

Investeringsprocess Avanza Auto

White Paper, Avanza Fonder AB

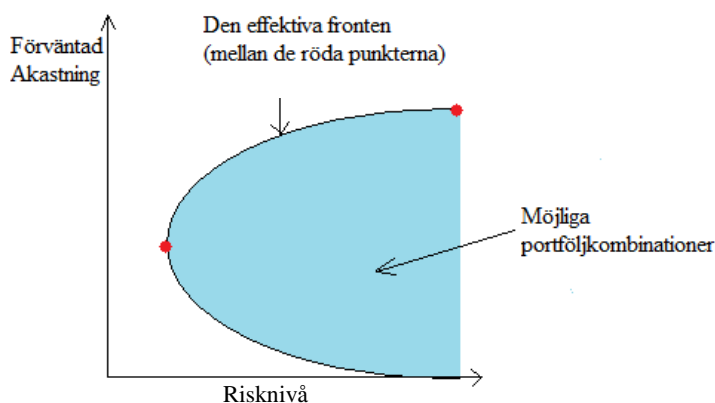
1. Introduktion

Avanza Auto är ett investeringserbjudande som tillämpar modern portföljteori i praktiken och som har som mål att erbjuda väldiversifierade fonder för sex olika risknivåer till lägsta möjliga avgift. Kunden väljer risknivå och därmed fond utifrån egna preferenser.

Avanza Auto använder den s.k. Black-Littermanmodellen som är en praktisk utveckling av Harry Markowitz nobelprisbelönta och klassiska portföljvals metod.

2. Portföljvalsteori och Black-Littermanmodellen i korthet

Markowitz portföljvalsmodell från 1950-talet bygger på att hitta den optimala avvägningen mellan risk och avkastning i en portfölj beroende på investerarens preferenser för risktagande. Modellen antar att investerare alltid kommer att föredra en portfölj med lägre risknivå framför en högre givet samma förväntade avkastning. Vidare antar modellen att, för att få högre avkastning, måste investeraren ta högre risk. Markowitz löste detta optimeringsproblem med en matematisk metod (MVO – Mean Variance Optimization). Genom diversifiering, dvs att kombinera olika tillgångsslag som betar sig olika och har olika risk, kan investerare sänka risken utan att påverka den förväntade avkastningen. Alla effektiva portföljer givet alla risknivåer hamnar på den så kallade effektiva fronten. Markowitz fick nobelpriset för sin forskning 1990.



Den praktiska tillämpningen av Markowitz teorier utvecklades av Fisher Black och Robert Litterman på 1990-talet. Markowitz modell hade visat sig svår att använda i daglig portföljförvaltning. Resultatet av deras forskning sammanfattas i Black-Littermanmodellen. Den utgår från att marknadsportföljen vi kan observera är effektiv samt att optimala portföljer erhålls genom att kombinera förvaltarens egen uppfattning om hur marknaden skall utvecklas med hur marknadsportföljen och dess jämviktsavkastningar implicit kommer att utvecklas på sikt.

3. Avanza Autos investeringsprocess

Avanza Auto följer en väl genomarbetad och konsekvent investeringsprocess.

3.1 Black-Littermans kvantitativa modell

Den kvantitativa modellen bakom Avanza Auto består av tre delar.

- Härledd marknadsportfölj och jämviktsavkastningar
- Syn på marknadens utveckling
- Portföljoptimering givet valda restriktioner



Att spara i fonder innebär alltid en risk. Fonden kan såväl minska som öka i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta beloppet. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.

Härledd marknadsportfölj och jämviktsavkastningar

Marknadsportföljen definieras som samtliga tillgångar på kapitalmarknaderna som går att investera i. I Avanza Auto definieras marknadsportföljen som de tillgångsslag som Avanza Auto – fonderna investerar i (se nedan). Med hjälp av kursdata från olika index och andra informationskällor skattas marknadsportföljens vikter - dvs tillgångarnas andel i marknadsportföljen -, avkastningen för tillgångarna och hur dessa avkastningar korrelerar med varandra. Jämviktsavkastningarna – dvs där säljare och köpare på kapitalmarknaderna möts – beräknas sedan med hjälp av Markowitz matematiska metod.

Syn på marknadens utveckling

Idén bakom Black-Littermanmodellen är att den kombinerar jämviktsavkastningarna som kommer med marknadsportföljen med en subjektiv syn på hur marknaden kommer att utvecklas. En subjektiv syn skulle exempelvis kunna vara att amerikanska aktier på sikt skall avkasta 7% medan jämviktsavkastningen säger 5 %.

I modellen fastställs också med vilken säkerhet man förväntar sig att den subjektiva synen faktiskt slår in. Avanza Auto tillämpar en 50% konfidensgrad dvs antar att det är 50% chans att den subjektiva synen blir verklighet.

Portföljoptimering givet valda restriktioner

Innan portföljerna optimeras tillämpar Avanza Auto ett antal restriktioner. Restriktionerna syftar till dels att undvika att optimeringsprocessen kommer fram till extrema eller orealistiska portföljer, dels att de reflekterar preferenser vad avser risk och allokering.

Följande restriktioner har valts i Avanza Auto:

- Blankning är inte tillåten.
- En högsta avgift i genomsnitt på underliggande fonder uppgående till 0,15% efter rabatt på förvaltningsavgift.
- Minst 15% exponering mot den svenska marknaden (s.k. home bias). En direkt följd av övervikten i svenska aktier är att valutarisken begränsas.
- Placeringarna ska följa Avanza Fonders hållbarhetsinstruktion
- Restriktioner kring fördelningen mellan aktier, räntebärande och alternativa tillgångsslag
- Restriktioner för att undvika att en tillgångsklass avviker extremt från dess andel i marknadsportföljen (med undantaget från Sverige ovan).

