

# INDEKSFONDE

## *i en asset allocation strategi*



*Asset Allocation strategier søger at opnå et optimalt forhold mellem afkast og risiko ved at sprede investeringer på forskellige markeder og i forskellige aktivklasser og derved udnytte negative eller lave korrelationer mellem aktivklasserne til at sænke porteføljens samlede volatilitet. Investorer,*

*der anvender asset allocation og derfor ønsker stærk kontrol over aktieporteføljens eksponering, står ofte med usædvanligt dårlige kort på hånden, når aktieinvesteringerne skal ske gennem fonde og foreninger. Foreningernes afdelinger afspejler langfra altid de markeder, der investeres i, fordi der er tale om aktive porteføljemanagere, som bevidst investerer forskelligt fra indekset for derved at skabe et merafkast. Alternativet er en passiv investering i en indeksfond. Her afskriver investor sig fra muligheden for at få et merafkast i forhold til markedet, men omkostningsprocenten kan i stedet holdes lav, og investor kender varedeklarationen og behøver ikke i samme grad at bekymre sig om aktierne i den underliggende portefølje.*

### **Asset allocation mellem aktivklasser af afgørende betydning**

Enhver, der investerer i værdipapirer, bør definere en målsætning for investeringerne, dvs. forholde sig til og danne forventninger til tidshorizont, afkast og risikotolerance. Dette bør ske før den enkelte investor fordeler sine investeringer på diverse grupper af aktiver. Fastlæggelse af en overordnet asset allocation er således også udgangspunktet for enhver fordeling af investeringer på diverse investeringsforeninger.

Undersøgelser har vist, at investors asset allocation mellem aktivklasser er langt den mest betydende faktor for risiko og afkast i en portefølje. Brinson, Singer og Beebower (1991) konkluderede, at 91,5% af udsvinget i et afkast kan forklares ud fra valg af aktivtype og senere undersøgelser af bl.a. Sharpe (1992) konkluderer, at asset allocation forklarer hele 98% af udsving i afkastet, når dette deles op på markeder (USA, Europa osv.), style (vækst, value) og kapitaliseringsgrader (large cap, mid cap, small cap). Tidens udvikling går da også mod et stadig større fokus på den optimale asset allocation med det for investor mest attraktive forhold mellem afkast og risiko.

### **Aktiefondene kan sammenlignes med "byggekloster"**

Investeringsforeningsandele eller fonde bør derfor opfattes som en form for "byggekloster", der kan anvendes til at

opnå den optimale asset allocation. Det samlede udbud af investeringsforeningers afdelinger kan i samme terminologi betragtes som en stor kasse med byggekloster, der udgør investeringsuniverset. Problemet med disse byggekloster er, at de ikke er optimale at bygge med – de passer ikke sammen – i relation til at opnå den optimale asset allocation. Der vil typisk være flere byggekloster med identiske egenskaber og måske helt mangle visse typer af byggekloster. En ændret fokus fra investors side stiller således nye krav til de afdelinger som investeringsforeningerne udbyder.

### **Over- og undereksponering**

Fondens egenskaber eller style er af vital betydning og sammenligning af fondene ligeså, når eksponeringen skal bestemmes. Her kunne man tænke sig et tilfælde, hvor investor ønsker en eksponering, der er 50/50 mellem vækst- og valueaktier i USA, og med denne målsætning placere midlerne i to aktive fonde. Efter en periode erfarer investor, at investeringen i den ene fond ikke har givet den ønskede eksponering. Valuefonden har ændret sin eksponering ved at investere en del i vækstaktier. Dette kunne eksempelvis være sket, fordi fondens afkast har været beskedent i et marked, hvor der har været voldsomt fokus på vækstaktier. En sådan uønsket bias mod vækstaktier betegnes som "styledrift", dvs. fonden investerer ikke konsistent med sin udmeldte eksponering. Dette gør fonden uegnet til optimering af en asset allocation, og det kan efterlade investor med huller i sin eksponering på nogle områder og overeksponering på andre.

