

Intervju med Martin Estlander - Estlander & Partners

Stockholm (HedgeFonder.nu) - Sedan 1991 har Martin Estlander (*bild*), grundare av Estlander & Partners, förvaltat institutionellt kapital via systematiska terminsstrategier. Med bas i Vasa, Finland, förvaltas idag ca. 800 miljoner Euro via Estlanders tre strategier Global Markets, Alpha Trend och Freedom. Alpha Trend är en renodlat trendföljande strategi medan Global Markets använder sig av en kombination av fundamental data och prisdata som input. I Freedom-strategin kombineras Global Markets och Alpha Trend, denna strategi erbjuds även i UCITS format och kan för mindre svenska investerare nås även via Aktie-Ansvars TrendHedge produkt. Likt andra CTAs har avkastningen för Estlanders produkter upplevt ett utmanande marknadsklimat sedan det rekordstarka 2008. Under innevarande år har dock avkastningen för framförallt Alpha Trend-programmet skjutit i höjden och förvaltningen har, om man ska tro förvaltarens egna utsagor, gynnats av att marknaderna uppvisat ett mer trendvänligt mönster. Hedgefonder.nu tog tillfället i akt att höra vad Martin Estlander hade att säga om senaste tidens utveckling och utmaningar och även se tillbaka på över 20 år av framgångsrik systematisk förvaltning.

HedgeFonder.nu: Ni började utveckla systematiska terminsstrategier redan 1991, i en tid då den datoriserade världen ännu var i sin linda, hur skulle du jämföra dåtidens utmaningar med de utmaningar ni ställs inför idag?

Martin Estlander: Man kan se på frågan på två sätt. Å ena sidan kan man säga att massor har förändrats, men å andra sidan kanske förändringarna inte är så stora. Låt mig utveckla vad jag menar.

Det som förändrats är givetvis CTA-industrin, som har vuxit enormt. CTAs är idag en mycket etablerad, välkänd och utnyttjad strategi. Marknaderna har blivit mycket mer automatiserade och (därmed) mer likvida. I takt med att industrin vuxit har även regleringen tilltagit, speciellt i Europa, till en idag ganska tung nivå, och barriärerna för en ny förvaltare att etablera sig har som en följd av detta höjts enormt. 1991 kunde man starta med en dator och 100.0000 dollar. I dag får man lägga en flersiffrig multipel på allting. Sett från denna vinkel är det alltså både nya möjligheter och utmaningar för oss förvaltare. För mycket reglering, liksom även centralbankernas manipulation av marknaderna, är åtminstone kortsiktigt en utmaning.

Martin Estlander: Det som däremot inte förändrats så mycket är möjligheterna som uppstår i takt med att världen och ekonomier förändras. Vi investerare är precis lika irrationella och drivna av våra beteendemönster som för 22 år sen, vilket fortsatt skapar möjligeter för systematiska strategier.

Hedgefonder.nu: Ser du det som en fördel att ha varit med tidigt i branschens utveckling?

Martin Estlander: Absolut. Marknader är cykliska och vi människor tenderar att vara rätt kortsiktiga i vårt tankesätt. Under 30 år har flera cykler kommit och gott och perspektivet av detta, möjligheten att spegla händelser mot egna erfarenheter, tror jag hjälper en undvika misstag och se skogen för alla träden.

Hedgefonder.nu: Estlander har allt sedan starten under lång tid haft sin bas i Vasa i Finland, långt ifrån världens stora finansiella centrum. Hur säkerställer ni återväxten på research-sidan i en sådan liten marknad?

Martin Estlander: Vi har ett utmärkt utbildningssystem i Finland och vi har som företag haft som strategi att odla goda kontakter med högskolor dels för samarbetsprojekt, dels för att få „first shot“ på toptalanger. Det har fungerat bra. Även om vi har över 150 år av förvaltningserfarenhet i teamet har vi rekryterat erfarenhet även från bl a London, som komplement till yngre talanger. Det har inte varit oöverkomligt. Bl a så har ju Newsweek rankat Finland som världens bästa land att bo i...

HedgeFonder.nu: vilket är det enskilt största hotet mot aktivt förvaltade terminsstrategier i framtiden?

