

Intervju: Thomas Pohjanen - Excalibur

Stockholm (HedgeNordic) - En av Sveriges äldsta och mest välrenommerade hedgefonder är Fixed Income-fonden Excalibur, förvaltd av veteranerna Thomas Pohjanen och Björn Suurwee, båda verksamma i branschen sedan 80-talet.

Med en fundamental analys i grunden, placerar fonden till 90-95% i räntebärande instrument (statsobligationer, bostadsobligationer, terminer, FRAs, etc.), och 5-10% i valutapositioner (spot, terminer och optioner). Geografiskt fördelar sig positionerna (genomsnitt % av VaR) 30% Sverige, Euroland 30%, USA 30% och UK 10%. Teknisk analys används som stöd för entry/exit timing, för att avgöra positionsstorlek och hitta trender. Förvaltarna utgår från 5-10 olika teman, vilka i sin tur ofta är indelade i flera olika tematiska spår. Ett tema får maximalt vara 50% av den totala risken.

Den riskjusterade avkastningen har historiskt varit mycket bra. Sedan starten 1 april 2001 är fonden upp 122,16%, motsvarande en genomsnittlig årsavkastning (5 år) på 4,7%. Detta har skapats till en volatilitet på endast 1,65% (5 år), vilket ger en Sharpe-kvot på mycket goda 2,78 (5 år). För det senaste året uppgår Sharpe-kvoten till hela 5,47. Under oktober månad, då de flesta marknader drabbades av stora fall, tappade fonden -0,57%. Ackumulerat under 2014 uppgår avkastningen till +3,10%.

Vi tog tillfället att fördjupa oss ytterligare i hur förvaltarna resonerar. Här följer vad de hade att säga:

HedgeNordic: Ni skriver i er presentation av fonden att er metod är "Trading the Fundamentals". För att bli lite mer specifik - vad lägger ni in i det begreppet?

Thomas Pohjanen: En gedigen makroanalys ligger till grunden för alla positioner och tradingteman. Vi lägger ett pussel där vi utgår från vår egen bedömning av den ekonomiska och geopolitiska situationen och sedan triangulerar vi den med ett antal 'think tanks' som vi samarbetar med.

HedgeNordic: Er investeringsprocess beskriver ni som 4C - Cycle, Consensus, Conviction, Contrarian. Kan ni kort beskriva hur ni ser på makroläget för Sverige, Europa och USA - är ni optimister eller pessimister? Och vad gäller "Contrarian" - kan ni ge exempel på en position där ni är på tvärs med marknaden?

Thomas Pohjanen: För de länderområden som kommit ur den djupa nedgångsnykeln men där penningpolitiken än så länge ännu inte påbörjat en återställningsfas menar vi att marknaden generellt har byggt baisse-strategier för högre räntor när vi nu går in i 2015.

Samtidigt bedrivs kvantitativ penningpolitik med växande balansräkningar i andra länderområden, vilket minskar utbudet av obligationer. Det är troligt att avkastningskurvans form kommer att utvecklas på ett annorlunda sätt jämfört med tidigare avvecklingsfaser när vi går ur 0-räntepolitiken givet den stora efterfrågan på obligationer som vi nu ser framför oss från flera centralbanker

HedgeNordic: Spelar konjunkturläget egentligen någon roll för er avkastningspotential, eller har förmåga att tjäna lika mycket pengar oavsett var i nykeln vi befinner oss?

Thomas Pohjanen: Konjunkturläget spelar en viss roll. Inte så mycket vilken konjunkturfas vi befinner oss i, men när vi har större förändringar eller trender som vänder så ökar volatiliteten och möjligheterna för oss att extrahera värde ur marknaden.

HedgeNordic: Ni förvaltar portföljen gemensamt. Är ni alltid överens, eller händer det att någon av er genomför affärer och tar positioner som den andra inte gillar eller tror på?

Thomas Pohjanen: Styrkan med vår gemensamma förvaltning är att vi har olika perspektiv på hur vi ser på marknaden, och att vi lärt oss att läsa när den andre har kommit något bra på spåren. På det sättet kan vi växla mellan att bara handla en oscillerande marknad till att lägga oss för en trend. Men alla har fel från tid till annan. Vi har lärt oss att stötta varandra i motgångar istället för att skylla på varandra.

HedgeNordic: Kan ni beskriva lite hur era tradingidéer utvecklas? Får ni förslag från externa firmor, eller har ni era gamla beprövade affärer som återanvänds beroende på marknadsläge?

Thomas Pohjanen: Vi gör nog som de flesta. Den egna uppfattningen trianguleras med bankernas analyser och de externa firmor där vi betalar för analys. Utifrån de slutsatser vi drar sätter vi sedan samman strategier.

HedgeNordic: Hur avgör ni positionsstorleken vid initiering?

Thomas Pohjanen: Generellt är det bättre att initiera en position efter att analysens slutsatser pekar på en värdepotential. Det finns alltid ett mått av större eller mindre osäkerhet behäftat med alla beslut men lärdomen efter många år av förvaltning är att någonstans runt en tredjedel av tänkt maxstorlek kan tjäna som ett riktmärke.

HedgeNordic: Ser beslutsprocessen likadan ut för att stänga en vinst- eller förlustposition, eller skiljer den sig åt? Är målavkastningen definierad redan vid initiering av en position?

Thomas Pohjanen: Den på förhand satta nivån för take profit respektive stop loss är definierad med val av instrumenttyper och exekveringstaktik. En strategis målavkastning kan komma att förändras med inkommande data, men den ursprungliga målavkastningen är en ny beslutspunkt. HedgeNordic.com: Under vilken typ av tradingmiljö fungerar er förvaltningsmodeller typiskt sett bäst och i vilken miljö skulle ni förvänta er att det skulle bli besvärligare?

