

Markedsanalyse

15. december 2017

Sektorallokering i aktieporteføljen

Af Martin Jespersen
Investeringschef
| martin.jespersen@skandia.dk |

Aktiv forvaltning tager ofte udgangspunkt i det, som kaldes en "bottom up"-proces. Det betyder, at fokus er på at udvælge de enkelte selskaber, der rummer det bedste afkastpotentiale for derigennem at skabe et merafkast i forhold til den generelle markedsudvikling. I Skandia drager vi fordel af denne tilgang gennem udvælgelse af aktive forvaltere. Historisk har vi "krydret" denne tilgang med løbende at over- eller undervægte de forskellige regioner. Det sidste karakteriseres som en "top down"-proces. Men i takt med, at den globale økonomiske vækst er blevet mere synkroniseret de seneste år, er det blevet sværere at skabe merafkast ad denne vej. Derfor tilføjer vi nu en ekstra cylinder på vores afkastmotor i form af en sektorallokering. I denne analyse kan du læse mere om baggrunden for vores nye sektorstrategi.

Hvorfor køre på flere cylindre?

Vi har gennem årene draget værdi af at kombinere brugen af aktive forvaltere med et aktivt syn på, hvilke regioner der aktuelt rummer de bedste afkastmuligheder. Det skyldes dels, at de hver især har bidraget positivt til vores merafkast, men også fordi vi bliver mindre sårbare, når vi ikke baserer vores merafkast alene på den ene af de to strategier.

Det sidste argument er et af de væsentligste argumenter for at søge en ekstra cylinder til vores afkastmotor på aktier. En ekstra cylinder vil gøre os endnu mindre sårbare i vores arbejde med at skabe et merafkast i aktieporteføljen. Det kan illustreres med et lille eksempel.

Hvis vi har to forskellige strategier i vores aktieportefølje, der hver fylder 50 procent, og hver har en tracking error¹ på 3 procent, vil den samlede tracking error være 2,1 procent, forudsat de to strategier er uafhængige. Hvis indsatsen i stedet øges til tre strategier med en tredjedel til hver strategi (og 3 procent i tracking error) vil porteføljens samlede tracking error reduceres til 1,7 procent, forudsat at de tre strategier er ukorrelerede. Tilføjelsen af en ekstra cylinder kan således reducere vores tracking error uden samtidig at reducere det forventede merafkast.

It's the magic of diversification.

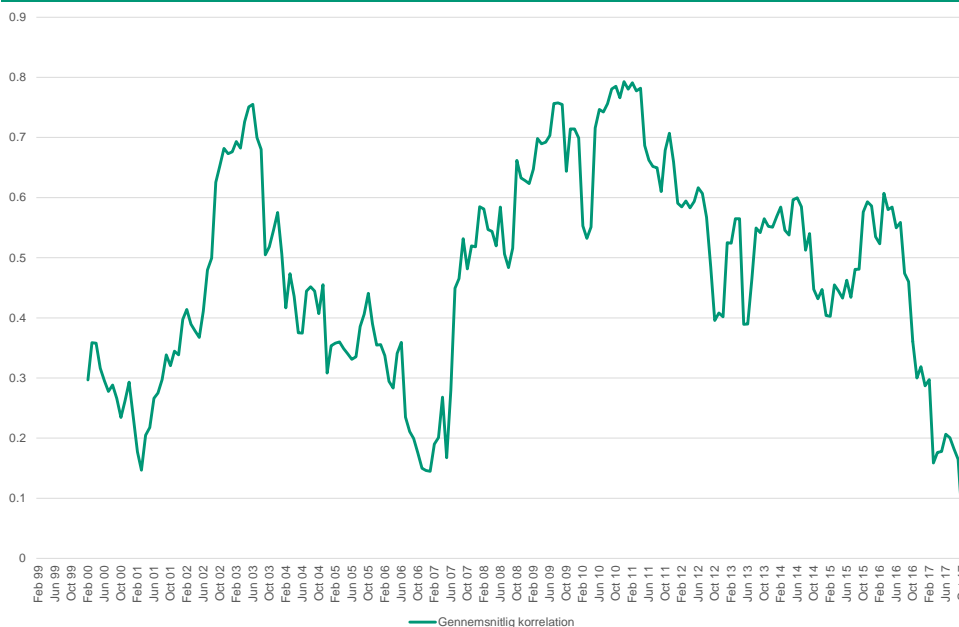
¹ Tracking error er et mål for afvigelserne fra et benchmark – typisk som følge af en aktiv forvaltning. Den måler standardafvigelsen på merafkastet.

