

Faktorförvaltning hos Storebrand

Traditionellt har investerare kunnat välja mellan indexfonder och aktivt förvaltade fonder. Under de senaste åren har en ny förvaltningsprodukt blivit allt mer populär – nämligen faktorfonder. Storebrand Asset Management är ledande när det gäller den här typen av förvaltning i Norge.

Faktorfonder försöker precis som aktivt förvaltade fonder uppnå en avkastning som är bättre än den marknad fonden jämförs med. Där fundamentalanalys förutsätter företagsspecifika informationsfördelar tar faktorfonder sikte på att uppnå meravkastning genom att utnyttja välkända faktorpremier. Med drygt tio års erfarenhet av faktorbaserad förvaltning och mer än 11 miljarder i förvaltning vågar vi påstå att vi är en av ledande förvaltarna inom området.

I den här artikeln beskriver vi Storebrands faktorstrategier och försöker förklara varför de har levererat kontinuerligt god meravkastning över tid.

Konstruktionen av faktorportföljerna

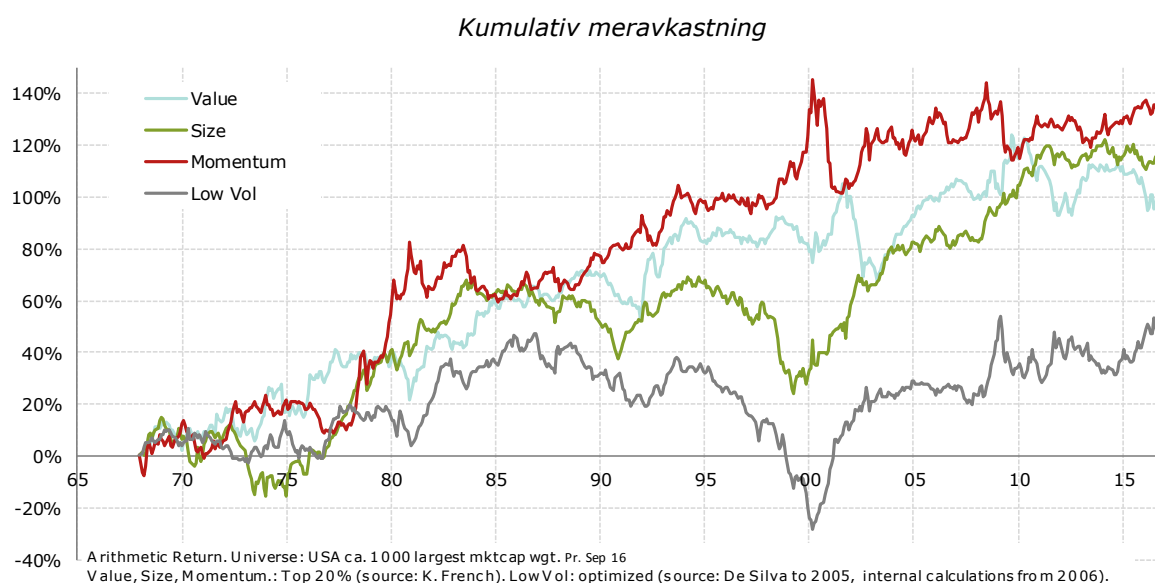
Begreppet faktor kan kanske verka abstrakt, men är i vår implementering mycket konkret. Vi konstruerar en faktorportfölj genom att välja ut en bred grupp aktier, exempelvis 50–100 stycken, som har en gemensam egenskap – exempelvis att alla har utvecklats bra under de senaste 12 månaderna (faktor: momentum). Faktorportföljer, också kallade *smart beta*, konstrueras alltså genom att portföljen tar en exponering mot definierade faktorer som förväntas ge meravkastning över tid. Det finns ett stort antal faktorer som påstås ge meravkastning. Men om man okritiskt inkluderar alla nya faktorer som föreslås kan det leda till dåliga resultat på grund av att man hittar tillfälliga samband som inte fungerar utanför den tidsperiod man har studerat (urvalsperioden). I Storebrands faktorförvaltning har vi därför valt en mer konservativ strategi med stränga krav på att de faktorer vi använder i våra optimeringar ska ha en väldokumenterad premie, både i den akademiska litteraturen och i praktiken samt både i och utanför urvalsperioden. Det innebär idag att Storebrand inkluderar fyra faktorer i de algoritmer som optimerar faktorportföljerna: värde (value), momentum, storlek (size) och låg volatilitet (low volatility).

