



Aktiv förvaltning av BRIC-landsfonder

En jämförelse av prestation mellan aktivt förvaltade BRIC-landsfonder på den svenska fondmarknaden och respektive jämförelseindex under perioder av upp- och nedgångar 2006-2011

Författare:

Claes Adamson
Johan Junge

Handläggare:

Ulf Olsson

Sammanfattning

Denna studie undersöker hur aktivt förvaltade BRIC-landsfonder (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) som erbjuds på den svenska fondmarknaden har presterat i förhållande till respektive jämförelseindex (*MSCI*) utifrån avkastning och riskjusterad prestation under perioder av upp- och nedgångar 2006 till 2011. Vidare undersöker vi hur BRIC-landsfondernas prestationer har hållit i sig jämfört med index och varandra över tiden. Vi finner att majoriteten av Brasilien-fonderna slår index i både upp- och nedgång, samt håller i prestationerna över tid. Riskjusterat presterar fonderna över index två av tre perioder. Ryssland-fonderna slår index i uppgång, men inte i nedgång. Fonderna håller dock inte i prestationerna över tid. Riskjusterat presterar fonderna generellt sett under index, framförallt i perioder av nedgång. Indien-fonderna slår index i nedgång, men inte i uppgång. Fonderna håller inte i prestationerna över tid och underpresterar index på riskjusterad basis i perioder av nedgång. Slutligen finner vi att Kina-fonderna slår index i både upp- och nedgång, men att de inte håller i prestationerna över tid. Riskjusterat presterar fonderna över index i uppgång, men inte i nedgång.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemformulering	6
1.3 Syfte & Frågeställningar	7
2. TEORI	8
2.1 Introduktion av aktiefonder	8
2.2 Portföljteori	8
2.2.1 Standardavvikelse	8
2.2.2 Marknadsrisk & Specifik risk	9
2.2.3 Sharpekvot	9
2.3 Effektiva marknadshypotesen	10
2.4 Litteraturgenomgång	11
2.4.1 Studier där den aktiva förvaltningen underpresterar marknaden	11
2.4.2 Studier där den aktiva förvaltningen överpresterar marknaden	11
2.4.3 Studier om ihållande prestationer	12
2.4.4 Andra studier om BRIC-fonder	13
3. METOD	14
3.1 Val av marknad	14
3.2 Val av BRIC-landsfonder	14
3.3 Val & uppdelning av undersökningsperiod	15
3.4 Val av jämförelseindex	16
3.5 Beräkning av fondernas avkastning	16
3.6 Riskjustering med Sharpekvot	17
3.7 Fondernas ihållande prestationer	17
3.8 Kritik mot metoden	18
4. RESULTAT & ANALYS	20
4.1 Del 1 – Fondernas prestationer mot index under upp- och nedgångar	20
4.1.1 Brasilien-fondernas prestation mot index	20
4.1.1.1 <i>Analys av Brasilien-fondernas prestationer</i>	21
4.1.2 Ryssland-fondernas prestation mot index	23
4.1.2.1 <i>Analys av Ryssland-fondernas prestationer</i>	24

4.1.3	Indien-fondernas prestation mot index	25
	<i>4.1.3.1 Analys av Indien-fondernas prestationer</i>	26
4.1.4	Kina-fondernas prestation mot index	28
	<i>4.1.4.1 Analys av Kina-fondernas prestationer</i>	29
4.2	Del 2 – Fondernas ihållande prestationer	31
4.2.1	Brasilien-fondernas ihållande prestationer	31
	<i>4.2.1.1 Analys av Brasilien-fondernas ihållande prestationer</i>	33
4.2.2	Ryssland-fondernas ihållande prestationer	34
	<i>4.2.2.1 Analys av Ryssland-fondernas ihållande prestationer</i>	35
4.2.3	Indien-fondernas ihållande prestationer	37
	<i>4.2.3.1 Analys av Indien-fondernas ihållande prestationer</i>	38
4.2.4	Kina-fondernas ihållande prestationer	39
	<i>4.2.4.1 Analys av Kina-fondernas ihållande prestationer</i>	40
5.	DISKUSSION	42
5.1	Slutsatser	42
5.1.1	BRIC-landsfonderas prestationer mot index i upp- och nedgångar	42
5.1.2	BRIC-landsfondernas ihållande prestationer	45
5.2	Förslag på vidare forskning	46
	KÄLLOR	47
	Artiklar & Uppsatser	47
	Böcker	48
	Internet-artiklar	48
	BILAGOR	50
	Bilaga 1 – Fondernas absoluta avkastning	50
	Bilaga 2 – Fondernas relativa avkastning	51
	Bilaga 3 – Antalet perioder som fonderna slog index	53
	Bilaga 4 – Fondernas totala avkastning för hela undersökningsperioden	54
	Bilaga 5 – Fondernas Sharpekvoter	56
	Bilaga 6 – Fondernas jämförelseindex	57
	Bilaga 7 – Dataexempel	59

