

HAR KVANTITATIVE ANALYSER NOEN VERDI I UTVELGELSEN AV AKSJEFOND?



STEIN SVALESTAD er master i samfunnsøkonomi fra Universitetet i Bergen og senior investeringskonsulent i Gabler Investment Consulting AS, et heleid datterselskap av Gabler AS. Gabler AS leverer pensjons- og investeringstjenester. Han jobber til daglig med investeringsrådgivning for store, institusjonelle kunder. Han er også ansvarlig for Gablers innskuddspensjonsanalyse og medlem av Gablers investeringskomité.

SAMMENDRAG

Ved utgangen av februar 2015 hadde norske personkunder investert rundt 100 milliarder i aksjefond, i henhold til statistikk publisert av Verdipapirfondenes forening.¹ Selv om vi ikke har sett den store nettotegningen i aksjefond i Norge de siste årene, ser man store tegningsbeløp og ditto store innløsninger. Dette tyder på at det er mange personkunder der ute som er på søken etter informasjon om

hvilke fond de skal investere i. Informasjonen som er lett tilgjengelig for denne kundegruppen, er i stor grad kvantitativ, og spørsmålet er om denne typen kvantitativ informasjon kan bistå investor i å velge det riktige fondet. Er det slik at fond som har prestert bedre enn andre fond med tilsvarende investeringsmandat den siste perioden, også er de som vil prestere best i den neste perioden?

Rentene i Norge og internasjonalt er svært lave – rekordlave, hevder mange. Sistnevnte ble nylig ytterligere dokumentert av Bank of Englands Andrew G. Haldane (2015), som la frem tall 5 000 år tilbake i tid og viste at de korte rentene internasjonalt aldri har vært lavere. Lave renter er en stor fordel for aktører i netto gjeldsposisjon, ettersom finansieringen blir billigere. For aktører i formuesposisjon utgjør de lave rentene derimot en stor utfordring. Innskuddsrentene som tilbys av norske banker i dag, er i beste fall rett i overkant

av inflasjonen, i mange tilfeller lavere, spesielt om en også hensyntar skatten på renteinntekten. Dette innebærer at pengene taper kjøpekraft ved å stå på konto. Såkalt sikre plasseringer er ikke lengre sikre ettersom realavkastningen på disse vil være negativ.

I et slikt scenario er det naturlig at investor vil se seg om etter andre plasseringsalternativer. Aktuelle kandidater er renteplasseringer med høyere løpende rente og ditto høyere underliggende kredittrisiko (såkalt *high yield*), eiendom, aksje- og kombinasjonsfond. Dette fordrer imidlertid at investor må være villig til å ta på seg større risiko, ha lengre sparehorisont samt i større grad klare å identifisere hvilke plasseringer som er hensikts-

1 http://vff.no/vff.no/Internett/Statistikk_og_fakta/?module=Articles;action=Article.publicShow;ID=1123

messige. I dette ligger også et ansvar på investor for å kunne identifisere hvilke forvaltere som er best til å forvalte de ulike mandatene.

I søken etter hvilke forvaltere som er best til å forvalte et gitt mandat, er det flere kilder som kan være aktuelle. En privat investor kan enkelt finne oversikt over tilgjengelige fond hos Finansportalen, Oslo Børs eller hos ulike distributører. Utfordringen til den private investoren er imidlertid å avgjøre hvilket fond som er det beste, samtidig som det bibeholder de krav til forvaltningen som investoren setter. Til dette har gjerne den private investoren ofte kun fondets avkastning sett imot relevant sammenligningsindeks, eventuelt fondets avkastning mot andre fond innen samme kategori, tilgjengelig. Men kan denne informasjonen alene bistå den private investoren til å velge det fondet som kommer til å gjøre det best i investorens eiertid?

KAN RATINGER BISTÅ PRIVATE INVESTORER?

Det finnes en del aktører som tilbyr private investorer tilgang til deres rating av fond, gratis eller mot betaling. Felles for disse er at de i stor grad anvender kvantitative analyser, og da spesielt historisk risikojustert avkastning, for å si noe om kvaliteten i de ulike fondene. Den historiske, risikojusterte avkastningen sammenlignes så gjerne mot relevant indeks og mot andre fond med tilsvarende mandat. Dette for at ikke et fond skal karakteriseres som svakt (eventuelt godt) kun som konsekvens av at markedet det investerer i går dårlig (eventuelt godt). Spørsmålet er om denne typen kvantitative vurderinger tilfører investor noen verdi.