Hvorfor fokusere på sektorallokering

Vi har valgt at bruge sektorallokering som den ekstra cylinder i vores afkastmotor, fordi vi vurderer, at man gennem en top down-proces kan skabe et attraktivt merafkast med den rigtige tilgang.

Faktisk tror vi på, at der i de kommende år vil være gode muligheder for at skabe merafkast på over- og undervægtning af sektorer. Vi ser et stigende potentiale for at skabe merafkast via sektorallokering. En af de primære forudsætninger for at skabe et merafkast gennem sektorallokeringer er en relativ lav samvariation mellem sektorerne, da det vil være ensbetydende med, at nogle sektorer kan klare sig godt, mens andre klarer sig mindre godt. I nedenstående graf har vi illustreret det rullende gennemsnit af de 45 korrelationer mellem ti amerikanske aktiesektorer.

Graf 1 | Rullende årlig korrelation mellem aktiesektorer



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

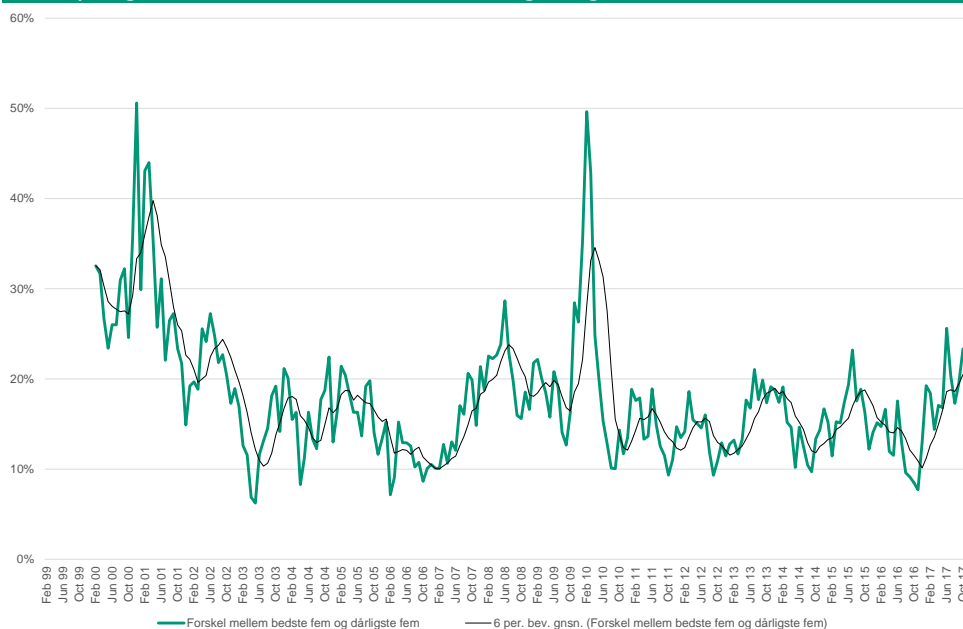
Grafen viser, at den gennemsnitlige korrelation mellem aktiesektorerne i USA aktuelt er på det laveste niveau siden årtusindskiftet. Det er en klar indikation af mulighederne for at skabe merafkast på en aktiv sektorstrategi.

De to sidste gange, den gennemsnitlige korrelation var på tilsvarende lave niveauer, var umiddelbart op til den bristede IT-boble og nedturen i 2008. Vi tror ikke nødvendigvis, at grafen den vej rundt indikerer et forestående krak, men nærmere at behovet for at skelne mellem forskellige sektorer stiger, når den generelle værdiansættelse bliver høj.