1. INLEDNING

1.1 Bakgrund

Tron om att tillväxtmarknader så som BRIC-länderna är framtidens ledande marknader och trenden att fondspara i dessa blir allt mer påtaglig. Samtidigt har den svenska fondmarknaden ökat lavinartat med en total fondförmögenhet på närmare 2 000 miljarder kronor, jämfört med att 1968 varit värderad till omkring 140 miljarder (Fondbolagens Förening 2011). Idag fondsparar 83% av männen och 80% av kvinnorna i Sverige vilket gör svenskarna till världens mest fondsparande folk. Inkluderas andelen sparande i PPM-fonder stiger siffran till nästan 100% (Fondbolagens Förening 2009).

Det finns många orsaker till det växande fondsparandet. På 30 år har t.ex. antalet fonder i Sverige ökat från omkring 20 stycken till 4 000. En annan orsak är att det idag går att fondspara i hela världen, och inte bara Sverige (Fondbolagens Förening 2009). Detta märks även i svenskarnas fondsparande då fler väljer att placera sina pengar i tillväxtmarknader, däribland BRIC-länderna.

Begreppet "BRIC" myntades 2001 av Goldman Sachs-ekonomen Jim O'Niell och står för tillväxtmarknaderna Brasilien, Ryssland, Indien och Kina. Gemensamt för dessa fyra ekonomier är hög tillväxtpotential då de tar över allt större världsmarknadsandelar i handeln med varor och tjänster (Kammarkollegiet 2009:1). Studier av Goldman Sachs prognostiserade att den samlade ekonomin av dessa fyra länder skulle kunna bli större än G6-länders inom 40 år (Wilson och Purushothaman, 2003). Redan 2010 tog Kina över platsen från Japan som världens näst största ekonomi, 5 år tidigare än beräknat, och Brasilien gick om både Frankrike och Storbritannien som den femte största ekonomin räknat i nominell BNP.

Den höga tillväxtpotentialen hos BRIC-länder visar sig även i de svenska fondförvaltarnas fondportföljer, då den allmänna uppfattningen är att dessa länder kommer att leda utvecklingen av aktiemarknaden inom de kommande åren (SFEI, 2009). Antalet fonder med inriktning mot BRIC-länderna (BRIC-landsfonder) har även ökat under 2000-talet.

BRIC-landsfonder är aktivt förvaltade vilket innebär att en fondförvaltare ansvarar för fondplaceringarna och att de genererar en avkastning till fondspararna som helst ska överträffa index. I utbyte tar fondbolagen ut förvaltningsavgifter. Tillväxtfonder så som BRIC-landsfonder utlovar ofta en hög avkastning, men då tillkommer också höga avgifter på i

genomsnitt 1,7 % per år. Det, menar fondförvaltarna, beror på att dessa marknader är omogna och väldigt riskfyllda vilket innebär dyrare förvaltning för fondbolagen (Aktiespararna, 2006).

Mycket kritik har riktats mot aktivt fondsparande då avkastningen ofta inte står i proportion till höga risker och avgifter. Till skillnad från aktivt förvaltade fonder följer den passiva förvaltningen index genom att köpa och sälja aktier parallellt med index. På så sätt tar den passiva förvaltningen inte ut lika hög risk eller avgifter. Valet av fondsparande kan på så sätt ha stor betydelse för framtida avkastning. Vidare visar många undersökningar att passiv förvaltning är mer lönsamt än aktivt förvaltade fonder. Mellan 2004 och 2008 var det endast 27 av 270 aktivt förvaltade fonder som slog svenskt jämförelseindex (Aktiespararna, 2010).

