

Markedsanalyse

19. september 2014

Er det alpha eller bare en style bias?

Af Peter Rixen

| Portfolio Manager | peter.rixen@skandia.dk |

Debatten omkring aktiv kontra passiv forvaltning har kørt i mange år uden at nå en håndfast konklusion. Det ændrer dog ikke på, at der rundt omkring i verden findes forvaltere, der rent faktisk har leveret ganske fornuftige afkast også sammenlignet med deres benchmark.

Denne performance kan enten tilskrives held eller dygtighed afhængigt af, om man står med foden i lejren som tror på aktiv forvaltning eller passiv forvaltning. Det kan dog også skyldes, at forvalteren bevidst eller ubevidst har givet porteføljen et tilt i en bestemt retning som afviger fra benchmark, og at det er årsagen til den pæne performance.

Som overskriften på denne analyse udtrykker, så er det afgørende, at man identificerer, om den flotte performance skyldes, at en forvalter reelt har skabt et merafkast (alpha) eller om forvalteren "blot" har haft en style bias.

I Skandia har vi ingen egenforvaltning af aktieprodukter. I stedet bruger vi mange ressourcer på at vælge de bedste blandt de mange forvaltere, der findes globalt. Valget af forvaltere sker med udgangspunkt i en struktureret 4P proces. Her er vi inde og vurdere elementer som investeringsfilosofi (Philosophy), investeringsproces (Proces), personerne i forvaltningsteamet (People) og ikke mindst Performance.

I denne analyse sætter vi fokus på nogle af de mange facetter, man bør kigge på, når man skal analysere den historiske performance. Det har vi gjort med udgangspunkt i en global aktieafdeling med fem stjerner fra Morningstar, hvilket jo er et signal om en pæn performance sammenlignet med konkurrerende afdelinger.

Vi bruger aktuelt ikke den pågældende fond i vores mandater. Der er tale om en retail fond.

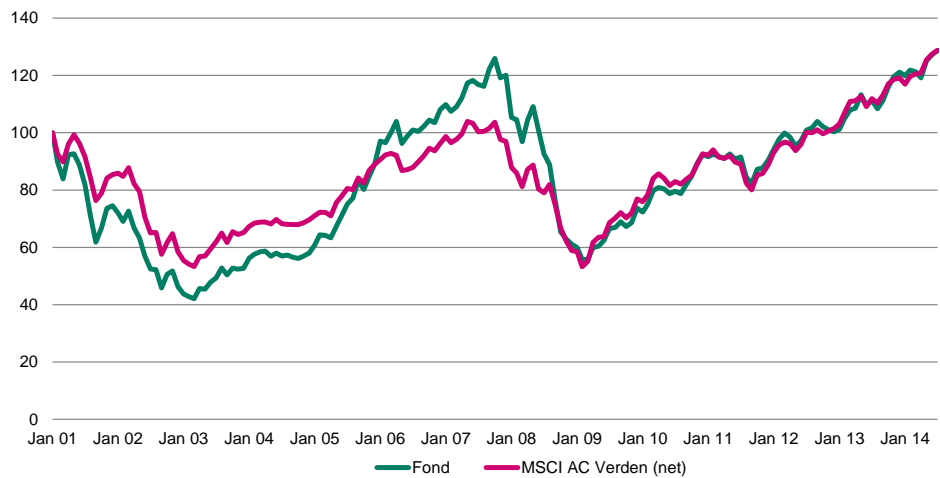
Den indledende analyse

I første omgang har vi kigget på det historiske afkast sammenlignet med afdelingens benchmark. Det er illustreret i nedenstående graf.

Markedsanalyse

19. september 2014

Graf 1 | Historisk udvikling



Kilde: Factset og MSCI

Set over den samlede periode har fonden klaret sig på niveau med benchmark. Både fond og benchmark har et årligt afkast på 1,89 %. Fonden har imidlertid opnået afkastet med en noget højere risiko (en volatilitet på 17,3 % mod 14,5 % på benchmark). Fonden har således en lavere sharpe ratio end benchmark.

En lidt dybere analyse af de historiske afkast er vist i nedenstående tabel.

