

Strategisk Asset Allocation

– kort fortalt

Sparinvest

Investering med omtanke...

Strategisk Asset Allocation

– kort fortalt

Redaktion:

Michael Albrechtslund, B. Sc.

Andreas Graflund, Ph. D.

Thomas Bjørn Jensen, M. Sc.

Henrik Lind-Grønbæk, B. Sc.

Camilla Svendsen, M. Sc.

Forord

Sparinvest har igennem de seneste år oplevet en stærk fremgang – blandt andet som rådgiver for institutionelle investorer. Årsagen til denne fremgang og de positive resultater er blandt andet en følge af mange års fokus på Strategisk Asset Allocation som investeringsdisciplin.

Igennem seks år har Sparinvest arbejdet intenst med at omsætte Markowitz' nobelprisbelønnede teorier til operationelle modeller og metoder. Både forskning og resultater har bevist sit værd.

Sparinvest fremstår i dag som en stærk partner med et ønske om at skabe resultater for mange flere, end det er tilfældet i dag. I bogen løftes sløret for nogle af de metoder og modeller, som anvendes i Sparinvest.

Lad disse sider være en anledning til at se hvordan og forhåbentlig være til inspiration.

Professor Ole Bjørn

Bestyrelsesformand i Sparinvest

Introduktion

Strategisk Asset Allocation – kort fortalt er en bog, vi længe har ønsket at skrive. Igennem de sidste år har vi oplevet en stærkt stigende interesse for en investeringsdisciplin, som måske nok er matematisk og systemorienteret bygget op. Men som udmærker sig ved at være både målrettet og yderst resultatorienteret.

Bogen er ment som en appetitvækker og en kort gennemgang af en disciplin, som vinder stadig større anseelse på internationalt plan. For mere uddybende læsning om emnet, henviser vi til litteraturlisten bagest i bogen. *Kort fortalt* er en ukompliceret gennemgang af processerne bag forvaltning af institutionelle midler og af fordelene ved at følge en dokumenteret videnskab.

Teoriene bag Strategisk Asset Allocation er ikke nye. Men de udvikles og forfines til stadighed. Mange kender en del til de grundlæggende principper, men vælger alligevel at holde sig på afstand. Hvor usikkert alternativet end måtte være.

Mange institutionelle investorer tager udgangspunkt i tro, holdninger og forventninger til udviklingen inden for konkrete værdipapirer. Nogle gange giver troen gevinst. Andre gange det modsatte. Men hvad med risikoeksponeringen? Og forholdet mellem aktiv og passivside? Hvordan styres disse sammenhænge?

Forskningen har vist, at den strategiske portefølje – de facto investeringspolitikken – forklarer over 90% af udsvingene i afkastet.

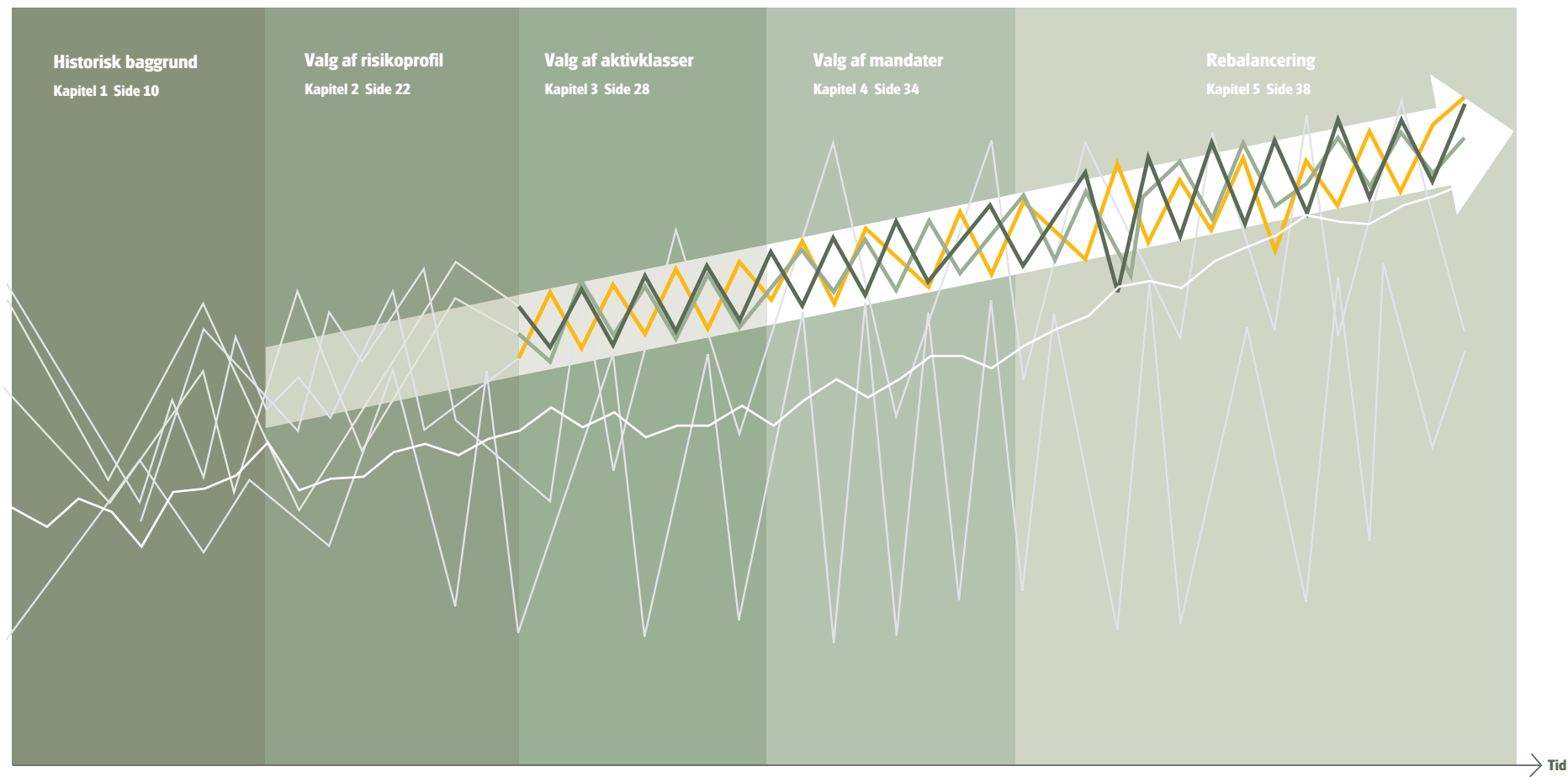
Nogle vil måske være overraskede over at høre at Sparinvest er eksponent for Strategisk Asset Allocation. De færreste ved, at vi var en af de første danske kapitalforvaltere til at indarbejde denne disciplin i vores investeringsfilosofi. Og at vi er blandt de første, som har udviklet en transparent Asset Liability Management (ALM) model, der er afgørende for at finde det optimale match af aktiver i forhold til passiver.