Värdeeffekten förklaras av fenomenet att billiga aktier i genomsnitt utvecklas bättre än dyra aktier. Det finns flera alternativa mått på värde, exempelvis pris/bokfört värde, pris/vinst, pris/kassaflöde och liknande. Värdepremien kan utnyttjas genom att man är överviktad i billiga och underviktad i dyra aktier jämfört med referensindexet. Värdepremien har starkt empiriskt stöd över tid och i olika länder. Värde brukar kallas en konträr strategi. Det innebär att värde ofta innebär att investera mot flokken och kan medföra längre perioder med lägre avkastning.

Storlekseffekten innebär att företag med lågt marknadsvärde i genomsnitt har högre avkastning än företag med högt marknadsvärde. Orsaker till detta kan vara att bland ett stort urval av företag kan en mindre storlek vara en indikation på risk och att investerare föredrar likviditet.

Momentum syftar på att aktier som har utvecklats bättre än snittet fortsätter att utvecklas bra, medan aktier som utvecklats relativt sett dåligt fortsätter att ha lägre avkastning. Momentum kan betecknas som en strategi som följer trender. Möjliga förklaringar till momentum är att marknaden underreagerar på nyheter samt flockmentalitet bland investerare.

Empiriskt har aktier med **låg volatilitet** gett högre riskjusterad avkastning än aktier med hög volatilitet. Det här är fakta som varit svåra att förklara för rationella investerare som kräver kompensation för risk, men premien har visat sig vara stabil och signifikant. Idag är detta en mycket populär strategi.



Figuren ovan visar kumulativ meravkastning för faktorportföljer jämfört med marknaden. Faktorerna är "long only", i likhet med Storebrands faktorportföljer. Den faktor som har utvecklats bäst sedan urvalsperiodens början är momentum, med ett genomsnitt på 2,7 procentenheters årlig meravkastning jämfört med marknaden. Alla faktorer har gett solid meravkastning under perioden. Efter momentum följer storlek och därefter värde.

Ingen gratis lunch

Tabellen nedan visar faktoravkastningen uppdelad per period. Alla faktorer har upplevt en period med negativ avkastning, vilket visar att när man utnyttjar faktorpremier innebär det inte något *arbitrage*, eller gratis lunch, om man så vill. Värde har haft några svaga år och många – även vi – tror att värdepremien återhämtar sig under de närmaste åren.

