



Håndtering af indeksporteføljer under den nuværende markedssituation

*Af Senior Porteføljemanager Jacob Loiborg
Sparindex, november 2008*

Hvordan gør vi generelt?

Der findes grundlæggende to forskellige måder at indeksere porteføljer på. Hvis porteføljen følger et benchmark, som indeholder et begrænset antal papirer, og porteføljen har en rimelig størrelse, vil det være muligt at foretage det, der betegnes som en "replikering" af benchmark. I det tilfælde behøver man næsten ikke et porteføljestyringsystem, da man blot kopierer benchmark, så aktiernes vægte i porteføljen er identiske med benchmarkvægtene.

I Sparindex er det imidlertid kun Sparindex OMXC20, som har et så smalt benchmark. De øvrige porteføljer styres alle efter den anden metode, som man kalder "sampling". Her vælger man kun at investere i nogle af aktierne i benchmark, og man tager bevidst en overvægt i nogle af aktierne. Den overvægt, man tager, skal kompensere for undervægten i andre aktier. Derfor er det vigtigt, at de aktier, som man tager overvægte i, på rimelig vis agerer på samme måde som de aktier, man bevidst undlader at investere i. For uanset om man "replikerer" eller "sampler" et benchmark, så er hensigten i

Sparindex altid at opnå et afkast, som følger benchmark.

I Sparindex bruger vi et porteføljestyringsystem fra MSCIBarra. Det hjælper med at sammensætte porteføljer, som følger benchmark, uden at man skal investere i alle aktierne. I praksis har vi en gennemgående portefølje, og vi foretager kun handler, når det er nødvendigt, dvs. eksempelvis når investorer køber eller sælger investeringsforeningsbeviser, eller når anden form for cashflow rammer porteføljen. Når vi handler, bruger vi Barra til at finde de aktier, vi skal handle i. Det primære nøgletal, som Barra benytter, når den skal udvælge aktierne, er det begreb, der hedder tracking error. Tracking error er blot standardafvigelsen på forskellen mellem porteføljeafkast og benchmarkafkast. Det er denne tracking error, som vi i Sparindex holder øje med. Jo lavere tracking error, jo tættere kan vi forvente, at vores afkast vil være på benchmark.

Tracking error kan beregnes historisk (ex post), eller som et fremadrettet estimat (ex ante) med udgangspunkt i nuværende portefølje og benchmark.

I Sparindex arbejder vi med følgende fremadrettede rammer:

Tabel 1:

Afdelingstype	Maks. TE p.a. (ex ante)
Growth	2,25 %
Value	2,00 %
Small Cap	4,00 %
Dow Jones Sustainability	1,20 %
World Hedged	1,40 %
OMX C20	0,95 %

I øjeblikket er vores fremadrettede tracking error i afdelingerne generelt en del lavere end de rammer, der er angivet i tabellen. Forhåbentligt vil den observerede tracking error være i nogenlunde overensstemmelse med den estimerede, men det er der på ingen måder nogen garanti for. Indtil videre har det vist sig at holde stik, men eftersom porteføljestyringssystemet i vid udstrækning er baseret på historik, er det under forudsætning af, at den kommende markedssituation ikke afviger markant fra den historiske.

Den nuværende markedssituation giver udfordringer

I medierne bliver man i øjeblikket bombarderet med nyheder fra den finansielle verden. Aktierne bevæger sig hastigt op og ned, og det hele ser lidt kaotisk ud. Det kan være svært for menigmand at danne sig et indtryk af, om dette er medieskabt, eller om de finansielle markeder reelt er kaotiske. Fakta er, at udsvingene i aktiemarkederne er historisk høje. Vi har på det seneste set adskillige større stigninger og fald på enkelt dage, som ikke er set lignende historisk. Alvoren bliver understreget af udviklingen i VIX-indexet, som er et volatilitetsindeks, der angiver investorernes forventning til volatiliteten i nær fremtid. Dette indeks er på sit højeste niveau i de 20 år, det har eksisteret, og vil formentligt også have været på sit hø-

jeste, selv hvis indekset gik 50 år tilbage. Store selskaber med mange hundrede tusinde ansatte har fra sidelinjen kunnet se deres aktiekurs blive pulveriseret, og i nogle tilfælde er det endt i konkurs eller statsovertagelse.