Der mangler ikke beviser for, at Strategisk Asset Allocation er den optimale måde at drive effektiv kapitalforvaltning på. Og det er ikke tilfældigt, at det er blevet kernen i vores investeringsfilosofi. Det er derfor et stort ønske for os – blandt andet gennem denne bog – at sprede vores viden og dele vores begejstring med andre. Vores mål er at udbrede kendskabet til en investeringsdisciplin, hvis resultater er både synlige og målbare. Helt i tråd med vores mangeårige grundfilosofi – investering med omtanke.

God læsning!

Sparinvest

Strategisk Asset Allocation Team





Historisk baggrund

Udviklingen hen imod den tredje dimension i kapitalforvaltning

Ved Strategisk Asset Allocation accepterer man, at økonomier går op og ned. Aktivklasserne vælges på en måde, så de bliver optimalt korrelerede. Denne strategi fastholdes uanset udsving i markederne. Ved at ignorere den psykologiske trang til at tilpasse sig gode eller dårlige tider, opnår man på sigt en mere konstant risikospredning i sin portefølje. Og man vil nyde godt af et langt mere stabilt afkast. Den systematiske spredning, med udgangspunkt i kendte sammenhænge mellem forskellige aktivklasser, er det store fortrin. Strategisk Asset Allocation har yderligere den store fordel frem for Taktisk Asset Allocation, at den strategiske disciplin hverken forsøger at arbejde med eller mod strømmen. I stedet vælger man at ignorere strømmen.

Siden tidernes morgen har man kendt til at sprede sine aktiver med henblik på at minimere risikoen og opnå et mere stabilt afkast. Dengang – som i dag – vurderede man sin porteføljesammensætning ud fra et todimensionelt syn på, hvordan enkelte aktivers risiko- og afkastkarakteristika så ud, for derefter at vægte aktiverne ud fra egen holdning til risiko og afkast. Metoderne til at vurdere afkast og risiko bliver stadig mere nuancerede med tiden. Men udgangspunktet er der ikke rokket ved: Enkeltpersoners holdninger og forventninger er stadig styrende, når det gælder sammensætningen af en given portefølje.

I 1952 blev der for første gang rykket ved dette udgangspunkt. Det skete, da økonomen Harry Markowitz fremsatte det nok vigtigste bidrag til moderne porteføljeteori, da han i artiklen Portfolio Selection beskrev den tredje dimension i kapitalforvaltning – diversifikationseffekten.

Markowitz fandt frem til, at aktivers forskellige korrelationer kunne udnyttes til at reducere en porteføljes risiko eller opnå en mergevinst uden at øge risikoen. Han udviklede en model, der tog højde for samspillet mellem forskellige investeringsmuligheder og deres indbyrdes korrelation, sådan at forholdet mellem afkast og risiko kunne optimeres.

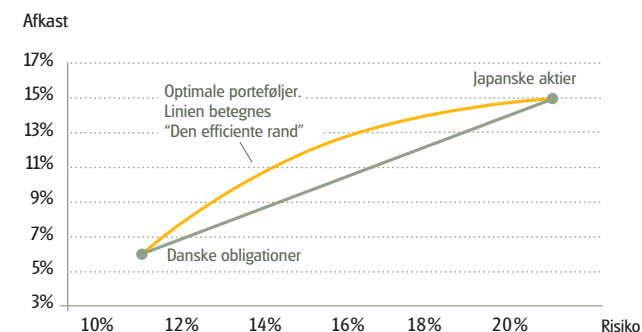
Ifølge Markowitz kan en sammensætning af flere aktivklasser mindske risikoen, hvis blot man vælger aktivklasser, der bevæger sig så uafhængigt af hinanden som muligt. Når denne forudsætning er opfyldt, opnår man det optimale forhold mellem afkast og risiko.

Et eksempel kunne være:

Hvis investorerne ved, at kursen på japanske aktier falder, når danske obligationer stiger, kan dette udnyttes med henblik på at diversificere den del af risikoen bort, som er tilknyttet det enkelte aktiv. Når investeringen spredes på japanske aktier og danske obligationer, spredes samtidig risikoen. Diversificering betyder således, at man kan opnå et højere afkast pr. risikoenhed. Man kan dermed enten vælge at mindske sin risiko eller opnå et merafkast ved samme risikoniveau som før diversificeringen. Situationen er illustreret i figuren.

Jo lavere korrelation aktivklasserne imellem – jo lavere risiko.

Den efficiente rand – højeste afkast til laveste risiko.



Kilde: Sparinvest

Hvis man kombinerer de to investeringsmuligheder, vil man logisk kunne opnå samtlige afkast-risiko kombinationer på den rette linie mellem danske obligationer og japanske aktier. Men hvis markederne er urolige, og de to investeringsmuligheder ikke udvikler sig på præcis samme måde, opstår den såkaldte diversifikationsgevinst. I figuren aflæses det opnåede afkast- og risikoniveau i området 'nordvest' for alle de kombinationer, man umiddelbart ville opnå ved at foretage begge investeringer. Den optimale kombination af flere investeringsmuligheder resulterer i det, som Markowitz kalder 'Den efficiente rand'.

Whatever the investment objectives, the investor who is wise diversifies.

Burton G. Malkiel – A Random Walk Down Wall Street

Teorien bag Strategisk Asset Allocation tager udgangspunkt i at holde vægtningen på de forskellige aktivklasser så konstant som muligt. Dette bygger på antagelser om, at markederne er efficiente, og at der ikke på sigt kan opnås merafkast ved at skifte mellem de enkelte aktivklasser (timing). Forsøg på at 'time' vil i bedste fald påføre betydelige handels- og transaktionsomkostninger i forbindelse med omlægningerne. Tit og ofte vil det medføre høj risiko eller ustabile afkast.

Der lægges stor vægt på at opnå det bedst forventede afkast set i forhold til risiko. Risikoen holdes konstant og afpasses den enkelte investors tidshorisont og risikovillighed. Kun sjældent vil man foretage omlægninger af porteføljen. Der gøres ingen forsøg på at 'time' markedernes op- og nedture, og der foretages ingen skift mellem regioner, investeringsstile eller lignende. I tråd med strategien vil de fleste omlægninger af porteføljen ske i form af rebalanceringer. For eksempel hvis den regionale fordeling i porteføljen er kommet ud af balance på grund af kursændringer. Justeringer foretages også, hvis porteføljens stileksponering skifter over tid. Den største betydning for ændring i en strategisk portefølje og investeringspolitik er forandringer i passivside som følge af ændring i lovgivning eller eksempelvis i en pensionskasses demografiske sammensætning.