Martin Estlander: Jag upplever att politiker med ett oinitierat perspektiv kan skada marknaden genom att införa felaktiga regleringar, eventuellt till och med skatter. Dyliga kortsiktiga interventioner kan minska marknadens likviditet och härigenom höja, inte sänka, riskerna för investerarna, höja kravet på riskpremier o s v. Allt detta skulle utgöra ett hot mot våra strategier som bygger på likviditet. Speciellt orolig är jag inte – tvärtom tror jag på fria marknader och att förnuftet segrar.

HedgeFonder.nu: Martin, vad är din grundläggande förvaltningsfilosofi och hur tar den sig uttryck i era underliggande program?

Martin Estlander: Världen och marknaderna förändras. Investerarna, som observerar dessa förändringar, och dessutom drivs av sitt mänskliga beteendemönster, driver priser på sätt som ofta leder till pristrender. Dessa trender kan med fördel utnyttjas av systematiska strategier, som identifierar trender genom att dels observera prismönster, dels genom att analysera fundamentala makrodata.

Det vi gör är att investera riskkapital i dessa möjligheter, samtidigt som vi noggrannt allokerar och kontrollerar de risker som vi exponerar oss för. Att vi gör det systematiskt är för oss den bästa garantin för att vårt eget beteendemönster inte spelar oss några spratt – vi är inte heller mer än människor. Med referens till din tidigare fråga kan man konstatera att grundprinciperna inte ändrat alls på tjugotvå år av denna förvaltning. Principerna har bara förädlats under resans gång. Konstant forskning är centralt för att hålla sig i fronten av utvecklingen.

HedgeFonder.nu: CTA-strategier har haft några tuffa år, vad skulle du säga är de största anledningarna till att CTAs inte nått upp till sin historiska avkastning sedan rekordåret 2008?

Martin Estlander: Vi upplevde den största finanskrisen på 80 år. Som följd av denna har investerarens riskexponering minskat och vi har sett en tydlig „deleveraging“. Dessa faser leder typiskt till ökande korrelation mellan olika tillgångsklasser och s k „risk on – risk off“ beteende, d v s investerare är antingen benägna att ta på mer risk eller att minska sin risk och detta blir ett dominerande element i de flesta marknadsrörelser.

Därtill har marknaderna manipulerats av centralbanker och politiker, som påverkat de fria marknadsrörelserna på ett sätt som är besvärligt för systematiska modeller.

Då krisen var större än på länge blev också svallvågorna större och mer ihållande.

Detta år har visat att det värsta för denna gång är förbi och en tydlig normalisering av marknaderna har kunnat skönjas.

HedgeFonder.nu: de senaste årens svaga utveckling för CTAs har återigen aktualiserat frågan om huruvida „trend following“ fortfarande fungerar som absolutavkastande strategi, vad anser du talar för att så är fallet?

Martin Estlander: De grundläggande samband jag tidigare varit inne på. Vår mänskliga natur fortsätter att styra hur vi beter oss i marknaden, och alla beslut innefattar en komponent av emotionalitet, som inte alltid är rationell. Vi vet också av erfarenhet att marknader kan manipuleras under en tid, men att dylik manipulering aldrig fungerar i det långa loppet.

Under de senaste tjugo åren har vi haft fler perioder när investerare varit besvikna över kortsiktig avkastning för CTAs. Varje gång har det funnits observatörer som dödförklarat strategin, vilket typiskt kan kopplas samman med bristande förståelse för varför trender uppstår i marknaden.

Hedgefonder.nu: Alpha Trend har haft en mycket bra start på 2013 och överpresterat branschens jämförelseindex, vad är det som gjort marknaderna mer lättnavigerade i år varför har Alpha Trend lyckats särskilt bra?

Martin Estlander: Generellt den marknadsnormalisering vi sett och som jag tidigare varit inne på, men mer specifikt att Alpha Trend, som precis som Freedom som också klarat sig väl, är snabbare i sina reaktioner än många andra strategier, vilket gjort att vi kunnat kapitalisera på vissa av de rätt starka rörelser vi sett i år. Dessutom har AlphaTrend en mer diversifierad portfölj där råvaror har en relativt större betydelse än korrelerade finansinstrument, än de flesta CTAs. Det har fallit väl ut nu när marknadskorrelationerna minskat och risk on risk off ökat.