Thomas Pohjanen: Vår bästa miljö är definitivt när centralbankerna rör på sig, gärna oväntat, och skapar volatilitet i marknaden. Då känner vi oss som mest bekväma. En lång tid av mindre och väl förutsett agerande av centralbankerna, kombinerat med mindre ekonomiska störningar, skapar en miljö som är svårare att hämta pengar ur.

HedgeNordic: Riksbanken sänkte nyligen reporäntan till noll, något som vi aldrig tidigare upplevt. Vad kan en räntehedgefond göra i en sådan miljö? Det finns inga "gratis-luncher" någonstans nu, så vad kan ni tjäna pengar på – satsa allt på stigande räntor?

Thomas Pohjanen: Sedan fondens start har vi skapat ett alpha på 4,3% i snitt, dvs avkastning över referensräntan. Förutsättningarna för vårt alpha har inte förändrats. Vi kan ligga korta eller långa (jodå – räntan kan gå ner mer) olika marknader fortfarande. Men visst, ett riktigt 'homerun' kanske kommer från en ränteuppgång.

HedgeNordic: Nollränteläget påverkar även avkastningen på hedgefondernas likviditetsförvaltning. Om man handlar med terminer och derivat, hade man tidigare 3-5% per år på sina ränteplaceringar. Det "golvet" är borta i och med nollräntan – innebär det att investerare måste vänja sig med lägre avkastning?

Thomas Pohjanen: Det stämmer – den underliggande avkastningen för en ränteportfölj utan större kreditrisk har gått ner från en normaliserad ränta på 3-5% till någonstans 1-2% i dagsläget. Det

påverkar självfallet vår totala avkastning och man bör sänka avkastningskravet med 2-3% så länge det varar. Men det är detta som gör att en bra räntehedgefond verkligen gör skillnad för investerarna.

HedgeNordic: Ni beskriver att ni kan investera delar av fondens likviditet i företagskrediter. Hur stor kreditrisk tar ni i dessa placeringar – har ni några begränsningar gällande kreditrating?

Thomas Pohjanen: Även om vi inte har någon formell begränsning investeras denna del i Investment Grade, samt i välkända svenska obligationer som har en Shadow Rating som motsvarar Investment Grade. Hög likviditet och låg kreditrisk är väldigt viktigt för oss. Det är inte genom att gå ut på kreditkurvan som vi skapar meravkastning.

HedgeNordic: De senaste åren har många hedgefonder lidit svårt av ständiga interventioner från centralbanker och myndigheter, något som kullkastat alla gamla historiska samband som tidigare indikerat olika utfall. Har ni drabbats av detta, liksom många andra? Och kommer vi få se ett "mean-reversal", där alla samband normaliseras och går tillbaka till vad det en gång varit, eller får vi vänja oss vid att det är en ny värld där ute?

Thomas Pohjanen: Det är precis detta som är vårt element. Att i minsta detalj försöka förutse vad alla dess genomgripande och nydanande aktioner från centralbankerna kommer att få för konsekvenser. FED har precis startat sin process för att återvända till en mer normaliserad räntenivå och balansräkning, och vi ser fram emot att följa den utvecklingen. ECB går åt andra hållet och kommer att öka sin balansräkning och stimulans av Eurozonen, men de har en mycket mer komplicerad miljö att verka i. Att gå in i detaljerna och förstå hur deras agerande påverkar olika tillgångsklasser är ett digert men lönsamt jobb att göra.

HedgeNordic: Hur har ni i så fall förändrat era modeller under de senaste åren, som en anpassning till den nya miljön?

Thomas Pohjanen: Den långsiktiga analysen tjänar även här sitt syfte. T ex är den 0-räntepolitik kombinerad med kvantitativa åtgärder som nu bedrivs av ECB under senare delen av 2014 en nödvändig konsekvens av ekonomiska fundamenta som varit klart urskiljbara under flera år – med den kompassen kan förvaltningen anpassas till det långsiktigt nödvändiga. Penningpolitiken kommer inte att förbli i nuvarande läge under många år i samtliga de länderområden vi verkar inom och det ger möjligheter.

HedgeNordic: På vilket sätt har Excalibur förändrats sedan lanseringen 2001, fram till i dag?

Thomas Pohjanen: Bliv vid din läst är ett av våra motto här. Vi har handlat samma marknader och instrument hela tiden och vi tror stenhårt på att en djup kunskap om vad du gör är bästa vägen till framgång. Efter 25 år i samma marknader har vi sett många olika scenarion spela ut, vilket hjälper att tolka varje ny situation.

HedgeNordic: Ni lämnade kapitalförvaltaren Lancelot 2006 – vad innebar det för er och fonden?

Thomas Pohjanen: Sedan vi lämnade Lancelot har vi blivit mer fokuserade på vår marknad och vår produkt, vilket gjort att avkastningen har ökat. Att vi själva äger fonden tillsammans med Mellby Gård är självklart också positivt och skapar incitament att göra ett bra jobb.

HedgeNordic: Ni har varit med länge nu i marknaden – ända sedan 80-talet – och förvaltat fonden framgångsrikt sedan 2001. Hur länge till kommer ni tycka att det är roligt? Finns det några successionsplaner inom firman?

Thomas Pohjanen: Vi sitter på världens roligaste jobb och entusiasmen är stor. När det gäller successionsplaner så finns inget bestämt i nuläget.

HedgeNordic: Avslutningsvis – har ni några sista ”visdomsord” att dela med er av från era år i marknaden?

Thomas Pohjanen: Gör det du är bra på och se till att ha roligt på vägen. Det är resan som är målet...