3.2 Val av tillgångsslag

I Avanza Auto kan placeringar göras i tre olika tillgångsslag; aktier, räntebärande och alternativa tillgångsslag.

Generellt används placeringar i tillgångsslaget aktier för att öka avkastningen i portföljen och räntebärande tillgångsslag för att kontrollera riskerna. När så är lämpligt görs placeringar i alternativa tillgångsslag för att diversifiera portföljen samt utnyttja möjliga riskpremier i alternativa marknader för att därigenom ytterligare förbättra relationen mellan risk och avkastning.

Tillgångsslagen är valda utifrån en tro på att avkastningen på aktier kommer att överstiga den på räntor och att Sverige över tid kommer att ha en högre avkastning än aktiemarknaderna i övriga utvecklade marknader (Dimson, March & Staunton 2002). Kännedomen vad gäller Sverige är också högre vilket tillsammans med historiskt högre avkastning ger skäl för en s.k. home bias. För att åstadkomma ytterligare avkastning görs investeringar i svenska småbolag. USA är en av världens viktigaste aktiemarknader och där väljs också möjligheten till ökad avkastning genom småbolag



(Siegels 2014). Räntebärande tillgångsslag är svenska för att därigenom undvika ytterligare risk i form av valutarisk.

Tabell 1: Valda tillgångsslag och geografier i Avanza Auto

Svenska aktier	Investeringar i större svenska företag
Svenska aktier small cap	Investeringar i mindre svenska företag
USA aktier	Investeringar i större amerikanska företag
USA aktier, small cap	Investeringar i mindre amerikanska företag
Europeiska aktier	Investeringar i europeiska aktiebolag, främst från Storbritannien, Tyskland, Frankrike och Schweiz.
Japanska aktier	Investeringar i japanska aktiebolag
Tillväxtmarknader	Investeringar i aktiebolag från olika tillväxtmarknader främst från Kina, Taiwan, Indien, Brasilien, Sydafrika, Hong Kong och Ryssland
Alternativa investeringar	Investeringar i råvarumarknader såsom olja, guld, majs och kaffe.
Svenska penningmarknadsinstrument	Investeringar i räntebärande tillgångar, emitterade av staten samt kreditvärdiga bolag med en löptid ≤ 1 år.
Svenska obligationer	Investeringar i räntebärande tillgångar, emitterade av staten och svenska bostadshypotek med löptid > 1 år.

3.3 Val av instrument

För att minimera kostnaderna i Avanza Auto väljs i huvudsak indexfonder. När fonder väljs skannas ett stort antal fonder där stort fokus i utvärderingen läggs på kostnad samt hållbarhetsprofil. Vidare analyseras tracking error för att tillförsäkra att fonden har visat sig kunna följa det valda indexet på ett tillfredsställande sätt. Slutligen kontrolleras att de valda fonderna är tillräckligt likvida och har tillräcklig storlek så likviditetsrisken begränsas.

Avanza Auto placerar i andra fonder och erhåller i vissa fall en rabatt på förvaltningsavgiften i den underliggande fonden. Denna rabatt tillfaller fonden och dess investerare, innebärande att kostnaderna blir motsvarande lägre.

3.4 Modelluppdatering

För att behålla portföljernas givna risknivåer och allokeringar, övervakas fonderna och re-balanseras till de optimala allokeringar som Black-Litterman-modellen ger. Re-balansering sker huvudsakligen kvartalsvis men gränser har satts upp för hur långt allokeringen får drifta iväg innan re-balansering måste ske.

En gång per år görs en ny beräkning av den optimala allokeringen i de sex Autofonderna.



3.5 Revision av modellen

Modellen kommer att genomgå en årlig revision där en detaljerad genomgång görs av performance i respektive Autofond med hjälp av kontributions- och attributionsanalyser. Vad har gått bra och vad har gått mindre bra? Hur ser marknadsutsikterna ut framöver?

Fonderna jämförs med liknande fonder och en genomlysning inklusive "Due Diligence" genomförs av underliggande instrument samt övriga motparter.

4. Källor

För den ännu mer intresserade rekommenderar vi följande publikationer:

Black F. and Litterman R.: Asset Allocation Combining Investor Views with Market Equilibrium, Journal of Fixed Income, September 1991, Vol. 1, No. 2: sid 7-18

Black F. and Litterman R.: Global Portfolio Optimization, Financial Analysts Journal, September 1992, sid 28–43

Dimson E, Marsh P and Staunton M, "Triumph of the Optimists". 2002

Markowitz, H.M. (March 1952), "Portfolio Selection". The Journal of Finance. 7 (1): sid 77–91.

Idzorek, Thomas M, "A Step-by-step guide to the Black-Litterman Model". Ibbotson Associates , 2005.

Guangliang, He, "The Intuition behind Black-Litterman Model Portfolios". Goldman Sachs Asset Management.

Walters, Jay, "The Black-Litterman Model in Detail", blacklitterman.org, 2014.

Michaud, Richard O, "The Markowitz Optimization Enigma: Is "Optimized" Optimal", Financial Analysts Journal/ January-February, 1989.

Siegel, J. "Stocks for the Long Run", 2014

Swensen, D, "Unconventional Success", 2005.