Tidligere studier, blant annet Morey (2003)², antyder at fond som oppnår god rating fra Morningstar (som er en slik aktør som gir rating av fond), presterer vesentlig svakere i neste treårsperiode. Videre antyder Moreys funn at slike høyt ratede fond øker risikonivåene og endrer sammensetningen i porteføljen i favør av verdiaksjer på bekostning av momentum-aksjer. En annen faktor som kan tenkes å påvirke avkastningen etter at et fond har oppnådd god rating, er det faktum at fondet mottar store tegninger i etterkant av at fondet har prestert bra. Del Guercio og Tkac (2002) viser at et fond som får høyest rating fra Morningstar, øker

tegningsvolumet med 53 prosent over hva det normalt ville ha vært, samtidig som de antyder en negativ sammenheng mellom store tegningsvolum og fremtidig avkastning.

BYGGING AV EN KVANTITATIV MODELL

Analysene gjengitt ovenfor antyder at det historisk har vært en negativ sammenheng mellom det å få en god rating basert på kvantitative analyser og fremtidig avkastning. Disse analysene baserer seg på amerikanske data. Jeg vil i det følgende bygge en enkel kvantitativ modell ut fra norske aksjefond, og se om en kan nytte denne typen kvantitative analyser alene for å si noe om hvilke fond som vil gjøre det best i den kommende perioden.

Modellen jeg bygger tar utgangspunkt i data typisk tilgjengelig for privat investor, nemlig fondets avkastning og dets avkastning sammenlignet med fondets indeks. Basert på denne informasjonen rangeres fondene etter informasjonsrate (IR). Dette er et mye brukt mål for å evaluere forvalters evne til å generere meravkastning sammenlignet med representativ indeks, samtidig som det søker å hensynta hvor konsistent denne meravkastningen skapes. Formelen for IR skrives slik:

$$IR = \frac{R_f - R_i}{TE}$$

R_f representerer det aktuelle fondets avkastning, mens R_i representerer den aktuelle sammenligningsindeksens avkastning. Differansen som uttrykkes i telleren i brøken ovenfor, utgjør altså fondets meravkastning (eventuelt mindreavkastning om differansen er negativ). I nevneren fremkommer relativ volatilitet (*tracking error*) (TE). Dette er standardavviket til differanseavkastningen mellom fondet og indeksen i den aktuelle perioden.

Tilsvarende beregninger av IR kan norske private investorer enkelt finne på tjenester som Finansportalen og nettsidene til Oslo Børs. Videre har investor der anledning til å lete frem hvilke fond som har gitt den beste IR innen ulike kategorier av fond og i ulike tidsperioder.

For å undersøke om denne typen kvantitativ analyse kan bistå investor i utvalgelse av fond, kategoriserer jeg de ulike fondene i fem ratingklasser, ikke ulikt de ratingene som tilbys investorer i dag. Konkret splittes de ulike fondene opp i kategorier slik:

2 Morey følger ulike fonds utvikling i perioden 1993 til 2001 og tilhørende rating i perioden 1993 til 1998. Det må her påpekes at Morningstar siden da har gjort endringer i sine prinsipper for rating.

- De fondene som er blant de ti prosent beste i henhold til IR, får ratingen 5.
- De neste 22,5 prosentene får ratingen 4.
- De neste 35 prosentene får ratingen 3.
- De neste 22,5 prosentene får ratingen 2.
- De svakeste ti prosentene i henhold til IR får ratingen 1.

Jeg vil videre undersøke om de fondene som får en høy rating i en slik kvantitativ analyse, også er de fondene som presterer bra i neste periode. Det er tross alt avkastningen fremover som er interessant for investor som evaluerer hvilket fond han skal kjøpe.

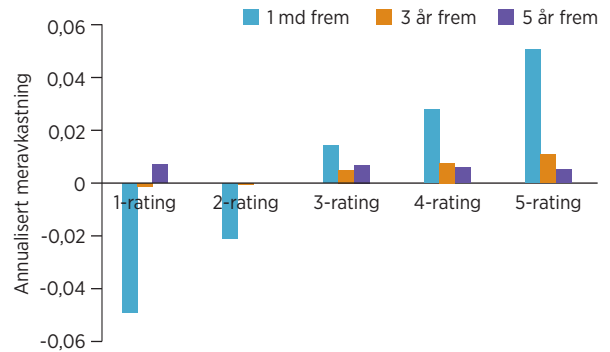
RESULTATER

For evaluering har jeg hentet ut månedlige avkastningstall etter kostnader for 36 norske aksjefond, med Oslo Børs som investeringsmandat. Disse har enten Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) eller Oslo Børs Mutual Fund Index (OSEFX) som indeks, og følges fra 2002 (eventuelt siden fondets oppstart) frem til og med 2014. Fondene som inkluderes i analysen, var alle virksomme ved utgangen av 2014. Dette innebærer at fond som har vært virksomme i den aktuelle perioden, men ikke ved utgangen av 2014, ikke er en del av analysen. Sistnevnte kan bidra til en overlevelsesskjevhet (*survivorship bias*) på nivåene på meravkastningen som presenteres nedenfor, men overlevelsesskjevhet skal ha mindre å si for resultatene av analysen. Dette ettersom analysen er relativ til de som inngår i utvalget, og ikke basert på absolutte verdier.