HedgeFonder.nu: Vad skiljer era underliggande trading-program åt och varför är en kombination av Alpha Trend och Global Markets en bra idé?

Martin Estlander: Alpha Trend är en rent trendföljande strategi som baserar sig på prisanalys, medan Global Markets har flera komponenter som systematisk macro, short term trading, relative value mm som komplement till rent trendföljande komponenter.

Investerare som söker en rent trendföljande strategi föredrar Alpha Trend, medan de som vill ha t ex ett större inslag av systematic macro föredrar Global Markets.

I Freedom Fund kombinerar vi alla våra strategier till en multistrategifond och erbjuder härigenom investerare ovärderlig dekorrelation till traditionella tillgångar genom bara en linje i portföljen. Den som väljer Freedom investerar i allt kunnande, alla de modeller och erfarenheter vi utvecklat under de senaste 22 åren. Både i vårt och många investerares tycke är detta karakteristiskt för en flaggskeppsprodukt.

HedgeFonder.nu: Ni har idag ca. 800 miljoner euro under förvaltning och är jämfört med de stora drakarna en relativt liten spelare i CTA-världen, vilka är de största för- respektive nackdelarna med att vara liten och hur ser du på kapacitetsproblematiken inom Managed Futures?

Martin Estlander: Med mindre assets kan vi manövrera smidigare på marknaderna , speciellt i mindre likvida instrument som större aktörer kan inkludera enbart med begränsad portföljvikt. Detta upplever vi som en stor fördel. Vi upplever därtill mindre sk. „slippage“ på våra affärer.

En nackdel är att många investerare inte vågar investera annat än i välkända märken, och Finland som land hör väl inte till de mest välbekanta finanscentra heller. Mycket positivt är dock att vår del av världen växer fram allt mer på kartan hos investerare, främst tack vare många av de duktiga svenska förvaltare som utvecklats under senare år. Det är vi mycket glada för.

HedgeFonder.nu: Hur ser du på det allt striktare regelverket som omgärdar alternativa investeringsprodukter, Managed Futures inkluderat? Kommer de ökade kostnaderna för att anpassa fondstrukturer till nya regler innebära att mindre investerare kommer tvingas vänja sig vid en högre avgiftsnivå?

Martin Estlander: Nej, jag tror inte att mer reglering leder till högre avgifter. Arbetet måste helt enkelt anpassas och automatiseras.

Däremot leder striktare regelverk och mer arbete återigen till mer konsolidering och färre leverantörer av alternativa investeringsprodukter, och därigenom till mindre utbud för investerare. Var och en kan spekulera i om detta är i investerarnas intresse eller ej.

Samtidigt torde mer reglering göra det lättare för investerare att välja alternativa produkter som tillgångsslag, vilket säkert kommer att öka det förvaldade kapitalet på sikt. Vi ser tydligt hur ett relativt sett avancerat och bra regelverk i Sverige och Finland har bidragit till större acceptans och marknadspenetration för bla Managed Futures jämfört med de flesta andra, kanske till och med alla andra länder.

Regleringars nytta avgörs inte av dess mängd utan av dess kvalitet. Här finner vi bl a att det nya AIFM-direktivet är ett positivt fenomen, även om vi fortfarande ser utrymme för förbättringar.

HedgeFonder.nu: När du ser tillbaka på er långa historik av terminsförvaltning, vad skulle du säga är den enskilt största lärdomen du dragit genom åren när det gäller finansiella marknader och utveckling av systematiska strategier som ett medel att konsekvent extrahera alfa över tiden?

Martin Estlander: Disciplin är det avgörande, både för strategin och för att bedriva framgångsrik förvaltning som verksamhet.

HedgeFonder.nu: Kan du dela med dig lite av er marknadsvisdom med oss?

Martin Estlander: Min erfarenhet är att man alltid måste vara mycket ödmjuk och utgå från att marknaden kan ha rätt.