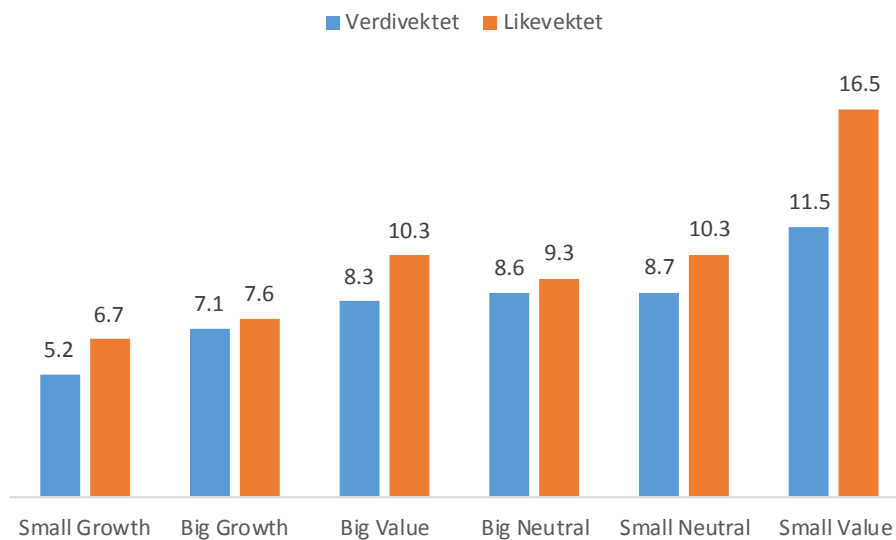
Faktoravkastning per period

Meravkastning p.a.							1968-2016**		
	68-69	70-79	80-89	90-99	00-09	10-16**	Ex.Ret.	Vol.	Sharpe*
Value	1.0%	3.4%	3.4%	0.9%	3.6%	-2.1%	2.1%	18.5%	0.46
Size	3.3%	3.4%	1.0%	-1.8%	7.1%	1.8%	2.4%	18.4%	0.48
Momentum	6.3%	4.2%	2.3%	5.7%	-1.5%	2.1%	2.7%	18.5%	0.50
Low Vol	2.1%	1.2%	1.6%	-5.6%	5.9%	1.8%	1.0%	11.8%	0.63
Benchmark								15.2%	0.43

*: In excess of one-month T bill rate **: Pr sep '16

Diagrammet nedan visar avkastningen på portföljer som är dubbelsorterade på storlek och värde. Här ser vi betydelsen av att ta hänsyn till flera faktorer samtidigt: värdepremien utnyttjas bäst genom investeringar i mindre företag. Faktorfonden Storebrand Global Multifaktor är sammansatt just med tanke på att utnyttja samverkan mellan faktorerna genom att de största företagen filtreras bort. De två paren med staplar skiljer sig genom att de blå är värdeviktade per kategori, medan de orange är likaviktade, vilket ger små företag större betydelse.

Avkastning på globala portföljer sorterade på storlek och värde. Urvalsperiod 1991–2016



Data: Kenneth French.

I en portfölj som vill utnyttja flera faktorer samtidigt är samvariationen mellan dem central. Tabellen nedan visar korrelationer mätt över hela urvalsperioden från 1968 till 2016. Värde är negativt korrelerat med momentum, vilket innebär att portföljrisken minskar när de kombineras.

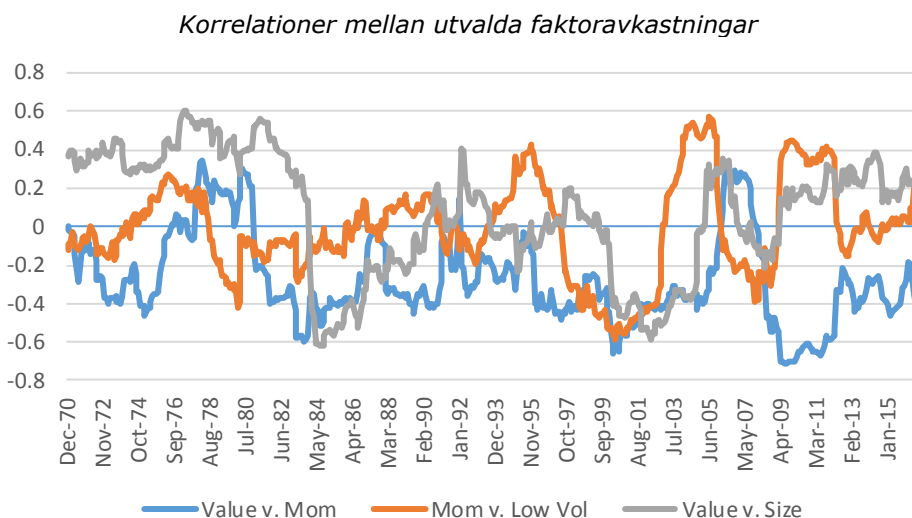
Korrelationer mellan marknaden och faktoravkastningar från 1968 till 2016