Taktisk Asset Allocation forsøger – i modsætning til Strategisk Asset Allocation – at tage højde for kortsigtede markedsskævheder. Taktikere vælger at skifte allokering på kort sigt og forsøger at ride med på de gode bølger og skære det værste af nedturene. Ved den strategiske fremgangsmåde vil en afvigelse fra den oprindelige allokering være det samme som at afvige fra den aftalte risikoeksponering, og det skal undgås. I sådanne tilfælde er

der nemlig ikke længere tale om konsekvent brug af investeringsdisciplinen og dermed ingen udsigt til at opnå de ønskede fordele. Problemet med at afvige fra den oprindelige allokering er, at man nødvendigvis må tage udgangspunkt i analyser og subjektive forventninger til markedsudviklingen. Dette stiller høje krav til informationsøgning, analyser og fortolkning af samme. Men det største problem ved den taktiske fremgangsmåde er, at de fleste informationer allerede er priset ind i markederne.

” In essence, it is the surprises that no one sees coming that trigger price movements to establish new equilibriums in the markets. These surprises themselves are random events. Occasionally there are more good surprises than bad, and we have a bull market. Other times the reverse is true, and we have a bear market. There will be bulls and bears, but the evidence indicates, that there is no consistent way to predict the turning points.

Roger Gibson – Asset Allocation – Balancing Financial Risk

Der kan altid komme uventede informationer til markedet. Informationer som for en kort tid kan give skævheder, indtil den nye viden er indarbejdet. Men kernen er, at disse uventede informationer hverken kan indkalkuleres eller forudses.

Markederne vil altid gå op og ned, uden vi kan forudsige hvornår. Der vil altid være investorer, som ved et tilfælde har ramt rigtigt. En god timing vil ofte rokke ved forestillingen om, at det måske alligevel kan lade sig gøre med fordel at 'time' sin investeringsportefølje.

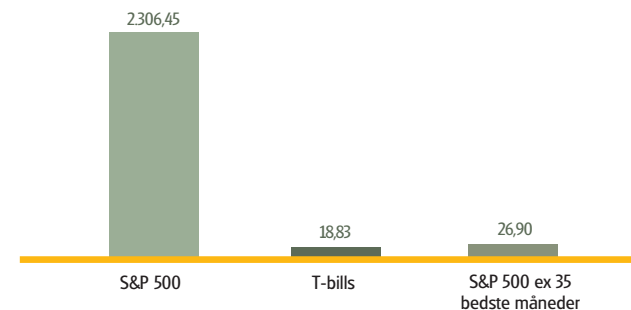
The evidence on investment managers' success with market timing is impressive – and overwhelmingly negative.

Charles D. Ellis – Investment Policy – How to Win the Loser's Game

Erfaringen viser, at aktivklasser med momentum nu, ikke fortsætter med at have samme fordel i fremtiden. Ligeledes vil et dårligt afkast i dag ikke være ensbetydende med et godt afkast senere. Der synes med andre ord ikke at være nogen systematik for de enkelte aktivklassers udvikling. Derudover viser det sig også, at de merafkast taktikere søger, opstår over meget korte tidsperioder.

Nedenstående analyse illustrerer på bedste vis dette udsagn.

Hvad er 1 dollar vokset til fra 1926 til 2006?



Kilde: Ibbotson Associates

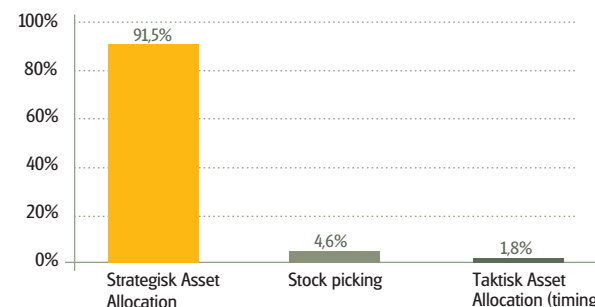
Investeringshuset Ibbotson har beregnet, at 1 dollar investeret i det amerikanske aktieindeks S&P 500 i 1926 var vokset til 2.306,45 dollars i 1997. Hvis samme dollar havde været investeret i amerikanske T-bills (korte statsobligationer), ville afkastet have været markant lavere, nemlig 18,83 dollar. Tager man de 35 bedste måneder (som kun udgør 4% af den samlede tid) ud af tidsperioden, er afkastet stort set på niveau med T-bills. Væksten i afkast opstår med andre ord over meget korte tidsperioder, som man ifølge sagens natur skal være mere end heldig for at ramme.

Akademiske undersøgelser dokumenterer, at gevinsten ved at benytte Taktiske Asset Allocation modeller i bedste fald ædes op af omkostningerne for samme. En taktisk forvaltet portefølje vil som gennemsnit give dårligere afkast end den strategisk forvaltede. Alene på baggrund af omkostninger. Til gengæld kan der være en mindre gevinst at hente ved at identificere og frasortere de dårligste forvaltere. Dermed tildeles midlerne til de forvaltere, der formår at vælge de rigtige aktier (stock picking).

90 procent af udsvingene i afkastet kan forklares gennem resultaterne af Asset Allocation. Henholdsvis to og fem procent skyldes timing og stock picking. Den Strategiske Asset Allocation er derfor den vigtigste faktor, når det gælder styringen af risiko for en given portefølje. Det betyder, at den overordnede investeringspolitik har den største betydning for afkastudsving i aktiverne.

Ovenstående faktum blev første gang påvist i et empirisk studie foretaget af Brinson, Hood og Beehover i 1986. Deres undersøgelse konkluderede, at over 90 procent af afkastudsvingene var en direkte funktion af sammensætningen af de aktivklasser, porteføljerne var investeret i.

Hvad forklarer udsving i afkast?



Kilde: Brinson, et al (1991)

Market timing and security selection are obviously important. The problem is that nobody achieves long-term success in the former, and almost nobody in the latter. Asset allocation is the only factor affecting your investments that you actually can influence.

William Bernstein – The Intelligent Asset Allocator

Vi har forsøgt at afdække nogle af de mange beviser for, at Strategisk Asset Allocation og dermed investeringspolitikken udgør et af de væsentligste bidrag til at forklare afkastudviklingen ved investeringer. De overvældende beviser til trods vælger mange kapitalforvaltere stadig at benytte det todimensionelle syn på aktivallokering. Hovedparten af professionel kapitalforvaltning baserer sig med andre ord på Taktisk Asset Allocation.

Nogle vil måske sige – jamen, begge dele handler jo om Asset Allocation. Hvad er forskellen? Er det ikke blot et spil om ord – og har det væsentlig betydning for afkast og risiko, om det er det ene eller det andet? Til det er der kun at sige, at der er endog meget stor og oftest afgørende forskel på de to metoder.

Strategisk Asset Allocation har den store fordel frem for taktisk allokering, at den strategiske disciplin hverken forsøger at arbejde med eller mod strømmen. I stedet ignoreres strømmen, idet man accepterer, at økonomier går op og ned. Aktivklasserne vælges på en måde, så de bliver optimalt korrelerede. Og strategien fastholdes, uanset udsving i markederne.