En anden måde at vurdere potentialet for en sektorstrategi er at kigge på afkastforskellene mellem de bedste og dårligste sektorer. Det har vi gjort ved at beregne det gennemsnitlige årlige afkast på de fem bedste ud af ti amerikanske sektorer og

fratrække det gennemsnitlige afkast på de fem dårligste. Det har vi illustreret i graf 2.

Graf 2 | Årlig afkastforskel mellem de bedste fem og dårligste fem sektorer



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Grafen viser tydeligt, at vi over det sidste år har set en stigende forskel mellem afkastene på de gode og dårlige sektorer. Denne tendens bliver endnu mere markant set i lyset af en generelt lavere volatilitet på aktiemarkederne, der taler for lavere afkastforskelle end normalt.

Det er altså vores vurdering, at en sektorstrategi rummer gode muligheder for at komplementere vores nuværende brug af aktive forvaltere og regionsstrategi. Samtidig tror vi på, at der de kommende år vil være ekstra gode muligheder for at skabe et attraktivt merafkast via en sektorstrategi.

Hvordan træffer vi vores sektorholdninger?

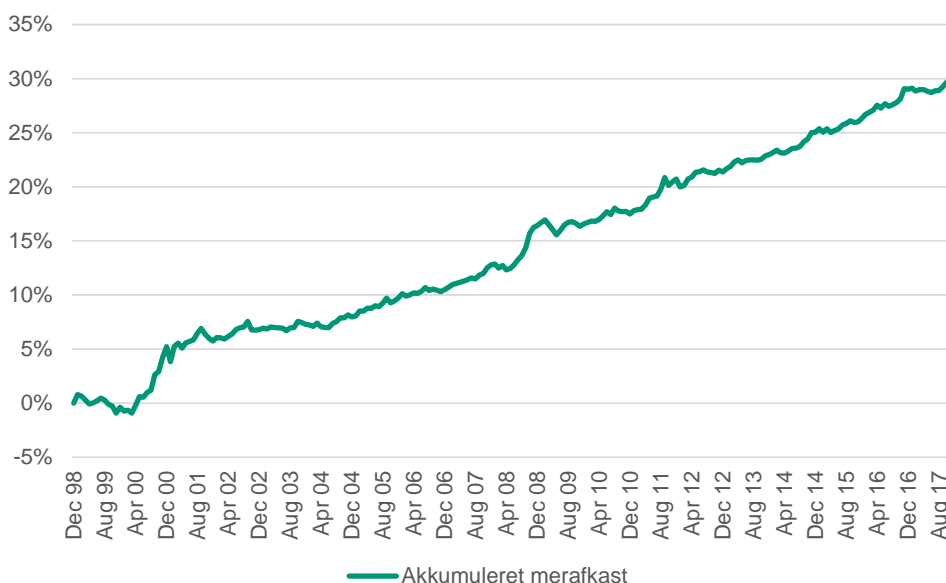
Det er betydeligt mere komplekst og ressourcekrævende at forfølge en sektorstrategi end en regionsstrategi. Det skyldes, at vi på sektorniveau skal et stykke dybere ned i de makroøkonomiske tendenser, men ikke mindst også har behov for at vurdere, hvordan det påvirker de enkelte industrier. Samtidig er sektorniveauet i højere grad præget af både sekulære og cykliske trends.

Derfor har vi valgt at samarbejde med et uafhængigt analysehus som sparringspartner for vores sektorstrategi. Valget er faldet på BCA Research, som er et canadisk analysehus. BCA Research blev etableret i 1949 og fokuserer på at forudse tendenser i økonomien og på de finansielle markeder. BCA Research dækker de fleste finansielle aktiver med et udpræget top down-fokus.

Selvom BCA Research ikke fungerer som forvalter, men som en slags rådgiver, er valget af dem baseret på de samme principper, der ligger bag vores valg af aktive

forvaltere. BCA Research har gennem en årrække dokumenteret deres sektor anbefalinger, hvilket har gjort det muligt at evaluere både den historiske performance og de processer, der ligger bag. På mange måder er det nemmere at vurdere processerne i BCA Research end hos traditionelle forvaltere, da alle anbefalinger er dokumenteret gennem artikler, som de har publiceret løbende. Den historiske værdiskabelse er illustreret i nedenstående graf.