Vid sidan av den kraftigt växande fondmarknaden i Sverige och det ökande sparandet i BRIC-länderna har Sverige och resten av världen skakats av 2000-talets volatila ekonomi som inleddes med IT-kraschen, följt av finanskrisen 2008 och nu senast med den europeiska skuldskrisen som åter fått världens börser att falla kraftigt.

1.2 Problemformulering

Ingen annanstans i världen fondsparar befolkningen lika mycket som i Sverige. Detta innebär att en stor del av svenskarna förlitar sig på att de placeringar de gör, kommer generera en god avkastning i framtiden inför exempelvis pensionen. Många fondsparare väljer därför en aktiv förvaltning framför passiv i tron om att det kommer generera högst framtida avkastning. BRIC-ländernas snabba tillväxttakt har gjort dessa marknader populära bland fondförvaltare och fondsparare att placera i, trots den höga risk som kan ha stor påverkan på sparandet.

Av den anledningen är det intressant att undersöka BRIC-landsfonder som erbjuds på den svenska fondmarknaden. Genom att jämföra BRIC-landsfondernas prestationer i perioder av upp- och nedgångar mot respektive jämförelseindex hoppas vi kunna svara på ifall dessa fonder presterar bättre än index och således den passiva förvaltningen som följer index¹.

I tidigare studier av bl.a. Hjertberg och Berggren (2010) undersöks BRIC-fonders totala avkastning för en viss period mot jämförelseindex (*MSCI*). Vi har istället valt att fokusera på respektive BRIC-land och BRIC-landsfonder uppdelat på kortare perioder av upp- och

¹ Se bilaga 6 för mer information om respektive lands jämförelseindex

nedgångar. I andra studier undersöks endast några av BRIC-länderna i upp- och nedgång som i exempelvis Basdas & Ohran's (2010) studie.

Jägerstad och Widerståhl (2011) har i likhet med oss jämfört aktiv och passiv förvaltnings prestationer på den svenska fondmarknaden. Här skiljer vi oss genom att titta på en ny fondkategori, ställt i förhållande till sina jämförelseindex enskilt för varje land, samt uppdelat över andra tidsperioder.

Vi kommer även med vår undersökning kunna svara på hur fondernas prestationer hållit i sig över tid, samt vilka fonder som har presterat bäst. Vi hoppas på så sätt kunna ge råd till den svenska fondspararen som överväger fondsparande i dessa populära BRIC-landsfonder.

1.3 Syfte & frågeställningar

Denna studie ämnar undersöka hur aktivt förvaltade BRIC-landsfonder som erbjuds på den svenska fondmarknaden har presterat i förhållande till respektive jämförelseindex under perioder av upp- och nedgångar 2006 till 2011. Vi har två frågeställningar för att besvara syftet:

- *Hur har de aktivt förvaltade BRIC-landsfonderna presterat sett till avkastning och riskjusterade prestationer gentemot jämförelseindex för respektive marknad under vår undersökningsperiods upp- och nedgångar (2006-2011)?*
- *Hur har BRIC-landsfondernas prestationer hållit i sig jämfört med varandra och index över dessa perioder?*

2. TEORI

Denna del berör teorier och studier väsentliga för att kunna besvara syftet. Inledningsvis ges en generell introduktion utav aktiefonder. Därefter tar vi upp modern portföljteori och de risker som är förknippade med teorin, följt av en presentation av de mått vi använt oss utav i vår undersökning. Avslutningsvis presenterar vi tidigare studier om fondförvaltning och prestation, prestationernas förmåga att hålla i sig över tid samt BRIC-fonders avkastning.

2.1 Introduktion av aktiefonder

Den vanligaste formen av fondsparande är i aktiefonder som placerar minst 75% av fondförmögenheten i aktier. Vidare måste fonden sprida risken över minst 16 olika aktier. (Wilke, 2005). En fond får heller inte äga mer än 5% av rösträtterna i ett bolag. Fonderna har olika strategi i sitt investering som att exempelvis enbart placerar i aktier från en viss bransch, region eller land. Det medför att fonderna har olika hög risk beroende på vald investeringsprofil. Olika fonder medför även olika höga avgifter, där aktiefonder generellt har de högsta förvaltningsavgifterna med ett snitt på 1,4 %. (Oxenstierna, 2005)

En BRIC-landsfond är således en fond som investerar majoriteten av sin fondförmögenhet i aktier på en BRIC-marknad.