	Mkt	Value	Size	Momentum	Low Vol
Mkt	100%				
Value	-5%	100%			
Size	9%	7%	100%		
Momentum	-1%	-31%	18%	100%	
Low Vol	-12%	-16%	-2%	-2%	100%

Varierar över tid

Korrelationer är dock dynamiska och varierar kraftigt beroende på tidsperiod. Grafiken nedan visar rullande korrelationer baserat på 36 månaders historik mellan utvalda faktoravkastningar. En intressant observation är att momentum och värde idag är starkt negativt korrelerade och det diversifierar portföljen. I motsatt ände hittar vi momentum och

lågvol samt värde och storlek. Den starka avkastningen för lågvol-strategier på senare tid har lett till att de är positivt korrelerade med momentum. Lågvol-aktierna har blivit vinnare.



Faktorförvaltningen hos Storebrand ställer krav på att faktorerna som ingår i de optimerade portföljerna ska:

- ge exponering mot långsiktiga riskpremier
- vara väl dokumenterade
- vara entydiga
- inte vara överlappande
- kunna kopplas till ett relevant investeringsområde

Det här tar man hänsyn till när Storebrand Global Multifaktor sätts samman.

Storebrand Global Multifaktor

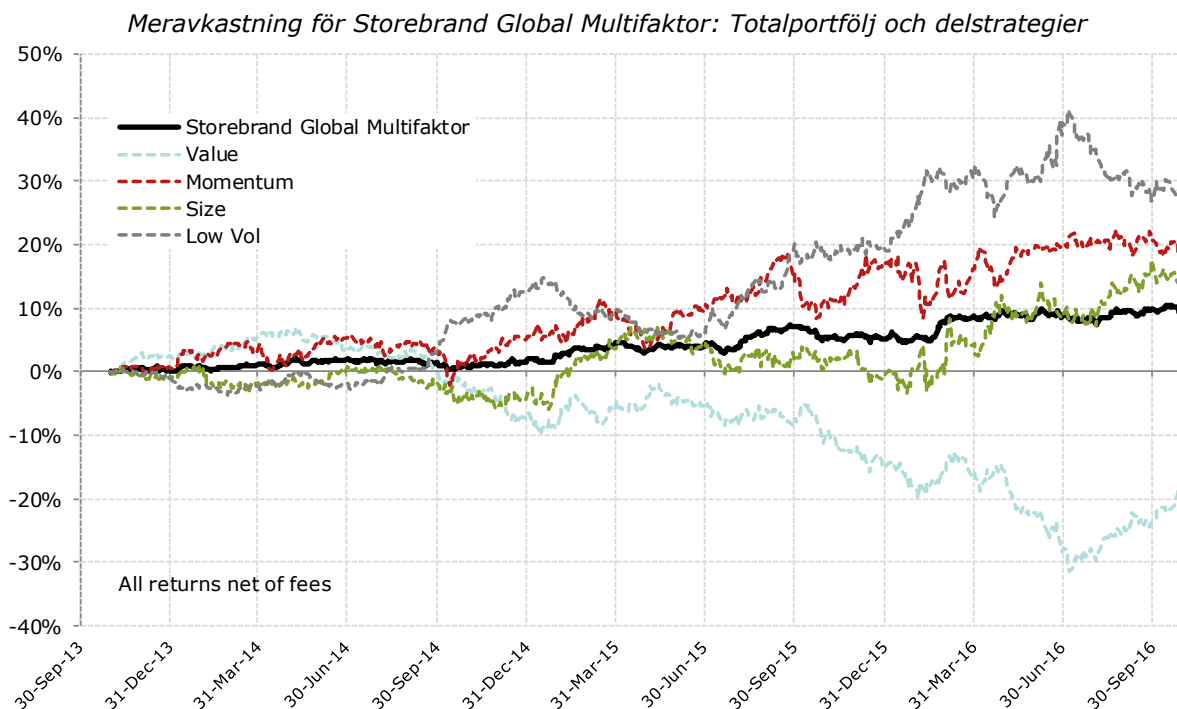
Faktorfonden Storebrand Global Multifaktor är vår största faktorfond och består av alla de fyra delstrategier som beskrivs ovan: storlek, värde, momentum och låg volatilitet. För varje delstrategi sorteras de 10 procent sämsta poängen per faktor bort. Det här är mycket viktigt, eftersom det förhindrar att de fyra faktorerna motverkar varandra. Genom vår screening ser vi till att samspelet mellan faktorerna kommer till sin rätt och att totalportföljen har de önskade faktoregenskaperna. En konsekvens av detta är bland annat att Storebrand Global Multifaktor inte investerar i världens största företag mätt som marknadsvärde, eftersom de kommer att höra till de 10 procent sämsta i relation till storleksfaktorn.