Tabel 1 | Nøgletal for fonden og benchmark

	Afkast	Risiko	Tracking Error	Beta	Alpha
Fond	1.9 %	17.3 %	7.3 %	108.7 %	0.2 %
Benchmark	1.9 %	14.5 %			

Kilde: Egne beregninger

Fonden har en relativt høj tracking error, hvilket også afspejles i, at der er perioder, hvor fonden klarer sig markant bedre eller dårligere end benchmark. Overperformance sker ofte i de stigende markeder, mens underperformance sker i de faldende markeder. Det afspejles også i beta, der er en smule over én.

Endelig kan vi konstatere, at fonden har et positivt alpha på 0,2 %. Det kan intuitivt virke lidt underligt, at alpha er positivt, når fonden ikke har leveret et merafkast på trods af en højere risiko. Det skyldes, at det samlede afkast er opgjort som et geometrisk (årligt) gennemsnit, mens alpha måles på baggrund af det aritmetiske gennemsnit (månedlige afkast). Det er samtidig værd at bemærke, at alpha på ingen måde er statistisk signifikant.

Den indledende analyse signalerer, at der er tale om en fond med en beta, der ligger svagt højere end markedet, og som samtidig formår at skabe et alpha, der trods alt kompenserer for omkostningerne i fonden.

Et spadestik dybere

Fonden har historisk været i stand til at skabe et merafkast, der kompenserer for omkostningerne, hvilket i sig selv gør den interessant sammenlignet med en indekseksponeering, som jo per automatik vil underperforme benchmark på grund af omkostningerne til indekseringen.

Markedsanalyse

19. september 2014

Det er imidlertid relevant at vurdere, hvor konsistent denne værdiskabelse er. Det har vi gjort ved at beregne alpha på rullende treårige perioder. Det er illustreret i nedenstående graf.

Graf 2 | Historisk udvikling i alpha på rullende treårige perioder



Kilde: Egne beregninger

Det er ret tydeligt, at alpha på ingen måder er konstant. En lidt mere dybdegående analyse afslører også, at dette ikke skyldes tilfældigheder (alpha er ikke stationær). Denne analyse af udviklingen i alpha over tid giver i første omgang anledning til lidt bekymringer men efterlyser også behovet for yderligere analyse.

I første omgang er det relevant at vurdere om beta er konstant over tid. Det har vi gjort i nedenstående graf.

Graf 3 | Historisk udvikling i beta på rullende treårige perioder



Kilde: Egne beregninger

Det fremgår relativt tydeligt, at der er sket et markant skift i beta-eksponeringen efter finanskrisen.

Markedsanalyse

19. september 2014

I første omgang er det interessant at vurdere, om fonden har været i stand til at "time" beta-eksponeringen. Det vil i så fald betyde, at der burde være en positiv korrelation mellem beta og udviklingen i benchmark. Det er der ikke. Hvis ændringerne i beta er sket i et forsøg på at "time" markedet, så er det ikke lykkedes.

Det er også interessant at vurdere, om der er en sammenhæng mellem beta og alpha-skabelsen. Ud fra et hurtigt kig på graf 2 og 3 ser det umiddelbart sådan ud, om end sammenhængen er relativ svag. Noget tyder dog på, at forvalteren er bedre i stand til at skabe værdi i en portefølje med højbeta-aktier end lavbeta-aktier.

Den nuværende analyse signalerer, at der muligvis er sket et skifte i investeringsstrategien i forbindelse med finanskrisen. Det er sandsynligvis sket på baggrund af en væsentlig underperformance i forhold til markedet under finanskrisen.

Samtidig er der tydelige indikationer af, at afdelingen følger en investeringsstrategi, som betyder at der kan være en eller flere bias'er, som bevirker at afkastet ikke nødvendigvis følger udviklingen i benchmark.