### **Indeksfonde er det brugbare alternativ**

Her er det, at fordelene ved indeksfondenes kendte og stabile eksponering fremstår som et godt alternativ med lav omkostningsprocent. Ved at investere i en indeksfond slipper man desuden for arbejdet med at shoppe rundt i investeringsforeningsuniverset for at finde den bedste porteføljemandager, der matcher den ønskede eksponering. Yderligere har en stor del af de aktive managere

## **FORFATTEREN**



PORTFOLIO MANAGER,  
CAND. POLIT.  
**JENS MOESTRUP  
RASMUSSEN**  
SPARINVEST  
FONDSMÆGLERSELSKAB

JENS MOESTRUP RASMUSSEN ER RÅDGIVER FOR 10 NYE INDEKSFONDE, SOM ER OPDELT PÅ REGIONER, MARKEDSVÆRDI OG STYLE I INVESTERINGSFORENINGEN SPARINDEX. HAN HAR SIDEN 1997 VÆRET ANSAT SOM AKTIEANALYTIKER OG PORTEFØLJE MANAGER I SPARINVEST FONDSMÆGLERSELSKAB.

svært ved at "outperforme" markedet og holde sig iblandt de bedste over tid.

### Udbredelsen af indeksfonde

Det første egentlige aktieindeks blev introduceret på det amerikanske aktiemarked i 1896 af Charles Henry Dow, mens Standard & Poors berømte S&P 500 aktieindeks kom til verden i 1938. Men det var først langt senere, indeksfonde begyndte at se "dagens lys". Et egentligt gennembrud kom først i 1980'erne og 1990'erne, hvor indeksfonde for alvor blev udbredt i USA med investeringsforeningen Vanguard som eksponent for udviklingen. I 1999 var det samlede nysalg af indeksfonde i USA på 65 mia. USD, eller ca. 3 gange det tilsvarende totale salg i UK og Tyskland. Dog har indeksfondenes andel af det totale nysalg i USA, aldrig udgjort mere end 10%–12%.

Verdens største indeksfond er i dag Vanguard 500 Index, som skygger S&P 500. Fonden havde ultimo november 2000 en formue på 770 mia. kroner eller knap 3 gange størrelsen af samtlige danske investeringsforeningers formue. Omkostningsprocenten var i 1999 på 0,18. En undersøgelse foretaget af Greenwich Associates i år 2000 viser, at ca. 12% af pensionsmidlerne i Europa i dag investeres passivt dvs. i indekseret form.

Herhjemme har indeksfonde ikke haft den store udbredelse, og indeksering har primært fået omtale i medierne, når KFX-effektens indflydelse på aktiekursen i et potentielt KFX-medlem skulle forklares. Men "rene" indeksfonde er dog så småt begyndt at snige sig ind hos flere danske investeringsforeninger enten pga. efterspørgsel fra institutionelle investorer, eller fordi der er et "godt navn" forbundet med at sælge en forening, som skygger et af disse kendte indekser, i form af en indeksfond. Investor er bekendt med aktieindekset og dets indhold. Der er således etableret foreninger, der skygger KFX-indekset og det europæiske blue chip indeks Dow Jones EuroStoxx 50.

Anvendeligheden af de indeksfonde, der udbydes i dag på det danske marked som "byggeklodser" i en asset allocation strategi, er dog minimale, da indeksfondene i Danmark samlet set dækker en meget lille del af en ønsket eksponering til det totale globale aktiemarked.

### Indeksfonde er mere end S&P 500 fonde

På trods af en udvikling, der peger på en større fokus på og større udbredelse af indeksfonde på tværs af verdens aktiemar-

keder, så er der dog stadig en tendens til kun at tale om S&P 500, når emnet er indeksfonde. Dette skyldes, at de største, mest udbredte og ældste indeksfonde skygger S&P 500. Derfor tager mange af de undersøgelser og artikler, der omhandler emnet indeksfonde, udgangspunkt i det amerikanske aktiemarked repræsenteret ved S&P 500.

Dette giver desværre et lidt unuanceret billede af mulighederne for og konsekvenserne ved at investere i indeksfonde (når det eksempelvis gælder performance, omkostnings-procenter og tracking error) set ud fra et ønske om en mere bred global eksponering i relation til en optimal asset allocation.

