



# Intervju: Carlsson Norén Asset Management

Stockholm (HedgeNordic) - Det Göteborgsbaserade fondbolaget Carlsson Norén Asset Management startade 2007 med Fonden Carlsson Noren Macro Fund samt skräddarsydd diskretionär förvaltning. Bolaget har idag ett förvaltad kapital på över 1 mdr SEK, med kunder över hela Sverige och med fokus på institutioner, stiftelser och förmögna privatpersoner. Fonden Carlsson Noren Macro Fund har sedan starten gett en avkastning på 34,7%, med en standardavvikelse på 3.08 %.

Nyttillskottet inom firman, fonden Carlsson Norén Aktiv Allokering, som bygger på Chelys Kapitalförvaltnings modellportfölj Aktiv 40 Sverige, startade den 1 februari. Ansvarig förvaltare är Magnus Dahlgren.

Grunden till förvaltningen är Chelys analysmodell, som förvärvades i juni 2014. Chelys är ett fristående analysföretag, grundat 2012, som specialiserat sig på aktiv tillgångsallokering genom kvantitativ makroanalys. Den grundläggande filosofin är att vara investerad i de olika tillgångsslagen så länge den förväntade riskjusterade avkastningen är god, och att i annat fall investera i riskfria tillgångar. Vi på HedgeNordic fick möjlighet att ställa lite frågor till dem och här följer vad de hade att säga:

**HedgeNordic:** Ok, nu går ni från att ha förvaltad en macrohedgefond baserad på tung, fundamental macroanalys av ränteläget runt om i världen, till att driva även en algoritmstyrd, kvantbaserad allokeringsfond. Är det två helt olika djur förvaltningsmässigt, eller finns det någon som helst beröringspunkt mellan de

två? Några analysmässiga slutsatser att använda korsvis mellan de båda?



Fredrik Carlsson

**Fredrik Carlsson:** Ja, det finns flera beröringspunkter mellan de båda fonderna. Bland annat har båda fonderna liknande filosofi för avkastning och risk, och lämpar sig för kunder som inte bara söker avkastning utan även tycker att det är viktigt att bevara sitt kapital i oroliga tider. Allokeringensfonden är visserligen modellbaserad men använder liksom Macro Fund globala makrodata och olika finansiella data för att komma fram till hur allokeringen ska ske mellan de olika tillgångsslagen.

**HedgeNordic:** Hur definierar du själv fonden Aktiv Allokering – kan du utveckla er förvaltningsmetodik ytterligare, vad gör ni – egentligen?

**Magnus Dahlgren:** Liksom en traditionell blandfond vill vi ta del av de olika riskpremier som de olika tillgångsslagen ger – aktier ger över tiden högre avkastning än räntebärande tillgångar, företagsobligationer ger över tiden högre avkastning än statsobligationer, och långa räntor ger över tiden högre avkastning än korta räntor.

Men vi nöjer oss inte med detta, utan vill bara ha marknadsexponering när riskpremien är stabil eller fallande, det vill säga när värdeutvecklingen förväntas bli positiv. I annat fall kommer fonden att allokera om till placeringar med väsentligt lägre risk.

Nyckeln till detta är förstås att komma fram till när den förväntade avkastningen är positiv, och detta gör vi genom att studera historiska samband mellan en rad olika parametrar och de olika tillgångsslagens avkastning. Parametrar som blir mer relevanta med tiden kommer att viktas upp; parametrar som blir mindre relevanta kommer att viktas ner och eventuellt lämna modellen för att ersättas av nya parametrar.

**HedgeNordic:** Den kvantitativa analysmodellen i Chelys Aktiv 40 är grunden för fondens förvaltning, där modellen ska signalera när portföljen ska viktas om. Vad är det för signaler i marknaden som modellen scannar av egentligen? Kan du ge exempel på en typisk trendförändring som genererar ett skifte i allokeringen.

**Magnus:** Vi har försökt att välja så allmängiltiga indikatorer som möjligt, vilket gör att orsaken till trendförändringen inte spelar så stor roll, oavsett om det skulle gälla positiva vinstvarningar, oroligheter i Ryssland eller svaga finanser i Grekland. Vi kan istället läsa av orsaken som "symptom" i de olika parametrar som modellen följer.

Modellen följer ca 30-40 parametrar per tillgångsslag, så det är oftast inte bara en förändring som leder till ett skifte i allokeringen utan en rad samverkande förändringar. Ett exempel kan vara att volatiliteten börjar stiga trendmässigt samtidigt som kreditspreadar går isär, ledande konjunkturindikatorer börjar vika och fondflödena försvagas, vilket i sin tur leder till att modellen viktas ner andelen aktier i portföljen.