2.2 Portföljteori

Teorin säger att investerare ska anpassa sin portfölj av värdepapper så att risken i portföljen blir lägre samtidigt som avkastningen blir högre än vid en investering i enskilda värdepapper. Det innebär att investerare ska ha en bra diversifiering (riskspredning) mellan olika innehav, samt att dessa anpassas efter spararens egen placeringshorisont och risknivå. Portföljteorin är en grundpelare i fondförvaltarens investeringsfilosofi, där allokeringen av flertalet aktier bidrar till en lägre risk samt en potentiellt högre avkastning än index. (Wilke, 2005)

2.2.1 Standardavvikelse

En fonds totala risk uttrycks oftast med standardavvikelsen som mäter aktiens volatilitet, dvs. hur fondens avkastning i snitt avviker från medelavkastningen under en specifik tidsperiod. En fond med en hög standardavvikelse indikerar en hög risk och att fonden under den valda tidsperioden har haft stora svängningar i sitt värde. (Morningstar, 2011)

Formel för standardavvikelse:

$$STD = \sqrt{\frac{1}{T} \times \sum_{i=t}^N (R_t - AR)^2}$$

STD = Standardavvikelsen

R_t = Avkastning period t

AR = Genomsnittlig avkastning

T = Antal perioder för beräkningen

2.2.2 Marknadsrisk och specifik risk

Standardavvikelsen är uppdelad i två delar: marknadsrisk och specifik risk där den specifika risken är speciellt förknippad med en viss aktie. Genom att diversifiera en aktiefond kan den specifika risken minskas till i princip noll. Marknadsrisken för en aktie eller fond kan dock inte diversifieras borta då den risken är förknippad med att aktien eller fonden faller när hela marknaden faller. (Oxenstierna, 2005)

2.2.3 Sharpekvot

Sharpekvoten mäter den extra avkastningen i fonden som förvaltaren uppnått genom att ta risk och erhålls utav riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens totala risk (standardavvikelsen) (Affärsvärlden, 2000). Vidare mäter Sharpekvoten avkastning i förhållande till volatiliteten, dvs. den extra avkastningen per enhet risk², vilket kan användas för att utvärdera fondförvaltarens skicklighet. Ju högre kvot desto skickligare fondförvaltare (Bodie *et al.* 2009).

Då olika marknader har olika egenskaper jämförs Sharpekvoten oftast mellan fonder på samma marknad. Negativa Sharpekvoter förekommer ibland, då fonder påvisat en lägre avkastning än den riskfria räntan under mätperioden. Problematiken vid tolkning av negativa

² Med avkastning per enhet risk menas att exempelvis två fonder med samma risk (standardavvikelse) men med olika avkastning får olika Sharpekvoter. Detta innebär att den fond som har en högre avkastning fast till samma risk, uppnått en bättre avkastning per enhet risk tagen än den andra fonden.

Sharpekvoter är att höga standardavvikelser gör kvoten mindre negativ, vilket bidrar till svårigheter i analysen huruvida en volatil fond med hög risk är att föredra framför en fond med lägre risk. (Oxenstierna, 2005)

2.3 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (EMH) påstår att det inte går att slå marknaden då alla tillgångar är korrekt prissatta utefter den information som finns tillgänglig på den finansiella marknaden (Claesson, 1987). Inga bolag är således under- eller övervärderade tills dess att ny information om företaget uppkommer och påverkar aktiekursen (Bodie *et al.* 2009)

Då aktiernas prissättning förväntas följa en *random walk*³ på marknaden kan inte historiska aktiekursen användas för att bestämma framtida kursutveckling. För att slå marknadsindex avkastning måste fondförvaltaren således ta en högre risk.

EMH brukar delas in i tre olika former (Bodie *et al.* 2009);

- *Svag form* – I Aktiepriset avspeglas all historisk information och data som finns tillgänglig om bolaget. Detta hjälper inte placeraren att förutspå framtida utvecklingar vilket innebär att teknisk analys är oanvändbar.
- *Halvstark form* – Aktiekursen avspeglar all tillgänglig information som finns på marknaden. Vinster på aktiekursens utveckling kräver tillgång till insiderinformation, vilket bidrar till att fundamental analys inte fungerar.
- *Stark form* – Innebär att ingen information (extern som intern) om företaget kan påverka dess aktiekurs, samt att det därför inte går att uppnå överavkastning då aktier är korrekt prissatta.