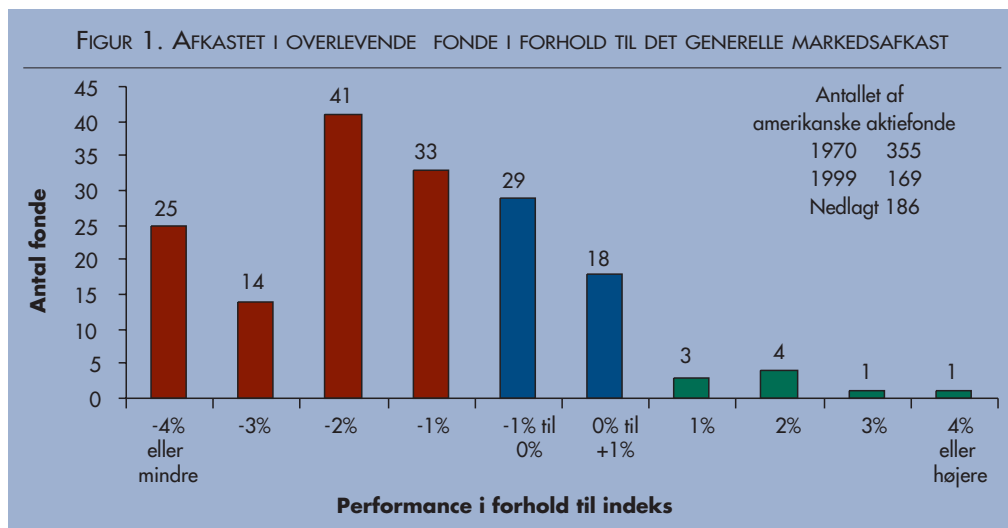
I takt med, at stadig flere investorer fokuserer på optimal asset allocation og vælger at investere i aktier med udgangspunkt i en global strategi, er behovet for fonde, der kan bidrage med den ønskede eksponering, blevet større.

### Fordele ved indeksfonde

Fordele ved indeksfonde skal hovedsageligt relateres til den kendte eksponering og den lave omkostningsprocent. Fondens portefølje vil udelukkende skulle afstemmes, for at holde "tracking error" så lav som muligt i forhold til indekset. Det betyder, at udskiftningen af aktier i porteføljen vil blive holdt på et absolut minimum. En anden omkostningsmæssig fordel ved indeksfonde er fraværet af aktieanalyser. Det valgte indeks dikterer til hver en tid, hvilke aktier, som skal købes. Porteføljemanageren skal dermed ikke bruge hverken tid eller økonomiske ressourcer på at udarbejde aktieanalyser. I den aktive portefølje er omkostningerne til gengæld direkte forbundet med antallet af selskaber i porteføljen. Jo flere selskaber, des flere aktieanalyser – også på de selskaber, som ikke vurderes at have potentiale og derfor ikke bliver genstand for en investering.

### Afkast i indeksfonde

Indeksfondenes afkast er naturligvis ikke forudsigelige, men investor kan være sikker på at få et afkast, som ret præcist svarer til markedets. Rent teoretisk vil afkastet af



et indeks være højere end gennemsnittet af alle de fonde, som investerer i det pågældende marked, hvis de andre investorer antages at investere repræsentativt. Det skyldes, at data fra et aktieindeks inklusive udbytter ikke er belastet af handelsomkostninger og analyser, jf. figur 1.

Passive indeksfonde har også historisk leveret et fordelagtigt afkast, når der sammenlignes med gennemsnittet af det amerikanske aktiemarked. Amerikanske Vanguard overvåger, som verdens største leverandør af indeksfonde, naturligvis indeksen performance i forhold til de aktive alternativer. Sidste år offentliggjorde Vanguard resultaterne af en undersøgelse, der tog udgangspunkt i alle amerikanske fonde, som har eksisteret siden 1970 og i hele perioden investerede i amerikanske aktier. Hovedresultaterne, som fremgår af figur 1, var som følger: Af de 355 fonde, der eksisterede i 1970, var kun 186 tilbage. Resten var enten nedlagt eller fusioneret ind i andre afdelinger. Af de 186 fonde havde 142 eller 76 % leveret et afkast, som var lavere end det gennemsnitlige afkast for det amerikanske marked i samme periode. Dermed var kun 44 fonde eller 24 % i stand til at slå markedet.

En passiv indeksfond vil med høj sandsynlighed afkastmæssigt havne i bedste halvdel af markedet. Men der vil stadig være fonde, som i visse perioder kan slå indekset. Er det så ikke indsatsen værd at forsøge at finde frem til de pågældende dygtige porteføljemanagere? Jo, vil mange mene, men historisk god performance er ikke ensbetydende med fremtidig god performance.

