

SaxoInvestor: Omlægning i porteføljerne, Q2-16

2. maj 2016

Introduktion til omlægningerne

Markedsforholdene var meget urolige i første kvartal, med næsten panikagtige salg på aktiemarkedene, og med kraftigt faldende obligationsrenter. Korrektionen kunne på mange måder sammenlignes med korrektionen i sommeren 2015.

Centralbankernes implementering af negative renter er fortsat udenfor USA, hvilket efterlader mange traditionelle obligationskategorier med lave, og endog negative, renter. Dette gælder også europæiske *investment grade* kreditobligationer, der nu inkluderes i ECB's kvantitative opkøbsprogram.

Det er et betydeligt problem for mere defensive porteføljer, at obligationer nu hverken synes at tilbyde et attraktivt forventet afkast eller tilstrækkelig beskyttelse mod faldende aktiekurser. Som minimum betyder det at vi må sænke afkastforventningerne for det kommende år, også selvom vi har forventning om et positivt afkast på aktier herfra.

Vi søger derfor i stigende grad efter attraktive alternativer. Vi introducerede *Maj Invest High Income* til porteføljer med investeringsforeninger i december 2015, og emerging markets obligationer kommer nu også med i ETF-porteføljerne. En øget eksponering mod guld og alternativer har ligeledes fundet sted.

I det følgende gennemgår jeg de enkelte omlægninger på tværs af porteføljerne. Fælles for alle porteføljer er, at *investment grade* kreditobligationer udgår, der allokeres mod emerging markets obligationer, samt at en eksponering mod guld som et alternativ til obligationer kommer med. ETF-porteføljerne gennemgår ligeledes en omfattende ændring til fordel for såkaldte risikofaktorer, også kaldet **smart beta**.

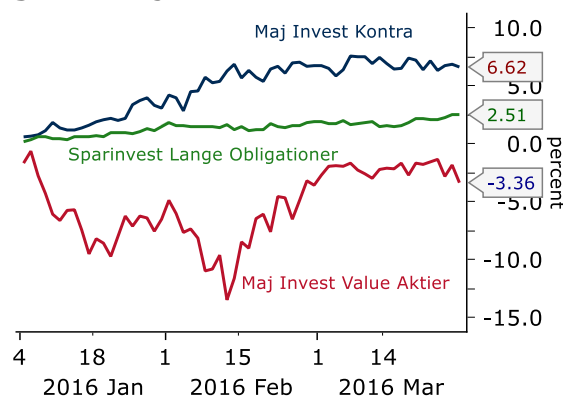
Porteføljer med investeringsforeninger

Danske Invest Euro Investment Grade obligationer udgår af porteføljerne. Dette skyldes en kombination af lave renter og minimale kreditspænd på højt-ratede kreditobligationer. Vi vurderer således, at afkastpotentialer er asymmetrisk i forhold til risikoen for negative afkast, især efter at Den Europæiske Centralbank (ECB) medtog aktivklassen i sit QE-program i år.

Bankinvest New Emerging Markets udgår ligeledes af porteføljerne. Den primære årsag er, at fonden har underperformeret sit benchmark i mere end tre år, samt at udsigterne for en række frontier-markeder (især i Mellemøsten og Nordafrika) synes mindre positive som følge af politisk uro og faldende oliepriser. Herudover hører det med, at de primære aktieforvaltere allerede kan allokere mod emerging markets.

Maj Invest Kontra (link til CI-skema [her](#)) er kommet med i porteføljerne. Fonden er primært et alternativ til lange obligationer, men via allokering til bl.a. guld kan den forventes at udvikle sig positivt i stressede perioder. Allokeringen til fonden er finansieret fortrinsvis ved en lavere allokering til obligationer.

Figur 1: Maj Invest Kontra, afkast %



Source: Macrobond & Saxo Bank

Porteføljer med ETF'er

Blandt obligationsfondene udgår *investment grade* kreditobligationer, da afkastpotentialet anses for udtømt, ikke mindst efter ECB's beslutning om at inkludere denne aktivklasse i QE-programmet. Den effektive rente er faldet til blot 0,8%, hvilket ikke beskytter i tilstrækkelig grad mod en mulig udvidelse af kreditspændet.

Samtidigt udskiftes europæiske *high yield* kreditobligationer med globale *high yield* obligationer. Dette gøres for opportunistisk at drage fordel af sidste års ganske betydelige spændudvidelse på amerikanske obligationer, der især var drevet af tab i energisektoren. Den effektive rente er pt. på 6,2% (4,4% for euro HY).

Endvidere kommer *emerging markets* statsobligationer i lokal valuta med i porteføljerne. Denne aktivklasse har underperformat betydeligt i de senere år, men vurderes nu til at kunne give attraktive afkast fremover. Vi har valgt at investere i lokalvaluta, bl.a. i forventning om en styrkelse af EM-valutaerne i de kommende år. Den effektive rente er pt. 6,6%.