Faktoranalyse af den historiske performance

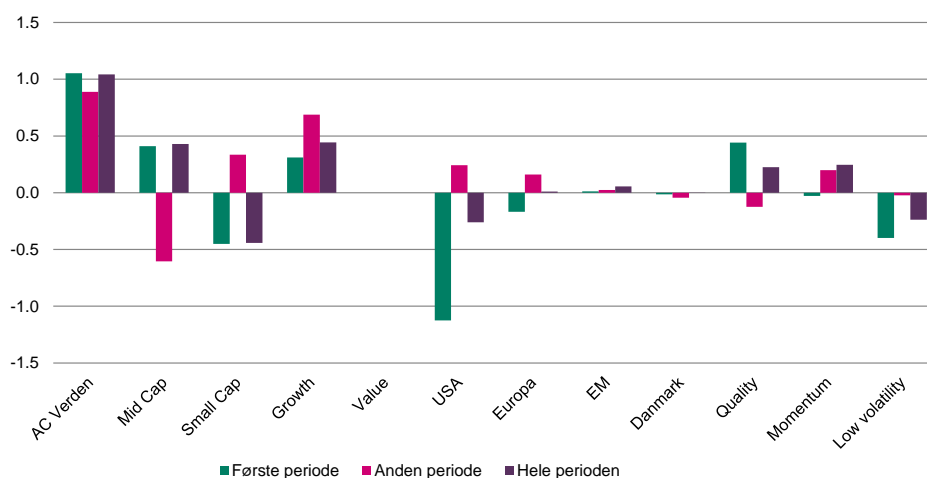
Der er tydelige tegn på, at fonden har en eller flere bias'er. Det kan være et tilt mod en specifik region eller sektor, men det kan også være et tilt mod en alternativ risikopræmie som value eller small cap.

Gennem de seneste årtier er der blevet identificeret en række af disse risikopræmier. Det er eksempelvis small cap, value og low volatility.

Vi har lavet en faktoranalyse af fondens historiske performance op mod det globale aktiemarked plus en række risikopræmier og regioner. I praksis sker det ved at vi forklarer den historiske performance som en lineær funktion af markedsafkastet og merafkastet på forskellige regioner og risikopræmier.

Da der er tydelige tegn på, at der er sket en ændring i investeringsstrategien omkring 2008/2009 har vi lavet analysen for hele perioden plus en periode til og med 2008 og fra 2009 og frem til i dag. Resultatet af analysen fremgår af nedenstående graf.

Graf 4 | Faktoranalyse af historiske afkast



Kilde: Egne beregninger

Markedsanalyse

19. september 2014

Det første som falder i øjnene er, at beta til markedseksponeringen er større end én i den første periode og lavere end én i den anden periode. Det harmonerer fint med den tidligere analyse af udviklingen i beta. Det er også tydeligt, at fonden i begge perioder har et klart tilt mod vækst-aktier.

Det er dog også klart, at der er sket væsentlige ændringer i porteføljen over tid. Porteføljen starter med et positivt tilt mod mid cap aktier og et negativt tilt mod small cap i den første periode. I den anden periode er det imidlertid omvendt. Porteføljen har også negativ tilt til USA og Europa i første periode, men et positiv tilt i anden periode. Nogle af de samme observationer gør sig gældende for eksponeringen til kvalitet, momentum og lav volatilitet.

Denne analyse er god til at afsløre, om fonden har indbygget bias og om disse skifter undervejs. Det er dog samtidig en analyse, som er svær at overføre til virkeligheden, da det er svært at replicere denne faktoreksponering i praksis.