Kritiker mot EMH brukar framhäva olika *anomalier*⁴ i marknaden som påvisar att marknaden inte är effektiv. Exempel på detta är småbolageffekten som innebär att småbolag tenderar att

³ Innebär att aktier är opålitliga i sin volatilitet. Därför går det inte att fastställa några mönster i hur aktiekurser rör sig.

⁴ En anomali är en avvikelse från det normala, inom EMH syftar det till ett fenomen där marknaden avviker från att vara effektiv.

överavkasta i förhållande till storbolag. Andra bevis för att marknaden inte är effektiv är att vissa investerare och förvaltare lyckats överavkasta marknaden under längre tidsperioder.

2.4 Litteraturgenomgång

2.4.1 Studier där den aktiva förvaltningen underpresterar marknaden

Den ekonomiska teorin har många förespråkare av EMH och så även många studier som påvisar att aktiv förvaltning inte presterar bättre än den passiva förvaltningen.

Mishkin och Eakins (2009) menar att passivt förvaltade fonder alltid slår aktivt förvaltade fonder i slutändan då dessa inte ägnar sig åt omplaceringar efter konjunkturer, trender eller *stockpicking*⁵ som påverkas utav fondförvaltarnas känslor och omdöme. Dahl, *et al.* (2004) påvisade genom sin studie att marknaden är effektiv och att ny information i prissättningen av en tillgång idag vägs in mycket snabbare än för några årtionden sedan.

Bahr & Lundgren (2009) undersökte hur aktivt förvaltade Sverigefonder klarade sig på riskjusterade basis i upp- och nedgång i förhållande till index. Endast 1 av 9 fonder klarade sig bättre än index, vilket enligt författarna var bevis nog för att aktivt förvaltade Sverigefonder inte kan avkasta bättre än index på riskjusterad basis.

Vidare har Jägerstad & Widerståhl (2011) studerat hur passiv och aktiv förvaltning av Sverige-fonder avkastat i olika perioder av upp- och nedgång under en total mättid av 16 år. De fann samband för att passiv förvaltning presterar bättre på riskjusterad basis än den aktiva förvaltningen. Den aktiva förvaltningen av Sverige-fonder presterade i sin tur bättre i nedgång under den avsedda perioden, dock var skillnaden i avkastning betydligt mindre i nedgång ställt mot avkastningen i uppgång. Författarna fann att deras samband höll i sig och förstärktes vid utökande spann av dessa upp- och nedgångsperioder.

2.4.2 Studier där den aktiva förvaltningen överpresterar marknaden

Många studier tyder alltså på att den aktiva fondförvaltningen inte kan överträffa den passiva förvaltningens riskjusterade avkastning, men på senare tid har den aktiva fondförvaltningen

⁵ Stockpicking beskriver hur förvaltare väljer aktier genom fundamental analys av bolag som anses vara undervärderade.

fått större medhåll. Dessa studier har haft olika utgångspunkter när de har undersökt den aktiva fondförvaltningens prestationer.

I studier kring fonders och fondförvaltares prestationer gentemot marknaden på den europeiska, amerikanska och internationella marknaden märks ett flertal skillnader mellan marknaderna. I en prestationsundersökning av ett flertal aktivt förvaltade amerikanska fonder påvisar Wermers (2000) bl.a. att aktierna i fonderna presterar bättre än marknadsindex, men att själva fondernas nettoavkastning understiger marknadsindex pga. diverse avgifter och andra värdepapper. Sett till enbart aktierna kan dock fondförvaltarna genom skicklighet välja ”bra” aktier som täcker förvaltningskostnaderna.

Otten och Bams (2002) lägger fram bevis för att småbolagsfonder på den europeiska marknaden överträffar index justerat för risk och avgifter, till skillnad från amerikanska fonder. Det, menar Otten och Bams, beror på att fondförvaltare på den europeiska marknaden ofta är bättre på att använda sig utav information så att kostnaderna inte överstiger avkastningen.