No matter what happens, stick to your program. I've said 'Stay the course' a thousand times, and I meant it every time. It is the most important single piece of investment wisdom I can give you."

John C. Bogle – Common Sense on Mutual Funds

Ved at ignorere den psykologiske trang til at tilpasse sig gode eller dårlige tider opnår man på sigt en mere konstant risikospredning i sin portefølje. Og man vil nyde godt af et langt mere stabilt afkast. Det er denne systematiske spredning, med udgangspunkt i kendte sammenhænge mellem forskellige aktivklasser, der er det store fortrin ved Strategisk Asset Allocation.

Spredning uden tilbundsgående viden om aktivklassernes indbyrdes korrelation kan være yderst risikofyldt.

2

Valg af risikoprofil

Betydningen af investors risikoprofil
og omverdensbetingelser

Risikostyring er den mest valgte metode til at undgå insolvens. Kendskab til aktivklassernes og passivsidens fluktuationer er afgørende i denne forbindelse. Netop dette kendskab udgør kernen ved Asset Liability Management og Strategisk Asset Allocation. Risiko opstår, når aktiverne ikke matcher passiverne. Derfor må risikoen måles som et forhold mellem aktivernes og passivsidens udsving. Jo større andel af ikke-matchende aktiver, jo højere risiko for fremtidig insolvens.

Enhver Strategisk Asset Allocation proces tager udgangspunkt i en analyse af investors risikoprofil. Inden for forsikringsselskaber, pensionskasser og livsforsikringsselskaber bestemmes risikoprofilen ud fra et Asset Liability Management (ALM) studie for den enkelte investor. Målet med et sådant ALM-studie er at finde den optimale Asset Allocation. Det vil sige den allokering, som tager optimalt hensyn til hensættelser, lovmæssige krav, risikoprofil, mulige bonusser, rentegarantier, teknisk insolvens etc.

Processen er kompleks, og enhver allokering er individuelt skræddersyet for at imødegå specifikke krav og forhold hos investor. Det giver ingen mening at sammenligne én institutionel investors allokering med en andens. I sin yderste konsekvens kan en allokering, som er perfekt tilpasset den ene være noget nær det modsatte for den anden.

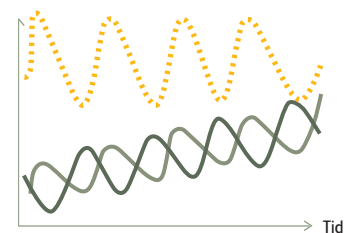
Den generelle udfordring for investor er, at aktiverne skal være større end passiverne. Med andre ord: Investor skal til enhver tid være solvent, som det forlanges af Finanstilsynet.

Tidshorisonten for institutionelle investorer er ofte lang. Og varigheden på investorernes passiver det samme. Efter traditionelle konventioner fordrer den lange tidshorisont en høj andel af aktier. Problemet er, at kravene til solvens skaber begrænsninger i denne sammenhæng. For selv om eksempelvis en pensionskasse har en lang tidshorisont, er formålet med investeringerne at være i stand til at udbetale pensioner – både på kort og lang sigt. Tilmed er den investeringsansvarlige underlagt Finanstilsynets overvågning på kort sigt. Dette modarbejder mulighederne for at fokusere på en lang investeringshorisont og er derfor med til at øve indflydelse på den valgte risikoprofil. Målet er at sikre et stabilt solvensniveau.

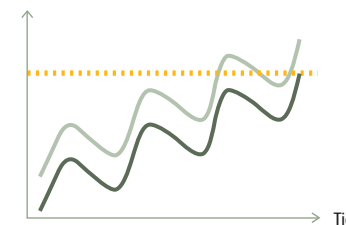
Men hvordan holdes solvensniveauet stabilt over tid? Dette er et essentielt spørgsmål for de fleste institutionelle investorer. Fokus ligger på forskellen mellem aktiver og passiver. For at holde et stabilt solvensniveau må man derfor vælge at investere i aktiver, som formår at matche passiverne. Aktiverne må have samme karakteristika som passiverne. Gennemføres denne strategi har man en situation, hvor aktiverne stiger i værdi, når passiverne stiger i værdi og omvendt. Konsekvenserne af både matchende og ikke-matchende aktiver fremgår af figuren.

Oftentimes er det denne problemstilling, der skaber de største udfordringer, idet der er mangel på veludviklede modeller, som kan forene disse hensyn tilstrækkeligt konsistent.

Når aktiver ikke matcher passiver



Når aktiver matcher passiver



- Solvensbræk (A/L)
- Passiver (L)
- Ikke-matchende aktiver (A)
- Matchende aktiver (A)

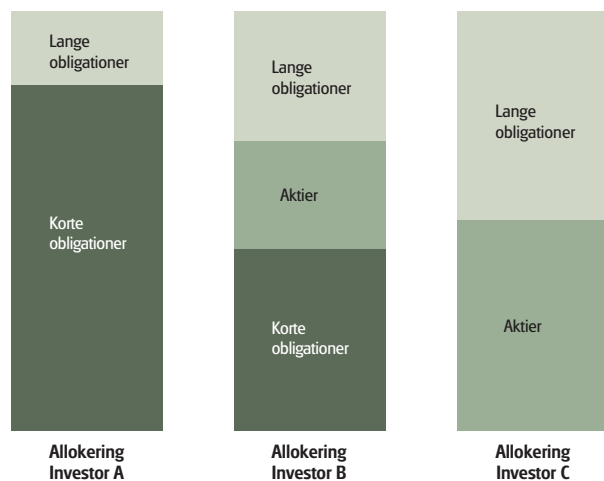
Kilde: Sparinvest

Risikostyring er den mest velegnede metode til at undgå insolvens. Kendskab til aktivklassernes og passivsidens fluktuationer er afgørende i denne forbindelse. Netop dette kendskab udgør kernen ved Asset Liability Management og Strategisk Asset Allocation. Derfor må risikoen måles som et forhold mellem aktivernes og passivernes udsving. Jo større andel af ikke-matchende aktiver, jo højere risiko for fremtidig insolvens. Risikoen kan dog udjævnnes ved at have en højere finansiel buffer. Størrelsen på denne buffer er afhængig af aktivernes størrelse og sammensætning. Matchende aktiver kræver en mindre buffer og omvendt for ikke-matchende aktiver. Solvensen er således styrende for investors risikoprofil.

Finanstilsynet følger udviklingen i selskabernes solvens tæt. Med indførelsen af Finanstilsynets trafiklys har man etableret et fast regelsæt, der er med til at bestemme den grad af risiko, en konkret investor kan påtage sig. En lavere formue på aktivsiden set i forhold til passiver sætter begrænsninger for antallet af tilladte, risikofyldte aktiver. Konsekvensen af lovgivningen er for mange investorer en forholdsvis høj andel af obligationer. Man skal være klar over, at Asset Liability Management medfører individuelt tilpassede allokeringer. Betydningen er, at forskellige institutionelle investorer har forskellige aktivallokeringer, afhængig af deres passivside og finansielle buffer, som det fremgår af nedenstående figur.

