra at gøre forsøget.

Når de enkelte risikoscenarier er identificeret, bør de enkelte regioner rangeres efter deres forventede påvirkning af scenariet. Effekten behøver ikke nødvendigvis være negativ for alle eller enkelte regioner.

Det endelige Decision Board

Vores endelige Decision Board består altså af en lang række kvantitative og kvalitative input. Det var selvfølgelig en mulighed alene at basere beslutningen på de kvalitative modeller, vi anvender. Historisk havde det givet ganske stærke resultater, som det fremgår af nedenstående graf.

Graf 9 | Samlet implementering af alle kvantitative strategier



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Information Ratio på den samlede kvantitative strategi har været næsten 1,2 de seneste fem år og godt 0,8 for hele perioden.

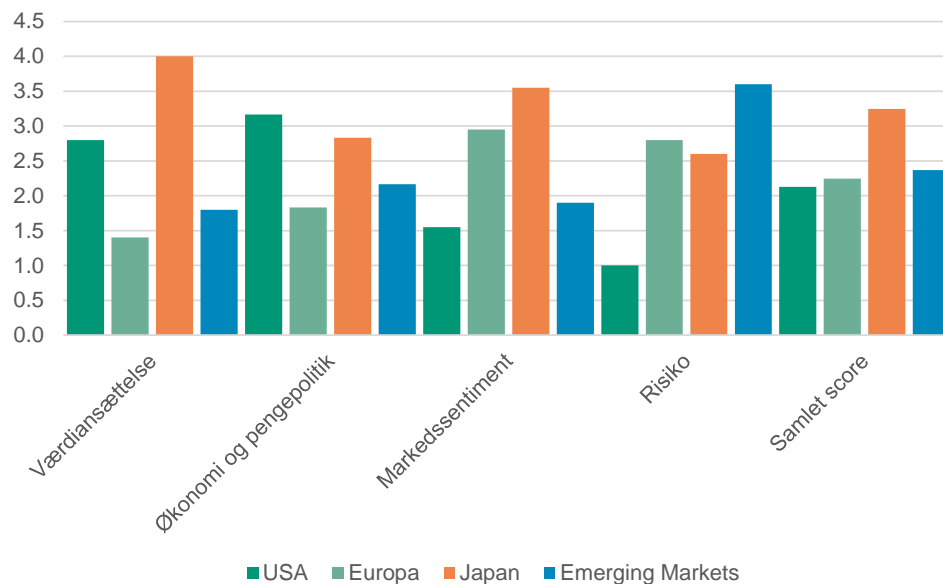
Vi ønsker imidlertid ikke en fuldstændig kvantitativ model. Vores Decision Board skal derfor virke som et støtteværktøj til de diskretionære valg, vi træffer. Derfor har vi valgt at rangere de fire regioner for hvert af de input, vi anvender, således at ét er bedst, og fire er dårligst.

Vi har ikke lige stor tillid til alle disse input, og derfor vægtes de heller ikke ens. Eksempelvis har vi ikke nogen vægt til de værdiansættelsesmål, hvor vi ikke tager højde for den aktuelle økonomiske situation, ligesom vi heller ikke har fidus til Forward Earnings. Vi ved dog, at disse mål bliver brugt af andre i branchen og har derfor et behov for at holde dem "under opsyn". Den samlede vurdering af de enkelte regioner er et simpelt gennemsnit af de fire hjørner i Decision Board'et.

Generelt er der tale om en meget kvantitativ tilgang til regionsallokeringen med undtagelse af risikohjørnet, der alene er kvalitativt. Den endelige beslutning er da heller ikke alene baseret på dette værktøj. I den endelige beslutning indgår de

kvalitative input, som en PM gruppe med mange års erfaring kan bidrage med. I nedenstående Graf 10 har vi vist de aktuelle konklusioner fra vores Decision Board.

Graf 10 | Konklusioner fra vores aktuelle Decision Board



Kilde: Egen tilvirkning

Aktuelt fremstår europæiske aktier som de billigste, mens japanske aktier er klart de dyreste. Det er en noget anderledes konklusion, end de traditionelle Price Earnings og Price to Book sammenligninger har. Her er japanske aktier faktisk rangeret som næstmest attraktive efter Emerging Markets. På økonomi og pengepolitik fremstår Europa også som den mest attraktive region, mens USA er placeret i den anden ende. Derimod er markedssentiment klart mest i favør af amerikanske aktier, hvorimod det her ser tungt ud for de japanske aktier. Risikosiden er også klart til gunst for amerikanske aktier, hvorimod det er tydeligt, at en række af vores risikoscenarier er forankrede omkring Emerging Markets. Samlet signalerer vores Decision Board et relativt tydeligt negativt signal til japanske aktier, hvorimod der ikke rigtig er nogle af de andre regioner, der står specielt frem på den positive side. De manglende klare signaler til en overvægt er da også en af baggrundene for, at vi aktuelt er neutrale på regionsallokeringen.

Vores Decision Board er imidlertid et vigtigt værktøj til at sikre, at væsentlige informationer ikke bliver overset og glemt, når de endelige investeringsbeslutninger træffes. Vi har en stærk tro på, at en struktureret investeringsproces skaber de bedste langsigtede resultater.

Konklusion

Denne analyse har illustreret, hvordan en række informationer fra de finansielle markeder kan bidrage til et samlet input i beslutningsprocessen om den taktiske allokering til forskellige regioner.

Denne tilgang sikrer en systematisk proces, hvor vigtig information ikke blive glemt eller overset. Vores Decision Board giver ikke nødvendigvis det endelige svar, da beslutningen i sidste ende træffes i vores porteføljegruppe, hvor erfaringen fra

mange år på de finansielle markeder bidrager med de nødvendige kvalitative input. Decision Board'et bliver således et input og ikke en facitliste.

Vi anvender dette værktøj til regionsallokering på aktier, men det kan også udvides til sektor- og/eller landfordeling, hvis man ønsker, at den taktiske allokering skal arbejde med disse dimensioner.

Du er meget velkommen til at kontakte Skandia Asset Management, hvis du ønsker at høre mere om, hvordan denne type investeringsprocesser kan bidrage til at forbedre dine fremtidige investeringsbeslutninger.

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.