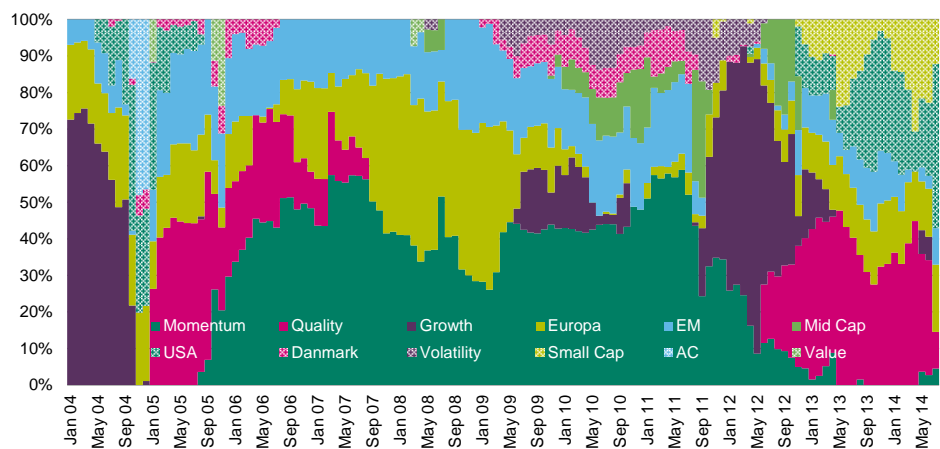
Replicering af historisk performance

I stedet for at dekomponere det historiske afkast i forhold til en markedseksponering plus eventuelle risikopræmier og regionstilt, så kan man forsøge om den historiske performance kan repliceres gennem investering i forskellige indeks. Det gøres med en restriktion om, at der kun må investeres i lange positioner og at summe af alle positioner skal være 100 %.

Denne øvelse har vi lavet for treårige perioder fra 2001 frem til og med ultimo juli 2014. Vi har valgt kun at bruge treårige perioder, fordi vi på den måde bedre kan identificere eventuelle skift i bias undervejs.

Vi vil aldrig få et 100 % nøjagtigt billede af fondens bias på et givet tidspunkt, når vi bruger en treårig periode. Imidlertid er vi nødt til at måle på en periode af en vis længde for at kunne estimere de underliggende eksponeringer. Under alle omstændigheder vil analysen kunne afsløre om der er en drift i de underliggende bias. Resultatet af analysen er illustreret i nedenstående graf.

Graf 5 | Simuleret historisk allokering



Kilde: Egne beregninger

Markedsanalyse

19. september 2014

Grafen viser et meget broget billede af den historiske eksponering. Det er ret tydeligt, at der har været væsentlige skift i fondens bias undervejs. De kraftige skift i eksponeringen bekræftes også af afdelingens omsætningshastighed, der var blandt de højeste hos globale aktieafdelinger i 2013.

I de første år var der en tydelig allokering mod vækst-aktier (Growth). Det blev en kort periode drejet mere over mod globale aktier (AC) og Europa og USA. Herefter skete der et skift mod kvalitetsaktier (Quality) og Europa og Emerging Markets. I en lang årrække var det så momentum, som udgjorde den største bias kombineret med specielt Europa og Emerging Markets. Herefter fik fonden atter et kraftigt tilt mod vækst-aktier. De seneste år har fonden igen været eksponeret mod kvalitet men også Small Cap og USA.

Denne replicering af den historiske performance rejser en række nye spørgsmål.

- Har fonden formået at skabe alpha på toppen af den valgte eksponering?
- Har fonden formået at skabe et merafkast gennem denne løbende justering af fondens eksponering?
- Kan vi finde et mønster i den skiftende eksponering?

Det første spørgsmål kan vi besvare ved at beregne alpha relativ til den rullende replicering af performance på samme måde, som vi beregnede den rullende alpha i graf 2. Dette er vist i nedenstående graf.

Graf 6 | Historisk udvikling i alpha på rullende treårige perioder på simuleret allokering



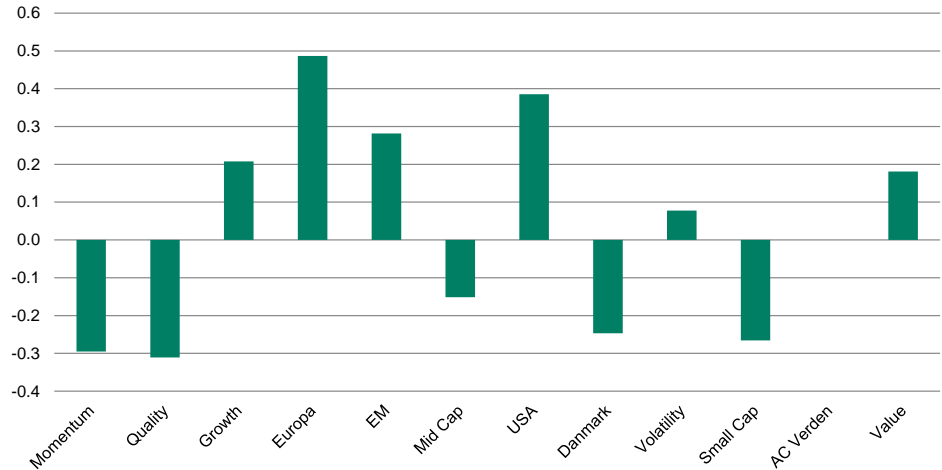
Kilde: Egne beregninger

Grafen viser, at fonden i perioder har skabt værdi (alpha) ud over den, som eventuelt er skabt af de bias som findes i porteføljen. Der er imidlertid også perioder, hvor fonden klarer sig væsentligt dårligere end den passive replicering. Samlet over hele perioden er alpha på -0,5 %, hvilket indikerer, at fonden *ikke* har formået at skabe værdi gennem aktieudvælgelsen.