Den institutionelle investors risikoprofil bestemmes ud fra et matching princip mellem aktiver og passiver. Dette princip skaber grundlag for den valgte Strategiske Asset Allocation. Veludviklede Asset Allocation modeller tager højde for passivsidens sammensætning, trafiklysscenarier samt den finansielle buffer, når optimale porteføljer beregnes, og investeringspolitikken fastlægges.

Forskellige aktivallokeringer til tre forskellige investortyper



Kilde: Sparinvest

Valg af aktivklasser

Samspillet mellem aktivklasser og passiver

Som hovedregel gælder det om at sprede sig over så mange aktivklasser som muligt. Jo flere valgmuligheder i det overordnede investeringsunivers, jo bedre. Men forud for valg af aktivklasser måles porteføljens risiko og forventede afkast op imod passivside og investors risikoprofil. Det endelige valg er altid baseret på, at aktiverne skal matche passivernes karakteristika, samtidig med at der skabes et merafkast i forhold til passiverne.

Hvilke aktivklasser har en god tilpasning til passiverne? Man kan med rimelighed sige, at obligationer skal være fundamentet i en Strategisk Asset Allocation for hovedparten af institutionelle investorer. Betingelserne er til stede, da obligationer har mange identiske karakteristika set i forhold til passiverne. Men så enkel er verden naturligvis ikke. Varigheden på passiver og solvensniveau vil altid være individuel og specifik for den enkelte investor. Det vil derfor være ønskeligt, at der foretages en allokering til aktivklasser, som på sigt formodes at skabe et merafkast i forhold til passiverne.

At sammensætte en optimal portefølje er en proces, som strækker sig over flere stadier. Væsentligst for denne proces er uden tvivl: Valget af aktivklasser. Den rette sammensætning af aktivklasser har afgørende betydning for porteføljens langsigtede afkast. Som allerede gennemgået må dette valg imidlertid foretages under hensyn til passivside, risikoprofil, investeringshorisont, afkastkrav og eventuelle lovgivningsbestemte eller subjektive begrænsninger.

Forud for valg af aktivklasser måles porteføljens risiko og forventede afkast op imod passivside og investors risikoprofil. Som hovedregel gælder det om at sprede sig over så mange aktivklasser som muligt. Jo flere valgmuligheder i det overordnede investeringsunivers, jo bedre. De vigtigste vurderingskriterier for valg af aktivklasser er: Volatilitet, afkast og korrelation. For at opnå viden omkring disse kriterier anvendes som oftest empiriske data i form af indeks.

Valg af markedsindeks som repræsentant for de valgte aktivklasser har stor betydning for det endelige allokeringforslag. Listen over indeksudbydere er uendelig lang og alle har de udviklet deres egen unikke beregningsmetodik. Det er derfor vigtigt, at man ved implementering af Strategisk Asset Allocation gør sig grundige tanker om, hvilke krav man stiller til de enkelte markedsindeks. Et indeks, for eksempelvis det amerikanske aktiemarked, kan både risiko- og afkastmæssigt afvige meget afhængigt af, hvilken udbyder der vælges.

Udover basale krav omkring datadisciplin og konsistens i opgørelsesmetodik er det ligeledes essentielt, at indekssammensætningen er repræsentativ for det pågældende marked. Det vil sige, om bredden i de underliggende aktiver er tilstrækkelig til at beskrive markedet som helhed. For at forstå og arbejde med disse markedsindeks er det yderligere et krav, at metodikken er veldokumenteret og gennemsigtig. Først derigennem får man mulighed for at vurdere, hvorvidt indekset er velegnet som proxy for den valgte aktivklasse.

Udover selve beregningsmetoden er det vigtigt, at der udvælges dataserier med så lang historik som muligt. Det er klart, at jo længere tilbage i tid indekset strækker sig, desto flere risikoscenarier bliver der indregnet i indeksudviklingen. Dette har stor relevans for beregningen af risiko og korrelation, der udelukkende opgøres på baggrund af den historiske udvikling. Det gælder således om at udvælge indeks, hvor dataserien er tilstrækkelig lang til at omfatte store finansielle begivenheder, såsom oliekriser, børskrak, IT-boble osv. Jo flere af disse hændelser som indgår i de historiske afkastdata, desto højere statistisk signifikans opnår man i de endelige beregninger.

Optimeringsprocessen iværksættes, når der foreligger tilstrækkelig afkasthistorik, og når der er indhentet kendskab til velegnede indeks for de markeder, investor har mulighed for at investere i.

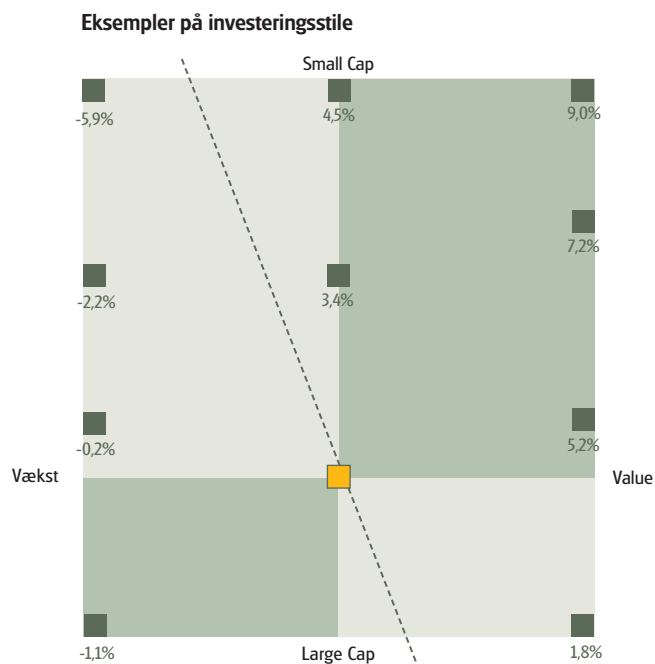
Valg af investeringsstil

Når fundamentet for en fornuftig, systematisk spredning af aktivklasser er på plads, er det tilsvarende vigtigt, at man som investor tager stilling til, hvilken investeringsstil man ønsker at benytte inden for aktieklasserne. Det er vigtigt, at diversifikation også finder sted på dette niveau.

Diversifikation på investeringsstil er forholdsvis nyt i Danmark. Men disciplinen har i mange år været kendt og anvendt i USA. Snderingen for aktier foretages mellem vækst og value samt small cap og large cap (se figur). Nobelprismodtageren William Sharpe har sammen med andre eksperter på området påvist, at netop denne opdeling af markedet har den største forklaringsgrad og den største stabilitet. Opdeling efter eksempelvis sektorer er mere ustabil og ændrer hurtigere karakteristika.