For vurdering av om aksjefondene gjør det bra i evalueringsperioden, nyttes avkastning mot respektiv indeks som mål. Dette for at ikke valg av indeks skal forstyrre resultatene, ettersom den faktiske avkastningen kan avhenge av fondets valg av indeks. Ved evaluering av fondenes meravkastning (eventuelt mindreakstning) antas det at en i større grad får fanget forvalters kvalitet, og da i sterkere grad får vurdert den eventuelle sammenhengen mellom et fonds historiske resultater og resultater i forvaltningen fremover.

Figur 1 nedenfor viser gjennomsnittlig annualisert meravkastning per ratingklasse i ulike perioder fremover, hvor IR er beregnet månedlig og basert på tre års historikk. Vi ser av figuren at fond som rates høyest i henhold til oppstilte kvantitative modell, i gjennomsnitt gir en vesentlig høyere meravkastning neste

FIGUR 1 Gjennomsnittlig annualisert meravkastning per ratingklasse i ulike perioder fremover – tre års historikk.



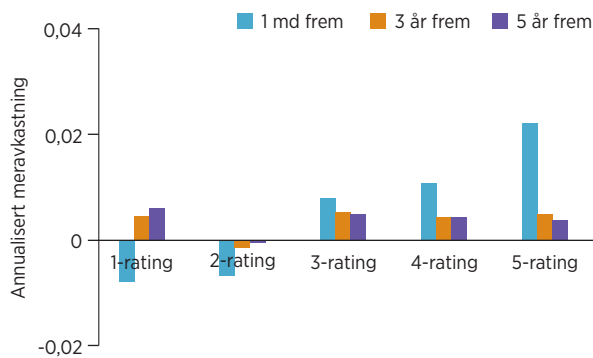
måned³ enn fond med svakere rating. Eksempelvis viser resultatene at fond som basert på tre års historikk i modellen får best rating, har gitt en annualisert meravkastning på 5,09 prosent neste måned, har fondene med svakest rating gitt en annualisert mindreakstning på 4,93 prosent neste måned. De ulike resultatene per ratingklasse er også statistisk signifikant forskjellig fra hverandre. Dette resultatet antyder, helt isolert, at historisk avkastning kan si noe om et fonds fremtidige avkastning.

Resultatet endres imidlertid vesentlig om man vurderer lengre perioder frem. Vi ser av figur 1 at nivået på den annualiserte meravkastningen samt forskjellen per ratingklasse endres i stor grad med lengre investeringsperiode. Om vi ser tre år frem, har den annualiserte meravkastningen for et 5-ratet fond nå falt til 1,09 prosent og er nå ikke statistisk signifikant forskjellig fra et 4-ratet fond. Resultatene til 5-ratede fond er imidlertid fortsatt statistisk signifikant forskjellig fra de øvrige fondene. Disse resultatene tyder på at selv om 5-ratede fond ikke *nødvendigvis* er de som vil gi de beste resultatene tre år frem i tid, kan en imidlertid unngå taperfondene basert på denne kvantitative modellen.

Men figur 1 angir også resultatene om vi ser på en fem års investeringshorisont, og da faller også sistnevnte konklusjon. Ved fem års investeringshorisont er resultatene ovenfor nærmest snudd på hodet. Nå er det de 1-ratede fondene som i gjennomsnitt har gitt den høyeste annualiserte avkastningen, noe som er

3 Tallene i figuren er annualisert også i tilfellet det der evalueres én måned frem.

FIGUR 2 Gjennomsnittlig annualisert meravkastning per ratingklasse i ulike perioder fremover – fem års historikk.



det motsatte av hva en ville forvente. Dette resultatet er imidlertid ikke statistisk signifikant fra andre enn gruppen som får 2-rating.