**HedgeNordic:** Är fonden att definiera som en CTA/trendföljande fond, med den skillnaden att ni inte går kort i några positioner, eller hur ser ni på den jämförelsen?

**Magnus:** Vissa likheter finns det, men dels tror vi att vi har en lite bredare ansats eftersom vi inte bara studerar pristrender utan även en rad fundamentala data. Det är inte heller korrekt att beskriva fonden som trendföljande, utan modellen kan även gå emot marknaden om värdena på parametrarna skulle avvika för mycket från normalläget, vilket exempelvis kan inträffa under kraftiga låg- eller högkonjunkturer, om värderingen skulle vara alltför hög eller låg etc.

**HedgeNordic:** Ni skriver att alla valutarisker är hedgade till SEK. Hur stor del av tillgångarna kommer vara investerade i andra marknader och andra valutor än SEK? Valutasäkrar ni fondens tillgångar på daglig basis?

**Magnus:** Fonden riktar sig främst mot svenska investerare och det är därför vi har valt att valutasäkra eventuella utländska investeringar. Det enda område där vi går utanför landets gränser är företagsobligationer, och detta är för att den svenska marknaden är för liten för att få en tillräckligt bred marknadsexponering. Valutasäkring sker normalt så fort omplaceringar sker i portföljen; skulle det uppstå valutaexponering på grund av större kursrörelser görs ny valutasäkring.

**HedgeNordic:** Vad är fondens placeringsunivers, mer konkret? Vilka marknader inom aktier, stats- och företagsräntebärande kan ni investera i? Funkar modellen på hela världens marknader?

**Magnus:** Fonden kommer endast att investera i svenska aktier, svenska statsobligationer samt företagsobligationer (investment grade). Likviditet kan placeras i kortare statspapper eller hos svensk bank. Vi eftersträvar en bred marknadsexponering och investerar därför huvudsakligen i indexinstrument eller indexnära instrument när det gäller aktier och företagsobligationer. Modellen har dock testats på andra geografiska marknader och på olika råvaror, så det är inte omöjligt att det kan komma en fond med bredare inriktning i framtiden.

**HedgeNordic:** Hur avgör ni positionsstorleken och hur definieras tidpunkt för investering/exit?

**Magnus:** Vi försöker fånga marknadsrörelser på några veckor upp till några månader. Positionsstorlekar och timing avgörs helt och hållet av modellen. Köp- och säljsignaler för de olika parametrarna sammanvägs till en så kallad Timingindikator för tillgångsslaget, som i sin tur används för att bestämma dess vikt i portföljen. Analysen görs veckovis, och positionerna behålls tills signalerna förändras.

**HedgeNordic:** Så till en mer övergripande marknadsfråga. Det har de senaste åren varit något av en "super cycle" för Fixed Income- och många hedgefonder, tack vare kraftigt fallande räntor i spåren av extremt stimulerande centralbanker, som gjort allt för att staga upp den globala ekonomin. Hur ska centralbankerna komma ur situationen utan att skrämja slag på marknaden - och när?

**Fredrik:** Centralbankerna har definitivt blivit ett verktyg för politiker istället för att vara oberoende. Det beror till viss del på att globaliseringen gjort att inflationen pressats ner och därför har centralbankerna tappat argument för att hålla en ränta som inte bygger upp framtida bubblor. Marknaden prisar därför med rätta en mycket låg sannolikhet för snabba räntehöjningar framöver. Men det är helt klart att många räntehandlare aldrig har varit med om en riktig ränteuppgång, så det kan nog bli stökigt ändå, om den kommer.

**HedgeNordic:** Ser ni en vändning uppåt på långräntorna, någon gång i framtiden, som ett hot mot avkastningen eller finns det möjlighet för er att tjäna pengar? Eller spelar det ingen roll?

**Fredrik:** Macro Fund behöver rörelser i marknaden snarare än en viss riktning eftersom den kan ta både korta och långa positioner. För Aktiv Allokering handlar det istället om att undvika långa ränteplaceringar under perioder då räntorna stiger kraftigt och istället placera i aktier eller korta räntor. Högre räntor är positivt för båda fonderna.

**HedgeNordic:** När man tittar på den historiska avkastningen (simulerad 1997-2011, proforma 2012-2014) så kan man som nämnts ovan konstatera att det varit en period av fallande räntor, åtminstone sedan 2008, vilket skapat fantastisk avkastning på långa räntebärande papper. Med hänsyn till det, är de historiska avkastningstalen för modellen relevanta som indikator på framtiden, eller är de "omöjliga" att återskapa? Er målavkastning anges till 10% per år, "men till väsentligt lägre risk", men sedan 2012 har modellen levererat över 10% endast en gång (2012). Även om det var nära 2013, är det inte risk att ni lovar mer än ni kan leverera, utan att ta för mycket risk, när vi har en nollräntemiljö?