Dahlquist *et al.* (2000) undersöker fondprestationer på den svenska fondmarknaden och kommer bl.a. fram till att aktiefonderna mätt i *alfa*⁶ i genomsnitt slår index med 0,5%, dvs. överpresterar marknaden, vilket dels förklaras med fondförvaltarnas skicklighet.

2.4.3 Studier om ihållande prestationer

Enligt ovanstående studier kan alltså aktivt förvaltade fonder prestera både bättre och sämre än den passiva förvaltningen vilket också väcker frågan huruvida fonderna presterar ihållande över tid.

Otten och Bams (2002) kommer i sin studie av den europeiska marknaden även fram till att småbolagsfonder, framför allt i Storbritannien, tenderar att hålla i sina prestationer under kortare årsperioder, vilket enligt dem beror på förvaltarnas skicklighet. Liknande resultat läggs fram i studie av Hendricks *et al.* (1993) som visar att fonder tenderar att hålla i sina presentationer på en till tre års sikt och att hög avkastning kan uppnås genom att placera i fjolårets bäst avkastande fonder. Starkast ihållande prestationer hade fonderna på ettårs basis.

⁶ Alfa är ett mått som anger hur mycket den faktisk avkastning skiljer sig från marknadsriskjusterad avkastning (den förväntade avkastningen). Ett alfa över 0 innebär att förvaltaren har varit skicklig och vice versa.

Studien visade snarare att dåliga prestationer höll i sig över tid. Grinblatt och Titman's (1992) studie visar att fonders prestationer håller i sig på lång sikt då förvaltarna är skickliga på att välja aktier med god framtida avkastning. I motsats till detta kommer Carhart (1997) fram till att bra presterande fonder genererar en högre avkastning än snittet nästkommande år, men inte åren därpå. Studien visar även att dåliga prestationer snarare är mer ihållande över tid.

Studier som visar på ingen eller obetydlig korrelation mellan tidigare prestationer och ihållande över tid har bl.a. gjorts utav Debondt och Thaler (1985) som menar att fonder med ihållande goda prestationer i framtiden kommer att prestera sämre, vilket delvis beror på aktiemarknadens förmåga att överreagera vid våldsamma svängningar i ekonomin. I en annan studie av Lundqvist (2010) påvisas ingen korrelation mellan fondförvaltares skicklighet och fonders förmåga att hålla i goda prestationer över tid då dessa skiljer sig mellan perioderna.

2.4.4 Andra studier om BRIC-fonder

Då begreppet BRIC är relativt nytt har det inte gjorts många studier av BRIC-fonder eller BRIC-landsfonder. De som däremot har gjorts påvisar relativt olika resultat.

Hjertberg & Berggren (2011) undersökte sex stycken BRIC-fonders totala avkastning mellan 2005 och 2009 och kommer fram till att fondernas riskjusterade avkastning inte står i förhållande till den riskexponeringen som tagits då denna är låg alternativt negativ. Undersökningen visar även att den aktiva förvaltningen inte tillför något värde för avkastningen.

I Basdas & Orhan's (2010) undersökning av Ryssland- och Kina-fonders avkastning i den kraftiga ned- och uppgången som följde finanskraschen 2008, konstateras att Kina-fonder som grupp presterade bättre i nedgången 2007-2008 medan Ryssland-fonder presterade betydligt bättre i uppgångsfasen 2008-2009. Anledningen är att Ryssland-fonderna påverkas mer utav pris-volatiliteten på naturtillgångar, till skillnad från Kina-fonderna.

3. METOD

I metoddelen presenterar vi de avgränsningar vi har gjort gällande val av fonder, tidsperiod och fondmarknad. Vidare går vi igenom vårt tillvägagångssätt för att besvara syftet genom val av jämförelseindex, mått för beräkning av risk och riskjustering, samt metod för att undersöka hur BRIC-landsfondernas prestationer hållit i sig jämfört med varandra och index under perioder av upp- och nedgångar.

3.1 Val av marknad

Många studier jämför aktiefondernas prestationer jämfört med index på bl.a. den europeiska och amerikanska fondmarknaden. Även på den svenska fondmarknaden har det gjorts liknande studier. Vad intressant är att i stort sett inga liknande studier har tillämpats på BRIC-landsfonder för någon av dessa marknader, trots att intresset för dessa fonder har ökat kraftigt den senaste tiden.