Figur 2: Effektiv rente, 15. april 2016

iShares Euro Government 1-3 Year	-0.06%
iShares Euro Government 7-10 Year	0.52%
iShares Euro Corporate Large Cap Bond	0.82%
iShares Euro High Yield	4.20%
iShares Global High Yield	6.10%
iShares Emerging Markets Government Bond, Local Currency	6.83%

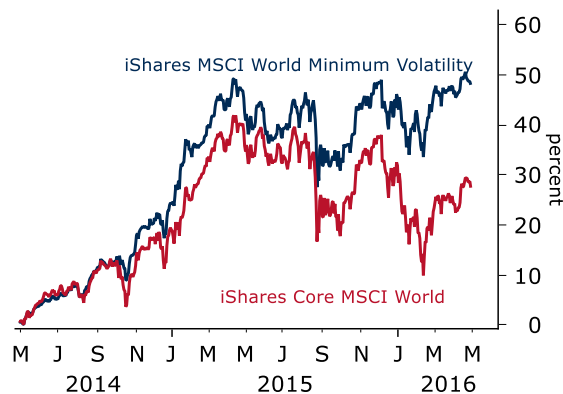
Kilde: Bloomberg, Saxo Privatbank

Endelig introducerer vi nu guld som ny aktivklasse i forventning om at guld vil kunne give positive afkast i stressede perioder, og dermed overtage en del af den rolle sikre obligationer normalt spiller. Da vi alene anvender fonde med en såkaldt UCITS-godkendelse (hvilket er en betingelse for anvendelse i f.eks. danske pensioner) kan vi ikke købe fysisk guld, men allokere i stedet mod guldproducenter (link til CI-skema [her](#)).

Aktier omlægges til smart beta

Vi har gennem flere år overvægtet såkaldte lav-beta eller minimums volatilitet aktier (min vol), med gode resultater til følge. Vi har ligeledes haft en mindre eksponering mod small cap aktier i Europa. Nu tager vi endnu skridt mod såkaldt smart beta, og omlægger aktieeksponeringen til hvad der også kaldes risikofaktorer (se faktaboks på side 3). Formålet med dette er at løfte det forventede afkast justeret for risiko. Dermed kan vi fastholde en strategisk overvægt af aktier uden at gå på kompromis med porteføljerisikoen.

Figur 3: Min vol vs globale aktier, %



Source: Macrobond & Saxo Bank

Vi fastholder en overvægt af minimum volatilitet, men **introducerer fire nye risikofaktorer, hvor vi segmenterer globale aktier efter kvalitet i indtjening, momentum i kursudvikling, selskabsstørrelse og værdiansættelse.** Risikofaktorerne introduceres løbende med stigende aktie-vægt i porteføljerne, og vi er generelt overvægtede lav-beta, kvalitet og momentum, og noget undervægtede størrelse og value.

EM mod neutral, men som lav-beta

Vi har været undervægtede emerging markets aktier i flere år, men løfter nu allokeringen mod et mere neutralt niveau. Vi gør dette samtidigt med at vi udskifter den traditionelle EM eksponering til fordel for EM minimums volatilitet aktier.

Teis Knuthsen

Hvad er smart beta?

I den finansielle terminologi er **beta** en betegnelse for et markedsafkast. Et markedsafkast er et passivt afkast, der kan genskabes ganske enkelt. **Alfa**, derimod, er det merafkast en aktiv forvalter kan skabe. I takt med at der har været et stigende fokus på hvad "alfa" egentlig består af, er man kommet længere med en accept af tilstedeværelsen af langsigtede risikofaktorer på aktiemarkedet. De mest velkendte er small cap aktier, value aktier, lav-beta aktier, kvalitetsaktier, samt momentum strategier.

Gennem at tilføre sin markedsportefølje en eller flere af ovenstående risikofaktorer kan man forbedre forholdet mellem afkast og risiko i forhold til markedsafkastet (beta). I kombination kaldes det ofte for **smart beta** eller **alternativ beta**. Det er vigtigt at understrege, at man løber en risiko i forhold til markedsafkastet, og at man ikke kan forvente et overnormalt afkast til enhver tid.

Historisk set har mindre selskaber (**small cap**) givet et højere afkast end større selskaber, noget der både kan forklares med lavere likviditet for mindre selskaber, samt af investorernes præference for større og mere velkendte selskaber.

Value aktier er selskaber hvor værdien (book value) er forholdsvis høj i forhold til markedskursen. Modsat er vækstaktier selskaber der er forholdsvis dyre i forhold til book value.