Fonden viktar ändå de fyra faktorstrategierna lika så att fondens totalavkastning blir ungefär densamma¹

$$R_{multi} = \frac{1}{4} \times (R_{verdi} + R_{størrelse} + R_{momentum} + R_{lavvol}).$$

¹ Sambandet är ungefärligt eftersom vikterna förändras mellan ombalanseringar.

En likaviktad multifaktorportfölj kommer att ha en avkastning som är bättre än den sämsta faktorportföljen och sämre än den bästa. Likaviktning av faktorerna ger en portfölj med nästan maximal Sharpe-rate, relationstalet mellan avkastning och risk.



Figuren ovan visar relativ avkastning för Storebrand Global Multifaktor och de underliggande faktorportföljerna jämfört med MSCI World mätt i NOK. Den svarta linjen visar meravkastningen för totalportföljen som ligger mellan värde och de tre andra faktorerna. Som vi kan se verkar fondens kombination av riskpremierna diversifierande. Trots att värdeportföljen i fonden har utvecklats svagt under perioden är bidragen till meravkastning från momentum, storlek och volatilitet så positiva att totalportföljen ligger tydligt på plus. Sedan dagens strategi för Storebrand Global Multifaktor fastställdes i oktober 2013 har portföljen levererat en årlig genomsnittlig avkastning på 18,3 procent och en årlig genomsnittlig meravkastning på 2,5 procentenheter (siffror efter förvaltningsavgift per den 31 oktober 2016).

Grafiken nedan visar Morningstars jämförelse av globala aktiefonder. Det röda strecket i figuren visar Storebrand Global Multifaktors kumulativa meravkastning och det mörkgrå skuggade området visar bästa kvartil, med undantag av de fem procent bästa fonderna som ligger ovanför detta område.

Storebrand Global Multifaktor har under 2016 korsat linjen för övre kvartil och hör därmed till de fem procent bästa fonderna i kategorin som innehåller cirka tusen globala fonder. Vi kan inte förvänta oss att Storebrand Global Multifaktor kommer att vara den bästa fonden under ett enskilt år, eftersom fonden inte tar extrema risker och exempelvis är neutral vad gäller region och sektor. Inom en av de fyra delportföljerna tillåts dock en aktiv vikt för att utnyttja potentialen hos en faktor i en sektor eller region, men det neutraliseras för totalportföljen. Begränsningen är införd för att fondens meravkastning ska domineras av uttryckliga faktorexponeringar och inte indirekta exponeringar som region eller sektor.