I Sparindex følger vi naturligvis situationen nøje. Først og fremmest holder vi øje med de store kurstab, som vores investorer er blevet ramt af i forbindelse med krisen. Vores fokus er på at opnå et afkast som benchmark, da det er det, vores investorer forventer af os, og den opgave har vi generelt løst tilfredsstillende. Men denne udfordring er i imidlertid blevet markant større i takt med, at volatiliteten i aktiemarkedet er steget. Når volatiliteten stiger, så stiger tracking error nemlig også.

Endvidere må vi konstatere, at den øjeblikkelige markedssituation er så speciel, at de seneste års historiske observationer formentligt ikke er særligt retvisende for fremtiden. Samlet betyder det, at den opgave, som vores porteføljestyringssystem er på i øjeblikket, er blevet markant sværere.

Ifølge vores porteføljestyringssystem er vores forventede tracking error i porteføljerne i de fleste tilfælde stadigvæk inden for de rammer, der er angivet ovenfor. Vi har stor tillid til vores porteføljestyringssystem, men i Sparindex vurderer vi, at situationen er så speciel, at det absolut må forventes, at vi kan komme til at observere større afkastafvigelse end ønsket og estimeret. Vi har på det seneste set tendenser i denne retning.

Specielt de mindre porteføljer med store benchmark kan have problemer med tracking error. De vil nemlig have større absolutte afvigelse på de enkelte aktier, og dermed også være mere afhængige af, at Barra finder de rigtige aktier at over- og undervægte. Vores store porteføljer med "large cap aktier" har ikke samme grad af problem.

Nedenstående tabel viser afdelingernes sum af hver enkelt akties absolutte afvigelse til benchmark. Hvis man følger benchmark fuldstændigt, vil man altså have 0 % i afvigelsen for hele afdelingen.

Tabel 2:

Afdelingstype	Sum Abs (afvigelse)
Afd. 3, US Small Cap Index	174,57 %
Afd. 6, Europe Small Cap	166,97 %
Afd. 9, Japan Small Cap	137,29 %
Afd. 12, World Index Hedged	121,12 %
Afd. 11, Dow Jones S. World	45,57 %
Afd. 1, US Growth Index	46,57 %
Afd. 4, Europe Growth Index	46,34 %
Afd. 2, US Value Index	40,17 %
Afd. 5, Europe Value Index	33,89 %
Afd. 7, Japan Growth Index	32,41 %
Afd. 8, Japan Value Index	30,77 %
Afd. 24, OMX C20 Aktier	15,51 %

Ovenstående er et naivt mål for risikoen i hver afdeling. I det tilfælde at der ikke er nogen sammenhæng/samvarians mellem aktierne, ville det faktiske være et rigtigt godt risikomål. Og et af problemerne med den nuværende markedssituation er netop, at man ikke kan bruge aktiernes indbyrdes samvarianser i samme grad som tidligere, så derfor er det ikke uinteressant at se på ovenstående. Men det er naturligvis ikke ligegyldigt, hvor de absolutte afvigelser optræder i porteføljen. Mange små afvigelser er bedre end få store. Vi praktiserer allerede i dag simple risikomål oven på de avancerede risikoberegninger, som Barra giver os. F.eks. begrænser vi den absolutte afvigelse for hver enkelt aktie til 0,5 % i vores "large cap"-porteføljer, på trods af at Barra indikerer, at en større afvigelse ikke er problematisk. Det praktiserer vi for netop at imødekomme situationer, som den vi har nu. Når store aktier kan tabe 90 % i værdi i løbet af få dage, så er det naturligvis rart, at man ikke er langt væk fra benchmark-vægten. Men det er heller ikke rart, når det omvendte sker. Volkswagen fik i oktober måned fi-

redoblet deres markedsværdi på to dage, og var faktisk verdens største selskab i et par timer. Aktier, der stiger ekstremt meget, er faktisk mere problematiske for tracking error end aktier, der falder.