Lav-beta aktier er selskaber, der har mindre udsving end markedet generelt. Standard finansteori tilsiger at jo større udsving en aktie har, jo højere skal det forventede afkast være. I praksis har det dog vist sig at de mindst volatile aktier har givet højere afkast end de mere volatile, og den kloge/forsigtige investor har dermed kunnet løfte sit afkast og samtidig sænke risikoen i sin aktieportefølje ved at vælge denne type selskaber.

Kvalitetsselskaber er aktier udvalgt efter høj og stabil indtjening. Teoretisk set er det måske den svageste faktor, men i praksis er resultaterne gode.

Endelig fokuserer vi på såkaldte **momentum**-strategier, hvor man køber (overvægter) de aktier der er steget mest i en given periode og sælger dem (undervægter) der er faldet mest.

Figur 4: Porteføljeallokering - investeringsforeninger

	Defensiv	Moderat Defensiv	Moderat	Balanceret	Vækst	Aggressiv Vækst	100% Aktier
Stat/realkreditobligationer	65%	50%	40%	27%	15%	10%	0%
Sparinvest Korte Obligationer	40%	25%	20%	10%	0%	0%	0%
Sparinvest Lange Obligationer	25%	25%	20%	17%	15%	10%	0%
Virksomhed/Emerging Markets	10%	10%	10%	10%	10%	0%	0%
Nordea Invest European High Yield	5%	5%	5%	5%	5%	0%	0%
Maj Invest High Income Obligationer	5%	5%	5%	5%	5%	0%	0%
Aktier	15%	30%	40%	55%	70%	85%	95%
Maj Invest Value Aktier	5%	10%	19%	25%	25%	25%	30%
Carnegie Worldwide Globale Aktier	0%	0%	0%	7%	18%	25%	25%
Carnegie Worldwide Stabile Aktier	10%	15%	15%	15%	15%	20%	20%
Danske Invest Danmark Fokus	0%	5%	6%	8%	12%	15%	20%
Alternativer	10%	10%	10%	8%	5%	5%	5%
Maj Invest Kontra	10%	10%	10%	8%	5%	5%	5%

Kilde: Bloomberg, Saxo Privatbank

Figur 5: Porteføljeallokering – ETF

	Defensiv	Moderat Defensiv	Moderat	Balanceret	Vækst	Aggressiv Vækst	100% Aktier
Stat/realkreditobligationer	65%	53%	45%	30%	15%	10%	0%
iShares Euro Government Bond 1-3 year	40%	28%	20%	10%	0%	0%	0%
iShares Euro Government Bond 7-10 year	25%	25%	25%	20%	15%	10%	0%
Virksomhed/Emerging Markets	15%	12%	10%	10%	10%	0%	0%
iShares Global High Yield Bond	8%	6%	5%	5%	5%	0%	0%
iShares Emerging Markets Local	7%	6%	5%	5%	5%	0%	0%
Aktier	15%	30%	40%	55%	70%	85%	95%
iShares Core MSCI World	5%	10%	10%	19%	20%	20%	20%
iShares MSCI World Minimum Volatility	10%	15%	15%	15%	15%	20%	20%
iShares MSCI World Quality Factor	0%	5%	10%	10%	10%	15%	15%
iShares MSCI World Momentum Factor	0%	0%	5%	6%	8%	10%	15%
iShares MSCI World Size Factor	0%	0%	0%	0%	5%	6%	8%
iShares MSCI World Value Factor	0%	0%	0%	0%	5%	6%	8%
iShares MSCI Emerging Markets Min Vol	0%	0%	0%	5%	7%	8%	9%
Alternativer	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
iShares Gold Producers	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Kilde: Bloomberg, Saxo Privatbank

**Ansvarsfraskrivelse:**

Dette materiale er udarbejdet af Saxo Privatbank A/S (Banken) til generel orientering for de investorer, som Banken har udleveret materialet til. Investorerne må selv fortolke materialet, og er velkomne til at kontakte Banken for nærmere redegørelse om forudsætningerne, som materialet bygger på.

Banken har efter bedste evne bestræbt sig på at sikre, at oplysningerne er fuldstændige og korrekte, men påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. Banken påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet. Banken gør opmærksom på, at oplysninger, herunder eventuelle priser og kurser, kan blive eller er forældet.

Såfremt en publikation forældes, er Saxo Privatbank på ingen måde forpligtet til at opdatere publikationen, informere modtagerne af publikationen eller foretage nogen anden handling. Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling.

Fremtidige afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. 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.

RISIKOADVASEL

Handel med de produkter og ydelser som Banken tilbyder, selv hvis handlen er gjort i overensstemmelse med en anbefaling, kan resultere i tab såvel som fortjeneste. Banken er ikke ansvarlig for tab hidrørende fra en investering, der er foretaget på baggrund af en formodet anbefaling.

Ansvarsfraskrivelse

I tillæg til oplysningerne i denne Disclaimer henvises til Saxo Privatbanks ansvarsfraskrivelse <http://www.saxoprivatbank.dk>, ansvarsfraskrivelse