Investor tager stilling til porteføljens miks mellem ovenstående investeringsstile. For at vælge det rette tilt er det ikke nok at benytte sig af empiriske data. I et konkurrencepræget marked må man samtidig tage hensyn til, hvor store afvigelser man kan acceptere i forhold til markedet og egne konkurrenter. Faktum er nemlig, at de forskellige grupperinger opfører sig yderst forskelligt i forhold til hinanden. Især på kort sigt.

Økonomerne Fama og French påviste i 1992, at valueaktier – defineret som aktier med lav kurs/indre værdi – gav væsentlig højere afkast end vækstaktier på lang sigt. Analysen påviste samtidig, at small cap aktier gav højere afkast end large cap aktier. Lakonishok har senere fremført, at ovennævnte tilmed sker med lavere risiko. Denne kendsgerning har fået flere til at spekulere over, om det er muligt at opnå merafkast på aktieinvesteringerne ved at eksponere sig relativt mere mod value- og small cap aktier.



Kilde: Kenneth French. Data 1963-2006

Konklusionen på Fama og Frenchs analyse er gengivet i figuren ovenfor, som viser merafkast i forhold til det gennemsnitlige markedsafkast. Den stiplede linie symboliserer de porteføljer, der forventes at give markedsneutral afkast. De to faktorer indbyrdes påvirkning ophæver hinanden på denne linie. Porteføljer 'nordøst' for den stiplede linie vil generere merafkast i forhold til markedet. Fama og Frenchs argument for dette faktum er, at aktier 'nordøst' for den stiplede linie er mere risikable og derfor også skal give et højere afkast. Men Lakonishok og andre stiller sig altså tvivlende over for, om der reelt er højere risiko. Derfor tyder en del på, at der kan opnås et relativt merafkast i

det 'nordøstlige' kvadrat uden at påtage sig en større risiko. Der synes i hvert tilfælde at være et argument for til hver en tid at have en overeksponering af value- og small cap aktier i porteføljen.

Efter at have foretaget allokeringen med udgangspunkt i investors risikoprofil, og efter at have foretaget strategiske beslutninger omkring investeringsstil, er man i stand til at formulere en målportefølje opdelt på aktivklasser og investeringsstil.

Målporteføljen indarbejdes i en investeringspolitik, som typisk godkendes af den institutionelle investors bestyrelse. For pensionskassers vedkommende vil godkendelsen foretages i samråd med den ansvarshavende aktuar. Dokumentet for godkendelsen omhandler de investeringsrelaterede målsætninger, risikoprofil, valgte aktivklasser, håndtering af valutaeksponering, kriterier for mandatudvælgelse, strategi for rebalancering samt en række andre centrale forhold. Dette dokument bliver således styrende for videreførelsen af den valgte Strategiske Asset Allocation.

Valg af mandater

Om at føre den valgte allokering og risikoprofil igennem til den endelige portefølje

Det er altafgørende, at mandatvalget matcher de valgte karakteristika for aktivklasserne samt den valgte stileksponering. Der findes flere forskellige metoder til udvælgelse af mandater. Den Afkastbaserede Style Analyse er et godt værktøj til at screene mandater og frasortere de dårligst egnede. Det giver rum for en dybere analyse og udvælgelse af de mest velegnede mandater. Derudover er det et objektive instrument til kontinuerlig overvågning af både interne og eksterne mandater. Det sikres dermed, at mandatvalg og eksponering ikke afviger fra de forudsætnings porteføljen er optimeret ud fra. Og dermed at den valgte strategi følges stringent.

Valg af mandater er afgørende for at kunne gennemføre den valgte strategi. Den konkrete allokering og risikoprofil må føres igennem hele vejen ud til den endelige portefølje. Dette stiller krav til mandatvalget, som skal matche de valgte karakteristika for aktivklasserne samt den valgte stileksponering. Også i årene efter mandatvalget må man sikre, at opfølgning og vedligeholdelse af porteføljen ikke fraviger den oprindeligt valgte strategi. Men hvordan sorterer og udvælger man de bedste og mest konsistente managers?

Man behøver ikke at gå længere tilbage end til IT-boblen for at konstatere, at investorerne i stor udstrækning fraveg en fornuftig allokering ved i stort omfang at vælge managers og porteføljer, som alene var rettet mod vækstaktier. Mandatvalget er derfor af afgørende betydning, ligesom det er vigtigt at kende og differentiere sig på de enkelte mandaters eksponering.

Afkastbaseret Style Analyse er et godt værktøj til brug for institutionelle investorers valg og overvågning af eksterne mandater. Metoden blev introduceret af William Sharpe i 1988 uden dog at få den store opmærksomhed i første omgang. Først i anden halvdel af halvfemserne begyndte metoden at blive endog meget flittigt anvendt af institutionelle investorer i USA. Modellen benyttes primært af investorer, som arbejder efter Markowitz' Asset Allocation principper. Men den anvendes også af investorer, som ønsker et objektivi instrument til evaluering af interne og eksterne kapitalforvaltere.

Metoden er kvantitativ og tager udgangspunkt i afkastdata for en fond eller en portefølje. Hensigten hermed er at afsløre eksponeringen i både geografiske markeder, kapitaliseringsgrader, vækst og valueaktier. Metodens forcer er en teoretisk og beregningsmæssig simpel opbygning, som i forhold til beholdningsbaserede analyser skyder elegant genvej ved udelukkende at fokusere på afkasttal.

Når investor har valget mellem mange hundrede fonde, vil den Afkastbaserede Style Analyse kunne screene udbuddet i forhold til eksponering. På denne måde kan valget af fonde nøje afstemmes med den valgte allokering i relation til dennes aktivklasse- og stileksponering. Denne konsekvens er afgørende i forhold til risikostyringen af porteføljen og nødvendig for at kunne bevare en stringent proces.

Style Analysen sikrer, at det første store skridt i udvælgelsesprocessen går i den rigtige retning. Efterfølgende kan analysen gå i dybden med de fonde og mandater, som vurderes at passe bedst på investors kriterier. Som institutionel investor vil man typisk arbejde med flere forskellige interne og eksterne mandater. Alt efter hvem der anses for mest velegnet på de forskellige markeder og aktivklasser. For at fuldføre den valgte allokering vil det derfor være nødvendigt kontinuerligt at overvåge de interne og eksterne mandater. Dermed undgår man konsekvenserne af en situation, hvor for eksempel porteføljemanagerne hos mere end én forvalter 'forelsker' sig i samme aktie eller marked. Hvis investor ikke er opmærksom på denne problemstilling, risikerer man at blive overeksponeret inden for en konkret aktivklasse eller stil.

Style Analyse af afkastet fra det interne og eksterne mandat vil også afsløre, om porteføljemanageren er tro mod sin egen strategi. Eller om der forekommer såkaldt 'styledrift'. Styledrift er uønsket i Strategisk Asset Allocation sammenhæng. Konsekvensen af styledrift er en ændring af risikoeksponeringen i den overordnede portefølje og dermed også en ændring af de forudsætninger, som porteføljen er optimeret ud fra. Det er derfor afgørende at bevare en stringent strategi for mandatudvælgelses- og evalueringsniveau.