Graf 3 | Merafkast på sektorstrategi fra BCA Research



Kilde: BCA Research, Bloomberg og egne beregninger

Det fremgår, at værdiskabelsen gennem sektorallokeringen har været ganske stabil over tid. Det gennemsnitlige årlige merafkast har i perioden ligget på omkring 1,5 procent om året. For en portefølje med 50 procent aktier svarer det til et årligt merafkast på 0,75 procentpoint.

Der er dog to tidspunkter, der stikker positivt ud. Det første er i forbindelse med IT-boblen, og det andet er i forbindelse med de massive fald i 2008. Som tidligere illustreret var det begge tidspunkter, hvor samvariationen mellem de enkelte sektorer var meget lav op til faldet, hvilket også gør sig gældende i dag. Vi har derfor ekstra god tro på, at sektor anbefalingerne fra BCA Research i den kommende periode vil bidrage fornuftigt til vores merafkast på aktieinvesteringerne.

Hvordan implementerer vi vores sektorstrategi?

Det mest nærliggende vil være at reducere vores allokering til aktive forvaltere og til vores regionsallokeringer for at skabe plads til vores nye sektorstrategi. Det vil dog samtidig reducere værdiskabelsen fra disse to elementer.

Derfor har vi valgt at udnytte, at indførelsen af en sektorstrategi diversificerer vores eksisterende aktive forvaltere og regionsstrategi. Det gør det muligt at indføre sek-

torstrategien som et futureoverlay² uden at påvirke den samlede tracking error i vores aktiemandat nævneværdigt. Historisk har tracking error på sektorstrategien været 1 procent. Hvis, som vi forventer, at denne tracking error er ukorreleret med merafkastet fra vores eksisterende aktive forvaltere og regionsstrategi, vil vores samlede tracking error kun stige med omkring 0,25 procentpoint ved at indføre sektorstrategien som et futureoverlay.

I praksis betyder det, at vi netto ikke vil være eksponeret mod den generelle markedsudvikling, da en overvægt og dermed lang position altid vil være parret med en undervægt og dermed en kort position. Summen af korte og lange positioner defineres som en bruttoposition. Størrelsen af bruttopositionen vil variere over tid afhængigt af, hvor mange og hvor stærke kaldene er på de enkelte sektorer.

Vores holdninger er baseret på de overordnede 11 GICS sektorer, der fremgår af nedenstående tabel.

Tabel 1 | Globale sektorer

Energi
Råvarer
Industri
Cyklisk forbrug
Stabilt forbrug
Medicinal og sundhed
Finans
IT
Telekommunikation
Forsyning
Ejendomme

Kilde: MSCI / S&P

Konklusion

I Skandia arbejder vi løbende på at forbedre og forfine vores investeringsstrategi for at skabe de bedste muligheder for at levere attraktive og konkurrencedygtige afkast til vores kunder.

Et vigtigt element i dette arbejde er at forsøge at udnytte en række forskellige og ukorrelerede strategier til at skabe et merafkast. Netop dette har været udgangspunktet for, at vi nu sætter en ekstra cylinder på vores aktiemotor i form for en sektorstrategi.

Det er vores vurdering, at en sektorstrategi de kommende år har specielt gode muligheder for at levere attraktive merafkast til vores aktieportefølje, da korrelationerne mellem sektorer aktuelt er på et meget lavt niveau, hvilket skaber ekstra gunstige muligheder.

² Via et futureoverlay er det muligt at implementere anbefalingerne uden at binde penge til investeringerne. Det sker ved at implementere overvægte gennem et køb af en sektorfuture og implementere undervægte gennem et salg af en sektorfuture.

Sektorstrategien fastlægges i samarbejde med BCA Research, der er et af verdens førende huse for uafhængig finansiel research. I praksis implementeres strategien som et futureoverlay til vores eksisterende aktieportefølje. Diversifikationen i forhold til vores øvrige strategier i aktieporteføljen betyder, at dette kan ske uden at øge den samlede tracking error væsentligt.

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.