Adskillige økonomer har testet "Do winners repeat" hypotesen, og i tabel 1 er givet et eksempel fra det amerikanske fondsunivers. Eksemplet er hentet hos Malkiel (1999). De 10 bedste fonde i 1970'erne og deres tilsvarende performance-placering i 1980'erne:

TABEL 1. 10 FONDES AFKASTPLACERINGER I TO ÅRTIER

Fondens navn	1970-80 placering	1980-90 placering
Twentieth Century Growth	1	176
Templeton Growth	2	126
Quasar Associates	3	186
44 Wall Street	4	309
Pioneer II	5	136
Twentieth Century Select	6	20
Security Ultra	7	296
Mutual Shares Corp.	8	35
Charter Fund	9	119
Magellan Fund	10	1

Kilde: Malkiel (1999)

Det ses, at man ikke blindt bør købe den fond, der historisk har klaret sig bedst. Kun Magellan fonden bevarer en top 10 placering i de to på hinanden følgende årtier.

En indeksfond garanterer ikke klassens højeste afkast, men empirien indikerer, at succes for en aktiv portefølje-

manager et år ikke er ensbetydende med succes i de efterfølgende år. Med en indeksfond slipper man for arbejdet med at shoppe rundt i investeringsforeningsuniverset for at finde den bedste porteføljemanager.



### Ulemper ved indeksfonde

Vigtigste ulempe ved indekseret investering er, at investor giver afkald på muligheden for at opnå et merafkast i forhold til det underliggende aktieindeks. Ideen om ikke at kunne outperforme indeks må opfattes som en stor psykologisk barriere mod at investere i indeksfonde.

Indeksfondens "tracking error" i forhold til aktieindekset kan desuden være en ulempe ved investering i indeksfonde. Omkostninger ved handel, administration og i visse tilfælde nødvendigheden af at ligge med en kontantbeholdning, vil alt andet lige give et afkast i indeksfonden, der vil være en smule lavere end det valgte aktieindeks.

Omkostningsprocenten er derfor en vigtig parameter. De fleste indeksforeninger bruger netop omkostningsprocenten som salgsargument, men i USA ser man flere indeksforeninger med omkostningsprocenter, som svarer til niveauet i foreninger med en aktiv manager. En nylig undersøgelse fra amerikanske Morningstar afslørede, at den gennemsnitlige omkostningsprocent i 17 amerikanske indeksfonde, som investerede uden for USA's grænser i 1999 lå på 0,63. Til sammenligning var omkostningsprocenten i Morningstar-undersøgelsens 317 aktive fonde, der ligeledes investerede uden for USA, på 1,45.

### Opsummering

Solide afkast på aktiemarkedene i anden halvdel af 1990'erne har sparket liv i den danske aktiekultur. Investorer, såvel private som institutionelle, bliver dygtigere til at investere og fokuserer i højere grad end tidligere på risiko og tidshorisont.

Institutionelle investorer har de seneste par år primært kigget uden for landets grænser efter nye investeringsmuligheder, – efter så sent som medio 1990'erne at have haft mere end halvdelen af aktieinvesteringerne placeret i Danmark. Det er et godt tegn på, at asset allocation strategien har vundet fodfæste.

Denne udvikling stiller samtidig større krav til de danske investeringsforeninger. Hvis foreningernes fonde fremover bliver betragtet som "byggeklodser", som skal anvendes for at opnå en overordnet asset allocation, så er investorerne mest at alt interesserede i, at fondene har en kendt og stabil eksponering. Dermed kan styledrift, stockpicking og timing blive "fy"-ord blandt de danske investorer, og indeksfondene risikerer at få ligeså stor succes, som det var tilfældet i USA i 1980'erne. Introduktionen af et passivt alternativ til de eksisterende foreninger må ligeledes forventes at skabe øget fokus på omkostningsprocenter og performance ved aktiv investering.

## Litteratur

- Brinson, Singer og Beebower, 1991: "Determinants of portfolio performance", *Financial Analysts Journal*, maj/juni.
- Mackay, Diana, 2000: "Index trackers in Europe: Emerging from the shadows", *European fund manager*, nr. 16.
- Reid, Dickon, 2000: "Indexing still on growth track". *Investment & Pension Europe*, november.
- Malkiel, Burton G., 1999: "A random walk down Wall Street", W.W. Norton & Company, 6. udgave.
- Morningstar.com
- Sharpe, William F., 1992: "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement", *Journal of Portfolio Management*.
- Swedroe, Larry E., 1998: "Winning investment strategy", maj.
- Vanguard.com