Även om det råder vissa skillnader på dessa fondmarknader, med hänsyn till olika egenskaper, är denna jämförande studie ett intressant bidrag till övrig forskning inom detta område, samt för svenska investerare som överväger fondsparande på dessa tillväxtmarknader.

3.2 Val av BRIC-landsfonder

Vi har valt att endast undersöka BRIC-landsfonder som erbjuds på den svenska fondmarknaden, dels för att inte behöva ta hänsyn till olika lagar och skattesatser, och dels för att undersökningen ska vara av intresse för svenska fondsparare. Majoriteten av fondernas fondförmögenhet ska investeras i respektive BRIC-land.

Vidare har vi valt att enbart undersöka fonder som redogörs för på Mornigstars⁷ hemsida. Vi har även valt ett fondförmögenhetsintervall mellan 0,5 – 4,5 miljarder SEK för att eliminera fondstorlekens eventuella påverkan på avkastning. Förvaltningsfilosofi har vi bortsett ifrån då samtliga fonder vill generera en god avkastning, framförallt i förhållande till index. Slutligen ska fonderna ha varit aktiva minst under en hel delperiod för att få ingå i studien.

⁷ Mornigstar tillhandahåller objektiv och jämförbar information om svenska och internationella värdepappersfonder som erbjuds på den svenska fondmarknaden.

Vi fann 88 BRIC-landsfonder som efter avgränsningen blev 27 som utgör grunden i vår undersökning.

3.3 Val & uppdelning av undersökningsperiod

Vår studie ämnar undersöka hur BRIC-landsfonderna som erbjuds på den svenska fondmarknaden presterat i upp- och nedgång under vår undersökningsperiod. Då det idag inte finns så många fonder med fokus på BRIC-länderna, samt att dessa är relativt unga valde vi tidsperioden 2006 till september 2011 (5 år och nio månader) då flest BRIC-landsfonder varit aktiva.

Genom att jämföra våra fyra jämförelseindex (ett för respektive land) fann vi fyra intressanta perioder av upp- och nedgångar på BRIC-marknaderna. Period ett (P1) startade den 1 januari 2006 och avslutas den 31 december 2007 då börsen stod som högst för dessa marknader.

Period två (P2) sträcker sig från slutet av P1 till den 27 februari 2009 då nedgångsfasen för dessa marknader nådde sin absoluta botten. Period tre (P3) utgår från botten i slutet av P2 till toppnoteringen som infaller runt den 31 december 2010. Period fyra (P4) sträcker sig från 31 december 2010 till den 5 september 2011 då marknader världen över återigen drabbats utav oroligheter till följd av den europeiska skuldcrisen.



Figur 1 - Uppdelning av tidsperioder (skapad utifrån data hämtad från MSCI:s hemsida)

Tidigare studier av BRIC-fonders prestationer mäter oftast total avkastning över en längre årsperiod. Genom att dela upp undersökningen i kortare perioder får vi en ökad förståelse för

hur fonderna presterar i upp- och nedgångar. Dessutom påverkas inte studiens resultat lika mycket utav marknadernas utveckling som vid undersökningar utav längre årsperioder.

3.4 Val av jämförelseindex

I enlighet med Morningstar har vi valt samma jämförelseindex för respektive BRIC-land (*MSCI-Index*⁸) för att få rättvisande jämförelseobjekt vid jämförelse av prestationer. Ett jämförelseindex ska till störst del investera i aktier på den inhemska marknaden och i största möjliga mån vikta sammansättningen av index utefter hur landets aktiemarknad ser ut. För mer information om respektive index se bilaga 6.

3.5 Beräkning av fondernas avkastning

För att på ett tillförlitligt sätt kunna jämföra våra aktivt förvaltade BRIC-landsfonders avkastning med respektive jämförelseindex använder vi oss utav NAV-kurserna⁹ i början och slutet för varje period. NAV-kurserna för BRIC-landsfonderna är hämtade från Handelsbankens hemsida och är justerade för TKA¹⁰. NAV-kurserna redovisas med utdelningarna som fondens aktier genererat återinvesterade. Aktiekurser uttryckta i andra valutor än SEK har valutajusterat mot historiska valutakurser hämtade från Nordeas hemsida. Avkastningar anges således alltid i SEK.

