

Markedsanalyse

9. oktober 2017

Nye forvaltere i kreditporteføljen

Af Peter Rixen
Senior porteføljemanager
peter.rixen@skandia.dk

I Skandia tror vi på aktiv forvaltning, men ikke på, at verdens bedste forvaltere nødvendigvis har et dansk pas. Derfor kigger vi ofte ud i hele verden, når vi skal identificere de bedste forvaltere inden for de forskellige aktivklasser. I denne analyse kigger vi nærmere på, hvordan vi udvælger og arbejder med eksterne forvaltere i vores kreditportefølje. Denne proces har vi netop afsluttet med udpegingen af fem forvaltere, der fremadrettet vil have ansvaret for at udvælge high yield obligationer og obligationer fra Emerging Markets.

Forvalterne skal passe til vores investeringsstrategi

Investeringsstrategien i vores kreditportefølje er baseret på et strategisk udgangspunkt, hvor high yield obligationer som udgangspunkt fylder halvdelen af porteføljen, mens den anden halvdel udgøres af obligationer fra Emerging Markets. Investeringen i high yield obligationer er normalt omkring en tredjedel i euro-udstedelser, mens to tredjedele er i amerikanske dollar-udstedelser. I Emerging Markets obligationer foretages investeringen primært i det, som kaldes hard currency udstedelser (USD eller EUR).

De strategiske andele er fastsat med henblik på at opnå det bedst mulige langsigtede, risikostyret afkast. På kortere sigt kan det imidlertid være en udvikling i økonomier og andre forhold, der påvirker aktivklasserne forskelligt. Fx er de amerikanske high yield obligationer mere sårbare over for faldende oliepriser, da energisektoren fylder mere på det amerikanske marked end det europæiske. På samme måde har obligationer fra Emerging Markets typisk en højere rentefølsomhed end high yield obligationer.

Hvis der er forhold, som vi vurderer mere eller mindre gunstige for en af aktivklasserne, vil vi taktisk over- eller undervægte den aktivklasse. Det betyder, at vi fx kan overvægte amerikansk high yield på bekostning af europæisk eller købe obligationer fra Emerging Markets i lokal valuta i stedet for hard currency.

Disse taktiske beslutninger er typisk lettest og mest økonomisk at implementere via ETF'ere. En ETF er et passivt investeringsinstrument, der har som formål at følge et underliggende indeks så tæt og billigt som muligt. Af samme grund udgør ETF'ere også halvdelen af vores kreditportefølje. Her skal merafkastet altså skabes ved at træffe de rigtige taktiske beslutninger, men også gennem et valg af de bedst mulige ETF'ere.

Den anden halvdel af porteføljen er omvendt investeret via aktive forvaltere. Her er målet at skabe et merafkast gennem de enkelte forvalteres evne til at udvælge de rigtige papirer inden for den konkrete aktivklasse.

Fordelingen mellem de aktive forvaltere og de passive instrumenter sikrer, at vi får et nogenlunde ligevægtet bidrag til merafkast og risiko fra de to elementer.

Vores brug af aktive forvaltere

Udvælgelsen af vores aktive forvaltere sker i tillid til, at de på lang sigt formår at skabe et attraktivt merafkast i forhold til den aktive risiko, de tager. I den forbindelse er vi fuldt ud opmærksomme på, at nogle forvaltere trives bedst i nogle markedssituationer og mindre godt i andre. Det har to vigtige implikationer:

- Vi skal tænke langsigtet, når vi vælger forvaltere.
- Vi skal arbejde med flere forvaltere, så vi diversificerer risikoen for, at en aktiv forvalter klarer sig dårligere end markedet.

Det første betyder, at vi godt kan leve med, at en forvalter klarer sig dårligere end markedet i en periode, hvis vi på forhånd har identificeret de situationer, hvor forvalteren typisk har svært ved at levere et merafkast. Derimod blinker alle advarselsslamper, hvis forvalteren underperformer i situationer, hvor han normalt ville klare sig bedre end markedet. Det kan nemlig være et tegn på, at der er sket justeringer i forvalterens investeringsstrategi og -proces.

Det andet betyder, at vi prøver at identificere forvaltere, hvor merafkastet drives af forskellige faktorer forvalterne imellem – både inden for den enkelte aktivklasse, men også på tværs af aktivklasserne.

Når vi har identificeret den rigtige gruppe af forvaltere, ønsker vi basalt set at give dem arbejdsro til at skabe de fornødne resultater. Det betyder, at vi som udgangspunkt holder fast i vores fordeling på tværs af de forskellige aktivklasser, så fordelingen repræsenterer vores strategiske vægte. Og det betyder også, at vi i kreditporteføljen ikke bruger vores aktive forvaltere til at udtrykke taktiske holdninger.

Det gør vi for at forhindre, at vi overvægtter en forvalter i en periode, hvor han klarer sig dårligere end markedet. Det indebærer nemlig en risiko for, at vi kan ødelægge den langsigtede værdiskabelse hos en forvalter. Dermed bliver vores taktiske beslutninger i de passive instrumenter (ETF'erne) adskilt fra de beslutninger, der tages af de aktive forvaltere.

Det betyder også, at vi i kreditporteføljen kun anvender "rene" forvaltere – altså forvaltere, som er begrænset til at investere i en specifik aktivklasse.