Rebalancering

Fastholdelse af det strategiske udgangspunkt

Det er afgørende, at porteføljen med jævne mellemrum bringes i overensstemmelse med sit strategiske udgangspunkt. Kun sådan bevares den oprindeligt fastlagte risikoprofil. Institutionelle investorer vil typisk benytte halv- eller helårlig rebalancering. I den årlige analyse af passivsideen afdækkes eventuelle behov for at justere det strategiske udgangspunkt.

Når der forekommer markedsudsving i de enkelte aktivklasser, er det nødvendigt at rebalancere porteføljen. Dels på grund af lovgivningens begrænsninger og for at sikre at porteføljen med jævne mellemrum bringes i overensstemmelse med sit strategiske udgangspunkt. Hvis aktierne eksempelvis stiger over en periode, mens obligationerne er uforandrede, må aktieandelen nedbringes, og midlerne investeres i obligationer. Hvis man undlader at foretage denne rebalancering, vil porteføljen over tid have en anderledes risiko, og dermed profil, end den oprindeligt fastlagte.

Der findes ingen anerkendt akademisk regel for, hvor ofte porteføljen bør rebalanceres. Men hyppigheden skal naturligvis sættes op imod omkostningerne ved at omlægge porteføljen. Der er foretaget mange analyser inden for dette område, og resultaterne er næsten lige så mange. Men de fleste peger i retning af at rebalancere hvert halve eller hele år.

Institutionelle investorer bør anvende en halvårlig rebalancering. Dette har en stabiliserende effekt på afkastet og vil samtidig give den bedste styring af risiko og måling i relation til Finanstilsynets trafiklys. Dog vil cash-flow i perioden være med til at stabilisere og dermed mindske behovet for rebalancering. Indbetalinger fra medlemmerne vil naturligt kunne anvendes til at investere i de aktivklasser, der som følge af markedsudsving er undervægtede. Udbetalinger søges tilvejebragt ved at afhænde investeringer, der på grund af markedsudsving udgør en for stor andel af den samlede portefølje.

An important assumption underlies all of the portfolio discussions thus far: that at the end of each year, the investor rebalances the portfolio back to the target compositions. If a particular asset has done extraordinarily well, its portfolio weighting will increase; consequently, enough of it must be sold and reinvested in the poorly performing assets, to return to the target composition. [...] You cannot underestimate the amount of discipline and patience required for this process, because it means doing exactly the opposite of what most of the investment world, almost all of whom are professionals and experts, is doing.

William Bernstein – The Intelligent Asset Allocator

Kan rebalancering undgås? Svaret er nej. Med tiden vil porteføljen altid ændre sig og få en anderledes vægtning. Porteføljen indeholder de samme aktiver, men den nye vægtning resulterer i en højere usikkerhed og en øget risikoeksponering. Rebalanceringen er således med til at bringe porteføljen tilbage til udgangspunktet og derigennem mindske

usikkerheden. En rebalanceringspolitik har dermed betydning uanset hvilken metodik, der anvendes. For eksempel kunne der være tale om en strategisk allokering +/- en fastsat procentgrænse. Man kunne for eksempel vælge en 5 procents grænse eller rebalancere med en fastsat frekvens én gang årligt. Hvis man arbejder med for brede grænser eller for lange intervaller, udviskes rebalanceringspolitikken og bliver nærmere virkningsløs. For stramme grænser eller for korte intervaller mellem rebalanceringerne er bestemt heller ikke ønskeligt, da der er handelsomkostninger at tage hensyn til.

I figurerne ses effekterne af en Strategisk Asset Allocation med 20 procent globale aktier og 80 procent danske obligationer. Grænsen for rebalancering er valgt til +/- 5 procent.

Som det fremgår, giver den passive rebalanceringsstrategi et højere afkast og lavere volatilitet end køb-og-behold porteføljen i samme periode.

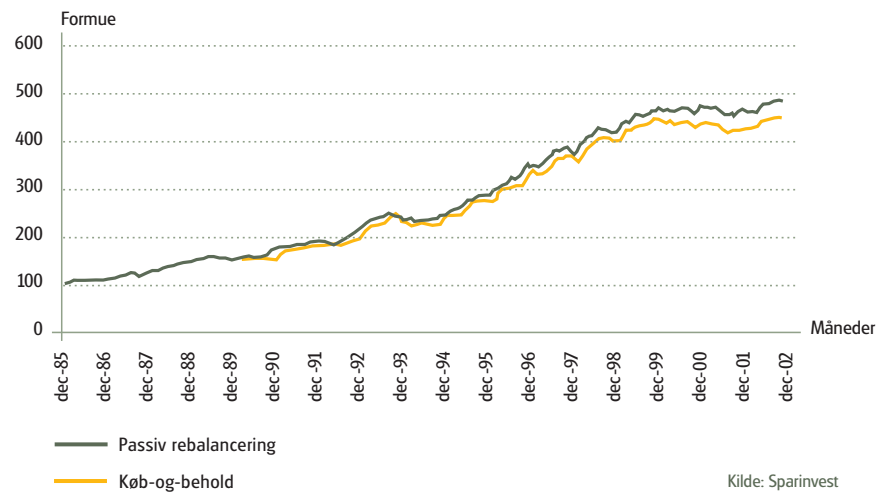
Eksempel på passiv rebalancering kontra køb-og-behold

	køb-og-behold	Passiv rebalancering *
Gennemsnitligt afkast	3,59%	3,77%
Volatilitet	2,65%	2,61%
Sharpe ratio	1,35	1,44
Antal rebalanceringer		10

* Netto transaktionsomkostninger

Kilde: Sparinvest

Eksempel på formuetilvækst ved passiv rebalancering kontra køb-og-behold



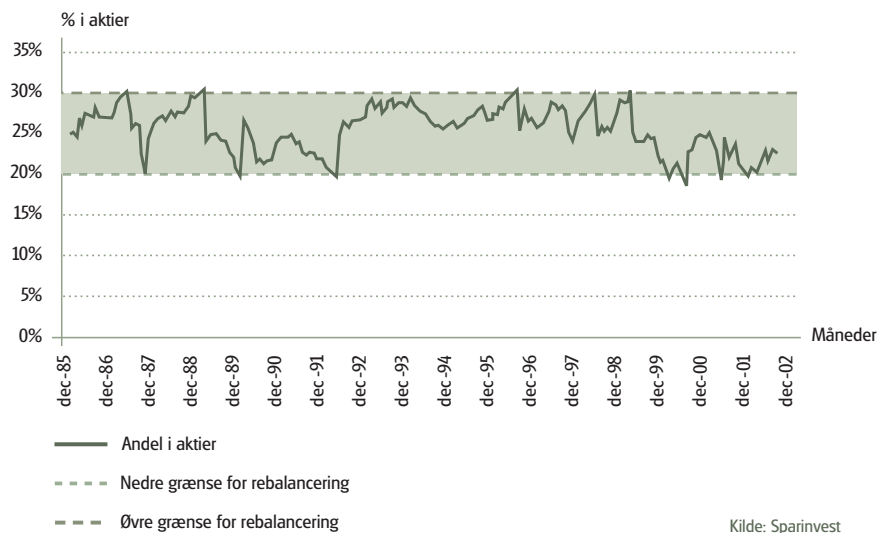
Kilde: Sparinvest

Målet med rebalancering er selvfølgelig risikostyringen, men sidegevinsten er altså, at rebalancering på sigt også giver et merafkast.