Det er dog stadig muligt, at fonden har skabt en værdi gennem den løbende justering af den underliggende eksponering. I første omgang har vi testet det ved at beregne korrelationen mellem den relative performance på de forskellige risiko-

præmier og regioner og vægten til disse. Hvis fonden har været dygtig til at "time" et skift i eksponeringen, bør der være en positiv korrelation mellem allokering og relativ performance. Resultatet af denne undersøgelse er vist i nedenstående graf.

Graf 7 | Korrelation mellem simuleret allokering og relativ performance

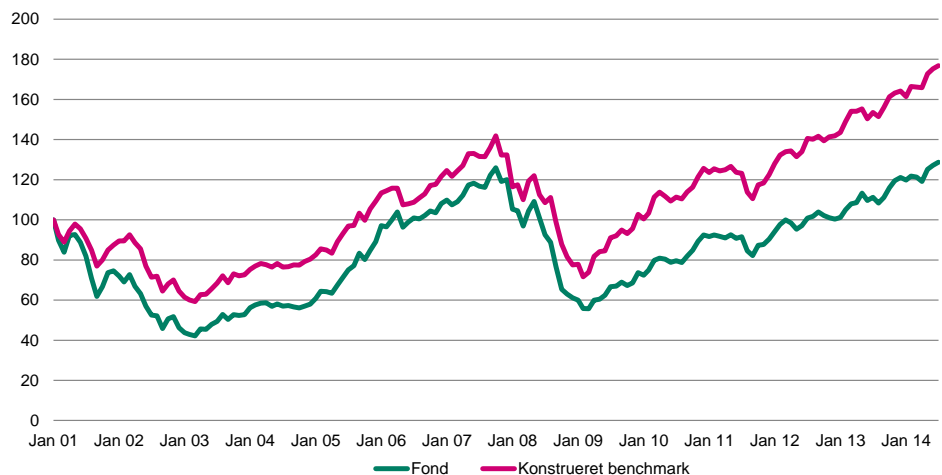


Kilde: Egne beregninger

Graf 7 viser, at korrelationen mellem relativ performance og allokeringen er positiv for nogle underliggende risikopræmier og regioner, mens den er negativ for andre. Alt i alt tegner det et billede af, at fonden ikke har haft specielt stor succes med at "time" ændringen i disse allokeringer.

Vi kan også vurdere effekten ved disse skift i allokeringer ved at sammenligne fondens afkast med en passiv allokering mod de forskellige aktiestrategier. Vægten til de forskellige strategier har vi fundet ved at tage et gennemsnit for hele perioden. Eksempelvis har fonden i gennemsnit en allokering på 27 % til momentum. I nedenstående graf 8 har vi illustreret den historiske udvikling i fonden og i dette konstruerede benchmark.

Graf 8 | Historisk udvikling på fonden og konstrueret benchmark



Kilde: Egne beregninger

Markedsanalyse

19. september 2014

Det er ret tydeligt, at fonden på ingen måde kan følge med udviklingen i det konstruerede benchmark. Dette tydeliggøres i nedenstående tabel.