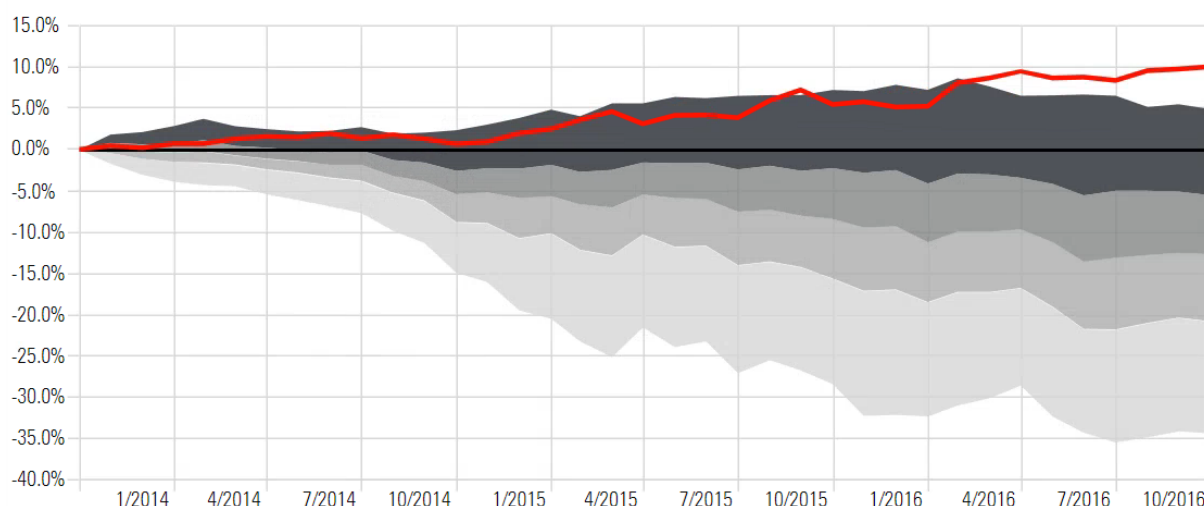
Konkurrentjämförelse för Storebrand Global Multifaktor

Relative Cumulative Performance

Time Period: 11/1/2013 to 10/31/2016

Peer Group (5-95%): EAA - Global Large-Cap Blend+Value+Growth+Income Equities Currency: Norwegian Krone Calculation Benchmark: MSCI World NR USD

■ Top Quartile ■ 2nd Quartile ■ 3rd Quartile ■ Bottom Quartile



— Storebrand Global Multifaktor

— MSCI World NR USD

Källa: Morningstar

Då fonden idag hör till de fem procent bästa inom kategorin beror det alltså på jämna och bra resultat över tid. För riskundvikande investerare kommer stabil meravkastning att vara mest värdefullt. Fondens sammansättning är sådan att även om en faktor utvecklas dåligt är sannolikheten hög för att de andra faktorerna väger upp och svarar för meravkastning jämfört med MSCI World.

Tabellen på nästa sida visar relativ avkastning per år och per strategi för fonden jämfört med MSCI World, mätt i NOK. Alla strategier, med undantag av momentum har haft ett eller flera år med negativa bidrag, men totalt sett har utvecklingen varit positiv varje år. Hittills i år har Storebrand Global Multifaktor levererat en meravkastning på 3,1 procentenheter jämfört med referensindex (siffror per 31 oktober 2016). Det visar på vikten av att diversifiera och utnyttja

kombinationer av faktorpremier för en riskundvikande investerare som föredrar jämn meravkastning.