Sådan vælger vi forvalterne

I udvælgelsen af forvaltere til vores kreditportefølje har vi kigget på op mod 100 forskellige forvaltere, der har budt ind på opgaven at skabe det bedste mulige afkast til Skandias pensionskunder i denne aktivklasse. Vi har blandt andet set på deres performance på lang sigt og som minimum tre til fem år.

Vi bruger altid den samme proces, når vi skal identificere de forvaltere, som vi har størst tillid til kan skabe et attraktivt langsigtet merafkast. I denne proces indgår en række kvantitative og ikke mindst kvalitative vurderinger af fire parametre hos den enkelte forvalter. De fire parametre, vi vurderer, er:



Filosofi



Proces



Ansatte



Afkast

Forvalterens investeringsfilosofi er den opfattelse af de finansielle markeder, der skal gøre forvalteren i stand til at opnå et merafkast. Forvalteren skal have en eller anden form for overbevisning om, at markederne ikke er effektive, for at det giver mening at tro på muligheden for at skabe et merafkast. Der er vigtigt, at vi deler denne opfattelse og tror på, at forvalteren er i stand til at udnytte denne "skævhed" i markedet.

Udnyttelsen af markedsskævheden skabes via **forvalterens investeringsproces**. Vi fokuserer på, om den beskrevne investeringsproces giver mening i forhold til forvalterens filosofi, men også på, om forvalteren kan dokumentere, at de historiske resultater er skabt gennem den beskrevne investeringsproces.

Det er også vigtigt, at der er harmoni mellem forvalterens investeringsproces og de **ansatte**, som skal håndtere processen. Det gælder både medarbejdernes kompetencer og antallet af ressourcer. Specielt investering i high yield obligationer kan være meget ressourcetungt, hvis investeringsprocessen er baseret på en tilbunds-gående analyse af de enkelte selskabers økonomiske styrke og dermed betalings-evne.

De første tre elementer er i høj grad baseret på kvalitative parametre og kræver stor erfaring med at få stillet de rigtige spørgsmål til de rigtige personer hos forvalteren.

Det sidste element er i højere grad en kvantitativ analyse. Her er det et spørgsmål om at "knuse" de **historiske afkast** for at afdække, om de er opnået som et resultat af forvalterens investeringsfilosofi og proces, eller det i højere grad ligner et udslag af tilfældigheder. Det er også her, vi forsøger at identificere, under hvilke markedsforhold forvalteren typisk klarer sig godt, og hvornår han har det svært.

Til sidst foretager vi en afvejning af de kvalitative og kvantitative observationer. Dette giver os en klar prioritering af de forskellige forvaltere, men i det endelige valg inddrager vi også, hvordan forvalterens merafkast typisk indtræffer samtidig med de øvrige forvalteres.

Nye forvaltere i kreditporteføljen

I vores kreditportefølje er vi endt op med fem forvaltere, som fremadrettet har ansvaret for at udvælge de rigtige kreditobligationer i den aktivt forvaltede del af porteføljen. De har alle leveret overbevisende afkast, som helt klart virker til at være et resultat af valide investeringsfilosofier, stærke processer og dygtige medarbejdere.

Tabel 1 | Valgte forvaltere

Mandat	Forvalter
US High Yield	Legg Mason / Brandywine
US High Yield	Candoris / Strategic Income Management (SIM)
EU High Yield	Nordea / Capital Four
EMD	Neuberger Berman
EMD	Vontobel Asset Management

Kilde: Egen tilvirkning

Skandias størrelse betyder, at vi generelt opnår attraktive priser, når vi indkøber eksterne forvaltere. Faktisk er priserne ofte nede på et niveau, hvor de er sammenlignelige med de priser, vi skal betale for de passive instrumenter.

Opfølgning på forvaltere

Vi har altså i Skandia outsourcet en stor og central del af forvaltningen i vores kreditportefølje til eksterne forvaltere. Det betyder imidlertid ikke, at vi herefter lukker øjnene og håber på det bedste.

Vi foretager en løbende overvågning af vores aktive forvaltere. Fokus er her i første omgang på, om de realiserede afkast lever op til vores forventninger, og hvis ikke, om det så skyldes en markedssituation, hvor vi på forhånd har identificeret, at forvalteren typisk klarer sig dårligt. Et andet vigtigt fokuspunkt er, om forvalteren faktisk følger den investeringsproces, som lå til grundlag fra vores valg af forvalteren. Det er vigtigt, at forvalteren ikke pludselig skifter investeringsstil, da det skaber en væsentlig risiko for, at forvalteren ikke fremadrettet kan levere de ønskede resultater, men også at det samspil vi forventer mellem de forskellige forvaltere ikke nødvendigvis længere er gældende.

I det tilfælde, at vi konstaterer væsentlige ændringer i investeringsproces og/eller i ansættelsesforholdene hos de ansatte, som håndterer processen, vil forvalteren øjeblikkeligt blive sat på vores observationsliste, indtil der er skabt tillid til, at forvalteren også fremadrettet kan skabe tilstrækkeligt attraktive afkast. Det samme er tilfældet, hvis afkastet af uforklarlige årsager halter efter markedet. Og kan tilliden ikke genskabes, tøver vi ikke med at foretage en udskiftning af den pågældende forvalter.

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.