Tabel 2 | Nøgletal for fonden og konstrueret benchmark

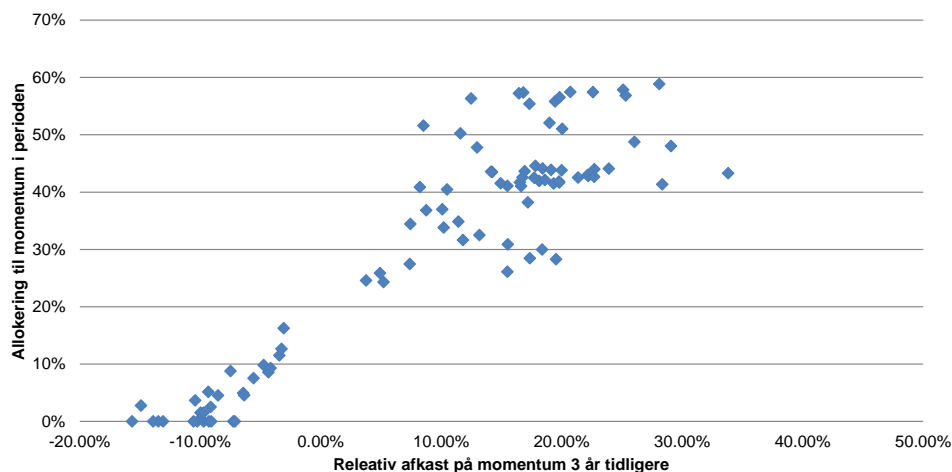
	Afkast	Risiko	Tracking Error	Beta	Alpha
Fond	1.9 %	17.3 %	6.7 %	1.11	-2.4 %
Benchmark	4.3 %	14.5 %			

Kilde: Egne beregninger

I forhold til det konstruerede benchmark, har fonden en alpha på -2,4 %. Heraf kom de -0,5 % fra aktieudvælgelsen. Det betyder, at den løbende justering mellem de forskellige aktiestrategier har haft en negativ værdi på 1,9 % om året. Bemærk også, at fonden har en lavere tracking error mod det konstruerede benchmark end mod fondens rigtige benchmark. Det er et tegn på, at det konstruerede benchmark i højere grad repræsenterer den underliggende investeringsstrategi i fonden.

Det er meget svært at vurdere baggrunden for fondens kraftige skift i allokering undervejs. Her vil en dialog med forvalteren forhåbentlig kunne kaste mere lys over dette. Det er dog ikke unormalt, at forvaltere "løber efter markedet". Det vil typisk vise sig ved, at allokeringen varierer med den historiske performance på en risikopræmie eller region. I nedenstående graf 9 har vi vist denne sammenhæng for risikopræmien momentum.

Graf 9 | Allokering til momentum og tidligere afkast på relativt afkast på momentum



Kilde: Egne beregninger

Det er ret tydeligt, at allokeringen til momentum hænger tæt sammen med performance op til perioden. Det er dog en analyse, som er behæftet med en del usikkerhed, da konklusionerne afhænger af, længden af en periode op til målingen af allokeringen. Det er heller ikke alle risikopræmier og regioner, der udviser denne sammenhæng.

Konklusioner

Normalt vil man ikke lave en performance-analyse som ovenstående uden at relatere den til fondens investeringsfilosofi og investeringsproces. Analysen vil også give anledning til en række spørgsmål til forvalterne, der forhåbentlig vil give en bedre forståelse for de ændringer, som ser ud til at være sket i fonden undervejs. Der er dog en række konklusioner, man kan trække frem alene på denne kvantitative gennemgang af performance.

Der sker en række markante skift i den underliggende allokering mod forskellige risikopræmier og regioner i den analyserede periode. Det er ikke nødvendigvis en dårlig egenskab, hvis det er en del af investeringsfilosofien. Hvis fonden derimod siger, at de giver investorer en bred eksponering mod aktiemarkedet eller et specifikt tilt mod en eller flere aktiestrategier, så er det et væsentligt problem. Det betyder også, at fonden er meget svær at bruge til taktisk allokering, da man reelt ikke ved, hvilken eksponering man køber.

Der er også ganske tydeligt, at fonden ikke har skabt værdi gennem aktiv aktieudvælgelse. Investorerne ville have været bedre tjent med en passiv allokering til de forskellige risikopræmier og regioner, som fonden har været eksponeret mod.

På trods af at fonden har opnået fem stjerner fra Morningstar, er der altså ikke tale om en fond, som udmærker sig ved at skabe ekstra værdi til investorerne.

Denne type kvantitativ analyse af performance kan være med til at sikre, at man har valgt de rigtige forvaltere til sin portefølje. Du er velkommen til at kontakte Skandia Asset Management for at høre mere om, hvordan denne type analyse kan skabe værdi i din portefølje.

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.