Totalt antyder resultatene angitt i figur 1 at i den grad det er en sammenheng mellom fonds relative IR og fremtidig meravkastning, er denne sammenhengen i beste fall kortsiktig. Over tid, og en aktør som kjøper aksjefond, har ofte en lang investeringshorisont på plasseringen, tyder det på at denne sammenhengen ikke eksisterer. Det kan være forskjellige årsaker til dette. Én mulig årsak kan være, som diskutert av Del Guercio og Tkac (2002), at fond som gjør det bra, får skutt inn mye kapital, og at dette kan bidra til svakere fremtidig avkastning. Tallene i denne analysen gir imidlertid ikke grunnlag for å konkludere med dette. En annen årsak kan være at god historisk avkastning ikke kommer som følge av forvalters kvaliteter, men heller som følge av flaks. Om det er dette som er tilfellet, vil en vente at flaksen jevner seg ut over tid, noe som vil medføre svakere avkastning fremover for fond som nylig har gjort det bra. De som fremholder passiv forvaltning heller enn aktiv forvaltning, vil gjerne forsvare en slik forklaring. En tredje forklaring kan være at forvalterne som har gjort det best i det siste, har kjørt en spesiell forvaltningsstil som har hatt vinden i ryggen. Som økonomien for øvrig går gjerne ulike typer aksjer gjennom sykluser. I perioder er det eksempelvis svært populært med verdiaksjer, mens det i andre perioder er mest populært med vekstaksjer. En forvalter med en tydelig stil kan dermed ha hatt svært god drahjelp av nettopp dette, noe som igjen kan implisere at vedkommende forvalter vil

kunne underprestere når markedet snur. Resultatene i figur 1 ovenfor antyder en viss momentumeffekt, at forvaltere som har gått bra i det siste, vil gå bra litt til, noe som kan støtte opp om denne siste forklaringen.

Ved evaluering av et fonds historikk er det som regel et spørsmål hvor mye historikk som bør inkluderes. På den ene siden ønsker en lang historikk for å kunne evaluere hvordan forvalteren har prestert i ulike typer markeder, mens en på den annen side gjerne vil anse nyere historikk som mer representativ for avkastningen fremover. Det kan eksempelvis være at forvalteren har gjort endringer i sin forvaltningsstrategi underveis, alternativt at det nå er andre forvaltere som har tatt over fondet, og at historikken dermed ikke gir et godt fremoverskuende bilde. Det er derfor vanlig innen kvantitative modeller at nyere historikk vektet mer enn eldre avkastningsresultater. Det kan like fullt være interessant å se om resultatene endres med evaluering av fondenes historikk over en lengre periode.

Figur 2 nedenfor viser gjennomsnittlig annualisert meravkastning per ratingklasse i ulike perioder frem, hvor IR er beregnet månedlig og basert på fem års historikk. Som ovenfor ser vi et tydelig bilde på at fond som har gått bra relativt til de andre fondene i utvalget, tenderer til å prestere bra relativt til de andre også den neste måneden. Størrelsen på denne annualiserte meravkastningen har nå imidlertid falt fra 5,09 til 2,21 prosent for et 5-ratet fond, mens den er vesentlig bedret for et 1-ratet fond. Dette kan gi ytterligere støtte til teorien om at årsaken til denne effekten skyldes et visst momentum. Over tid vil en vente at en slik momentumeffekt reduseres, noe som vil gi nettopp denne typen resultater som vi ser av figuren.

Vi ser videre av figur 2 at også basert på fem års historikk er det de fondene som får 1-rating, som presterer best i den neste femårsperioden. Dette resultatet er imidlertid ikke statistisk signifikant forskjellig for andre enn de fondene som får 2-rating, noe som antyder at en eventuell kontrær strategi (som kun kjøper de historiske taperfondene) ikke behøver å lykkes. Resultatene i figur 2 gir uansett ikke støtte for å hevde at de fondene som har prestert best i utvalget den siste femårsperioden, også er de som vil gjøre det best i den neste femårsperioden, hvilket medfører at en må bruke fondenes historiske avkastning med omhu i sin evaluering. En kan i det hele stille spørsmål ved om den overhodet har en verdi hvis en ikke samtidig har

informasjon om *hvorfor* avkastningen ble som den ble, noe en i denne analysen har lagt opp til at en ikke har.

OPPSUMMERING

Modellen som analysen ovenfor er basert på er svært enkel. Det kan selvfølgelig være at modellen er *for* enkel, og at andre kvantitative modeller vil fungere bedre. Imidlertid antyder resultatene ovenfor at historisk avkastning vanskelig kan brukes alene for å avgjøre

hvilket aksjefond investor skal velge, under forutsetning av at investor har en lengre investeringshorisont. Resultatene gir imidlertid støtte til en teori om at fond som har gått bra relativt til andre med tilsvarende mandat, vil fortsette å gjøre dette i en kortere periode videre, men at denne effekten reduseres over tid. Det er derfor viktig at investor ikke ser seg blind på en forvalters gode (eventuelt svake) avkastning, men også vurderer *hvordan* det aktuelle resultatet ble skapt. **M**

REFERANSER

Haldane, A.G. (2015). *Growing, Fast and Slow*. Bank of England. Foredrag, University of East Anglia.
Morey, M.R. (2003). The Kiss of Death: A5-Star Morningstar Mutual Fund Rating? *Journal Of Investment Management*, 3(2).

Del Guercio, D. og P.A. Tkac (2002). *The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flows*. Del Guercio: Working paper, University of Oregon Department of Finance.