I ovenstående tabel ses det, at det er de tre afdelinger med "small cap"-aktier og Sparindex World Hedged, der skiller sig markant ud i toppen af listen. Det er ikke overraskende, eftersom det er for de fire afdelinger, at benchmark indeholder flest aktier. MSCI gennemførte for nyligt en ændring af MSCI benchmark, som bl.a. betød, at antallet af aktier i deres "small cap"-benchmark blev næsten fordoblet. Det betød faktisk ikke så meget for vores porteføljerisiko på daværende tidspunkt, eftersom den fremadrettede tracking error ikke steg nævneværdigt. I den nuværende situation er det imidlertid en kilde til uro. Jo flere aktier i benchmark, des sværere er det at følge benchmark i den nuværende markedssituation.

På overordnet niveau har vi også simple risiko-regler. F.eks. har vi i det meste af 2008 forsøgt at holde vores eksponering mod sektoren Finans meget tæt på benchmark. Imidlertid har det ikke været nok i alle tilfælde. Vi har på det seneste set store forskelle på afkast på de finansielle aktier, og så er det ikke nødvendigvis nok, at sektoreksponeringen er neutral. Her kan også en eventuel landallokering øge kompleksiteten. I den globale portefølje Sparindex World Hedged har vi f.eks. set, at de finansielle aktier i porteføljen i perioder har gjort det markant bedre end benchmark-aktierne i sektoren.

Specifik kommentar for OMX C20

I tabel 2 fremgår det, at summen af enkeltaktie-afvigelserne er mindst for Sparindex OMXC20. Dette kunne indikere, at porteføljens risiko mod benchmark er meget lav. Som vi tidligere har skrevet, er det ikke uinteressant, hvor de absolutte afvigelser forekommer i porteføljen. Som følge af de volatile markedsforskel, har vægten mellem benchmark-aktierne flyttet sig markant i løbet af meget få uger, hvilket har påvirket enkeltaktie-afvigelserne betydeligt.

Afdelingen har i øjeblikket en betydelig undervægt i Novo Nordisk i forhold til indeksvægtningen. Afdelingen er godkendt af Finanstilsynet som en indeksafdeling, og er derfor omfattet af de mere lempelige placeringsregler for indeksafdelinger. Imidlertid er det ikke muligt at indhente yderligere dispensationer til investeringsrammerne, hvilket begrundes med hensynet til spredningen af aktiverne i afdelingen, for at undgå for stor eksponering mod få selskaber. Da Novo Nordisk og A.P. Møller på nuværende tidspunkt udgør en så stor del af benchmark, at afdelingen ikke har mulighed for at investere tilsvarende i begge selskaber på samme tid inden for investeringsrammerne, er afdelingen nødsaget til at være undervægtet samlet set i de to selskaber. Der kan alene som følge heraf forekomme større afkastafvigelser til benchmark.

Opsummering

Den øjeblikkelige markedssituation medfører, at forvaltning af indeksporteføljer er blevet sværere. Indtil videre har det kun i mindre omfang påvirket afdelingerne i form af større afkastafvigelser. Men vi ser imidlertid en uheldig tendens. Vi forventer derfor, at de kommende perioders afkastafvigelser vil være større, end vi har set historisk. Vi er specielt opmærksomme på de tre afdelinger med "small cap"-aktier og Sparindex World Hedged. Vi vurderer løbende, om vi kan indføre tiltag, der kan forbedre vores styring, men den nuværende porteføljestyling vurderes tilfredsstillende. Det er naturligt at overveje at øge antallet af aktier i porteføljerne, da det reelt er en af de eneste muligheder, vi har. Det vil imidlertid øge handelsomkostningerne, så det, mener vi ikke, er attraktivt i øjeblikket.