Relativ avkastning Storebrand Global Multifaktor jämfört med MSCI World

	Value	Momentum	Size	Low Vol	Stb Global Multifaktor
2013*	2.0%	0.7%	-0.7%	-1.2%	0.2%
2014	-7.3%	3.2%	-3.3%	14.3%	1.6%
2015	-5.9%	8.4%	3.2%	2.3%	2.0%
YTD 2016**	-3.7%	1.9%	10.1%	3.7%	3.1%
Since restruct.	-19.0%	19.7%	15.4%	25.1%	10.1%

All returns net of fees

*: from Nov. 1.2013 **: pr Oct. 31

Man diskuterar huruvida den positiva avkastningen kopplad till faktorerna beror på rationella riskpremier eller irrationellt investerarbeteende. Det mest sannolika är troligen en kombination, men det centrala för vår modellbaserade förvaltning är att premierna består – oavsett var de kommer ifrån. Samtidigt kan man säga att om de positiva faktoravkastningarna beror på risk kommer de att bestå om risken och premien för att bära risken är stabila. Om meravkastningarna beror på beteende kommer de att bestå om de psykologiska mekanismerna bakom investeringsbesluten är bestående.

Faktorpremierna kommer att bestå

Vi hittar tydliga empiriska belägg för att exponering mot de faktorer som beskrivs ovan har gett signifikant meravkastning över index på lång sikt. Samtidigt är det också tydligt att faktorstrategier medför risk. De ger meravkastning i genomsnitt över långa tidshorisonter, men det finns också längre perioder då de bidrar negativt till avkastningen. Det här är riskpremier, inte arbitrage. Vi menar att det för många investerare är en tydlig fördel att kombinera faktorpremier. Som framgår har det funnits perioder då en eller flera faktorstrategier utvecklas dåligt från år till år. Sedan omstruktureringen av Storebrand Global Multifaktor har dock fonden levererat meravkastning genom att de faktorer som har utvecklats bra mer än väl väger upp för faktorer som har bidragit negativt. Det tror vi kommer att gälla också i framtiden.

Vi påminner om att historisk avkastning inte är någon garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bl.a. att vara beroende av marknadsutvecklingen, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt kostnader vid teckning, förvaltning och inlösen. Avkastningen kan bli negativ som en följd av kursförluster.

Förvaltarteamet

Bård Bringedal *Chef och portföljförvaltare*



Bård anställdes hos Storebrand Asset Management AS i 2006, är chef för aktieförvaltning och arbetar som portföljförvaltare inom modellbaserad förvaltning. Bård har arbetat hos Bekk Management Consulting (1 år). Han är utbildad civilingenjör (NTNU, 2003), tog en master i ekonomi och administration (NHH, 2005), Chartered Financial Analyst (CFA, 2010).

Andreas Poole *Senior portföljförvaltare*



Andreas anställdes hos Storebrand Asset Management AS 2008 och arbetar som senior portföljförvaltare inom modellbaserad förvaltning. Andreas har arbetat hos Data Nova (3 år) och TietoEnator (1 år). Han är utbildad civilingenjör (NTNU 2003), master i ekonomi och administration (NHH, 2008). Statistik och dataanalys (UiO).

Henrik W. Nilsen *Senior portföljförvaltare*



Henrik anställdes hos Storebrand Asset Management AS 2010 och arbetar som senior portföljförvaltare inom modellbaserad förvaltning. Han hade teoretisk högenergifysik som huvudämne vid UiB (05) och har en doktorsexamen i experimentell högenergifysik vid Universitetet i Freiburg, Tyskland (2009). Därefter hade han en post.doc.-tjänst i Freiburg med koppling till forskningslaboratoriet CERN i Genève (2009–2010).

Lars Q. Sørensen *Portföljförvaltare*



Lars anställdes hos Storebrand Asset Management AS 2016 och arbetar som portföljförvaltare inom modellbaserad förvaltning. Hos Storebrand Livsforsikring AS från 2011 med arbetsområde strategisk tillgångsallokering. Han har tidigare arbetat med modellutveckling hos MSCI och RiskMetrics samt som Risk Manager hos NBIM. Doktorsgrad i finans (NHH, 2010), master i Financial Engineering (Columbia University, 2004), civilekonom (NHH, 1999).

Storebrand Asset Management AS

Vasagatan 10, 105 39 Stockholm

E-post: ik@storebrand.se

www.sppfonder.se