I praksis bør rebalancering altid udføres i forbindelse med en årlig Asset Liability Management og Strategisk Asset Allocation gennemgang.

I den årlige gennemgang indgår også udviklingen i passivsiden. En analyse af passivsiden kan afdække et behov for at justere det strategiske udgangspunkt. Der er således ikke alene tale om en årlig rebalancering, men eventuelt også om en justering af den valgte strategi.

Andel i aktier ved passiv rebalancering



Kilde: Sparinvest

Hvorfor bruger alle ikke Strategisk Asset Allocation?

Skal man lade tro og holdninger komme forud for
teoretisk og praktisk baseret viden?

De fleste investorer benytter en eller anden form for risikospredning. Men spredning uden hensyn til passiver og uden hensyn til aktivklassernes indbyrdes korrelation er desværre ikke nok. Spredningen må foretages ud fra en overordnet systematik, hvis man ønsker en optimal og kontrolleret effekt af diversifikationen. Jagten på morgendagens nye og spændende aktivklasser er både fascinerende og spændende. Men hvad betyder spændingen, hvis gevinsten i bedste fald ædes op af omkostninger? Og risikoen for teknisk insolvens tilmed øges, hver gang man sætter sikkerheden over styr ved at følge de 'rigtige strømme' uden hensyn til passivside. Hvorfor vælger mange så alligevel at tage denne risiko?

Mange investorer tror rent faktisk, at det lader sig gøre at 'time' markedet...

Eksemplerne findes. Men det er de færreste, der har bevist, at det faktisk kan lade sig gøre konsistent over tid at 'time' markedet. Beviserne for det modsatte er der til gengæld masser af. Der er stor risiko for at ende op med en portefølje, som er kendetegnet ved alt for lav stabilitet i forhold til risikoeksponeringen. Måske endda med skæv tilpasning mellem aktiv- og passivside. En sådan portefølje har stor sandsynlighed for at møde Finanstilsynets røde lys.

Mange investorer undervurderer effekten af diversificering...

Risikospredning er ikke et nyt begreb. Enhver investor benytter sig af en eller anden form for spredning. Men spredning alene er utilstrækkelig til at opnå en optimal og kontrolleret effekt af diversifikationen. En sikker spredning må vælges ud fra bevidste sammenhænge mellem aktivklasserne. Der er stor forskel på, om spredningen er systematisk udvalgt eller om den er foretaget ud fra tro eller holdninger. Selv om disse holdninger kan være nok så veldokumenterede lige nu. En korrekt spredning tager hensyn til, at forskellige investeringsmål kræver forskellige allokeringer, samt at spredningen skal udarbejdes med kraftig skelen til passiverne.

Mange investorer og forvaltere synes det er kedeligt...

Her har vi fat i en yderst menneskelig argumentation. Det er spændende at spekulere og ramme rigtigt. Spørgsmålet er imidlertid, om det er rigtigt at tage hensyn til denne spænding? Måske er det mere rigtigt at kunne forklare 90% af afkastudsvingene? Eller lade sig begejstre over stabile gode resultater? Målet må være, at den institutionelle investor til enhver tid er i stand til at udbetale tilgodehavener. Uden at skulle tænke over, om dette er muligt i dag eller i morgen.

Mange investorer vælger at følge med tidens strømninger...

Mange forvaltere og investorer bruger tid på at jage nye og spændende investeringer. Denne trend trækker ofte andre forvaltere og investorer

med sig i begejstringens kølvand. For tænk hvis man har fundet den nyeste 'lovede aktivklasse' eller det næste 'spændende produkt'. De færreste bryder sig om at gå glip af at ride med på en bølge. Man behøver blot at kigge tilbage på IT-boblens eufori for at se billedet klart for sig. Mange investorer måler performance op imod hinanden. Det er tilfredsstillende at ligge i toppen. Uanset om der er gode eller dårlig konjunkturer. Men desværre sker denne sammenligning uden tilstrækkelig skelen til, at investorerne har forskellige forpligtigelser og derfor forskellige krav til den enkeltes allokeringer og performance.

Det kræver mod at gøre det modsatte af alle andre. Og det kræver udholdenhed at gennemføre en rendyrket Strategisk Asset Allocation og investeringspolitik.

Forhåbentlig har denne bog givet et kort og interessant overblik over tankegangen og principperne bag Asset Liability Management, Strategisk Asset Allocation og Afkastbaseret Style Analyse.

Vores håb er, at ordene og tankerne i denne bog har været med til at skærpe appetitten for at arbejde videre ud fra de beskrevne principper. Og at vi derigennem kan dele vores begejstring og resultater med flere.

Litteraturliste

Bogle, John C., 1999, 'Common Sense on Mutual Funds', John Wiley & Sons Inc

Bernstein, William J., 2000, 'The Intelligent Asset Allocator: How to Build Your Portfolio to Maximise Returns and Minimize Risk', McGraw-Hill

Brinson, Gary P., Randolph L. Hood und Gilbert L. Beebower, 1986, 'Determinants of Portfolio Performance', Financial Analyst Journal July/August

Brinson, Gary P., Brian D. Singer und Gilbert L. Beebower, 1991, 'Determinants of Portfolio Performance II: An Update', Financial Analyst Journal May/June

Ellis, Charles D., 1992, 'Investment Policy – How to Win the Loser's Game', Irwin Professional Pub, 2nd Ed.

Fama, Eugene und Kenneth French, 1998, 'Value versus Growth: The International Evidence', Journal of Finance

Gibson, Roger C., 2000, 'Asset Allocation – Balancing Financial Risk', McGraw-Hill 3rd Ed.

Ibbotson Associates, 1998, 'Stocks, Bonds, Bills, and Inflation', Ibbotson Associates

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer und Robert W. Vishny, 1994, 'Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk', Journal of Finance, December

Markowitz, Harry, 1952, 'Portfolio Selection', Journal of Finance 7, 77-91

Sharpe, William F., 1964, 'Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk', Journal of Finance 19, 425-42

Sharpe, William F., 1966, 'Mutual Fund Performance', Journal of Business, 119-38

Sharpe, William F., 1992, 'Asset allocation: Management style and performance measurement', Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19

Sharpe, William F., 1994, 'The Sharpe Ratio', Journal of Portfolio Management, Fall, 49-58