**Magnus:** Det är viktigt att poängtera att siffrorna fram till 2011 är simulerade, men ändå baserade på en förvaltningsfilosofi och ett arbetssätt som använts sedan 2002. Syftet med simuleringen har varit att verifiera att modellen skulle ha agerat som vi tycker att den borde ha gjort i olika situationer, och att kontrollera att risken i förvaltningen skulle ha varit hanterbar.

Vi är medvetna om att avkastningsmålet är ganska ambitiöst satt i nuvarande räntemiljö. Desto viktigare för avkastningen under kommande år kommer aktiemarknaden och modellens förmåga att identifiera dess trender att vara.

En fördel med att ha en modellbaserad förvaltning med strikta regler för exponeringen är att förvaltaren aldrig kan lockas att ta högre risk genom att tänja på mandatet för att försöka krama ur portföljen några extra punkters avkastning, utan vi håller oss till det vi gör i vått och torrt.

**HedgeNordic:** Ni har endast ett negativt år (2002: -3,7%) under 18 år (baserat bl.a. på de simulerade resultaten). Finns det risk att man blir extra försiktig om det börjar gå segt, för att inte förstöra en så lång svit av positiv avkastning, eller är det något som inte påverkar er alls i er förvaltning? Och känner ni er övertygade om att modellen kommer fungera lika bra de kommande tio åren, trots att det i viss mån är en helt ny värld där ute?

**Magnus:** Det finns både för- och nackdelar med att basera förvaltningen på en

kvantitativ modell, men en viktig fördel är att modellen inte har några känslor och därför kan fatta rationella beslut utan att drabbas av misstro, panik, eufori, besvikelser etc. Skulle modellen fungera mindre väl under en period finns det även en automatisk mekanism inbyggd för att hantera detta: positionerna kommer då automatiskt att dras ner tills modellen återigen börjar generera meravkastning.

**HedgeNordic:** Många hedgefonder som arbetar mycket med terminer och derivat sitter ofta på stora kassor som placeras i statsskuldsväxlar eller dylikt. Tidigare år, när räntenivån var väsentligt högre, gav det en "kudde" för förvaltaren som redan vid ingången av året visste att man hade ett antal procentenheter i garanterad avkastning. Nu med nollräntor - på vissa marknader t.o.m. negativa räntor - har spelplanen förändrats fundamentalt och det finns inte längre några "gratisluncher". Är investerarna tvungna att vänja sig med att avkastningen inte kommer bli så fantastisk som t.ex. ert historiska snitt kan inge förhoppningar om?

**Fredrik:** Jag tycker att frågan passar bättre in på traditionella hedgefonder som tidigare kunnat ta dolda kreditrisker för att finansiera sina positioner. Dessutom har volatiliteten pressats ner av centralbankernas QE program vilket också gör att man behöver ställa ut mer optioner för att finansiera handeln, vilket kostade när SNB släppte schweizerfrancen. Vi arbetar inte på det sättet.

**HedgeNordic:** En avslutande marknadsfråga som kanske mer är relevant för er ursprungliga macrofond. Hur ser ni på framtiden för USA och Europa - kommer man att få ordning på obalanserna i ekonomin, kommer ECBs nya QE-paket att fungera eller blir det som en adrenalinpumpad duracell-kanin på väg mot baksmälla? Och kommer den börsmässiga återhämtningen att hålla i sig?

**Fredrik:** USA har de senaste åren haft en så expansiv penning och finanspolitik så att det verkligen är tur för världen att ser bättre ut i ekonomin. När det gäller Europa så ser det lite bättre ut redan innan ECBs senaste QE-paket. Tillväxten stiger och budgetunderskotten har stabiliserats samtidigt som räntorna i de svaga länderna kommit ner till rekordlåga nivåer. Jag förväntar mig att man pumpar upp tillgångspriserna ytterligare och göder de redan rika med medborgarnas pengar. Samtidigt så minskar trycket på politikerna att genomföra strukturreformer, vilket skapar sämre tillväxt på lång sikt.

**HedgeNordic:** Till sist - har ni några visdomsord eller erfarenheter från marknaden att dela med er av?

**Fredrik:** Historien upprepar sig ibland. Men ibland gör den det inte. Detta gör att man kan ofta kan utnyttja historiska mönster, men man måste alltid vara öppen för att förändra sitt sätt att tänka och agera.