Genom att ställa BRIC-landsfondernas avkastning mot jämförelseindex avkastning kan vi jämföra prestationerna för respektive period. Den relativa avkastningen (bilaga 2) är beräknad genom att absolut avkastning för index subtraherats från fondernas absoluta avkastning för respektive period. Fondernas absoluta avkastning har beräknas enligt formeln:

$$R_{it} = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1})}{NAV_{t-1}}$$

R_{it} = Avkastning för fond i under perioden t .

NAV_{it} = Fond i :s NAV-kurs vid stängning sista dagen för perioden t .

NAV_{it-1} = Fond i :s NAV-kurs vid stängning sista dagen för perioden $t-1$ (föregående period)

⁸ Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI) vilka är ledande på att tillhandahålla index världen över.

⁹ Nettoandelsvärde. Beskriver marknadsvärdet av en fondandel efter avdrag för förvaltningsavgifter fördelat på antalet fondandelar.

¹⁰ Totalkostnadsandel (TKA) är ett justerat mått för fondens samtliga avgifter och kostnader

3.6 Riskjustering med Sharpekvot

För på ett rättvisande sätt kunna jämföra fondernas prestationer mot jämförelseindex måste vi justera för risk då risken varierar mellan fonderna och kan ha stor påverkan på fondsparandet. Som tidigare nämnt i vår teoridel mäter Sharpekvoten den extra avkastning i fonden som förvaltaren har uppnått genom att ta risk. För att få fram Sharpekvoten börjar vi med att beräkna fondens överavkastning per månad i förhållande till den riskfria räntan enligt:

$$D_t = R_{it} - R_{ft}$$

D_t = Överavkastning månad t

R_{it} = Avkastning för fond i månad t

R_{ft} = Riskfri ränta månad t

Med hjälp utav överavkastningen får vi fram Sharpekvoten för respektive period enligt:

$$\text{Sharpekvot} = \frac{\bar{D}}{\sigma_D}$$

\bar{D} = Genomsnittliga överavkastningen för samtliga månader i perioden

σ_D = Standardavvikelsen för överavkastningen för samtliga månader i perioden

Riskfria värdepapper ges ut av Riksbanken i form av statsobligationer och statsskuldsväxlar, vi har valt 90 dagars statsskuldsväxel som riskfri ränta för vår undersökning. Vidare har vi använt oss utav NAV-kurserna från början av varje månad till början av nästkommande, för att få en rättvisande jämförelse av fondernas avkastning mot den riskfria räntan.

3.7 Fondernas ihållande prestationer

För att undersöka huruvida de aktiva fondernas prestationer över perioderna är ihållande har vi valt att jämföra fondernas prestation både mot index samt mot varandra. Det faktum att en fond har slagit index i ena perioden behöver inte vara sant i den andra. Samma princip gäller för jämförelse mellan fonderna och medianfonden där vi undersöker ifall fonderna ihållande lyckats presterar en faktisk avkastning över respektive under medianfonden mellan

perioderna. I de fall där fonderna ihållande presterar över index, eller över respektive under medianfonden, kan det ha att göra med fondens och fondförvaltarnas egenskaper så som skicklighet.

3.8 Kritik mot metoden

Vår studie använder sekundärdata vilket innebär att den kan vara partisk och inaktuell, vilket påverkar resultatet. Vi har dock erhållit data ifrån erkänt pålitliga och relevanta källor som Riksbanken, Handelsbanken, Nordea och Morningstar och bör därför ses som objektiv och aktuell.

Liknande studier har delat in sina delperioder i lika långa perioder samt på årsbasis. Vi har valt olika långa perioder för att spegla de upp- och nedgångar som uppstått från 2006 till 2011. Att exempelvis P4 blivit kortare än resterande perioder kan uppfattas som problematiskt vid jämförelse mellan nedgångsperioderna. Detta har gjorts för att även kunna ta med nedgångsfasen med början 2011 då den är högst aktuell.

Vi har bl.a. använt fondernas NAV-kurser på dagsbasis för att kunna riskjustera och räkna ut avkastningar. Problemet med kurserna är att de procentuellt kan skilja sig markant från dag till dag. Fördelningen av fondernas utveckling kan därför vara ojämn, då en fond kan haft en positiv avkastning mellan början och slutet av en period men i genomsnitt underavkastat mot ett riskfritt placeringsalternativ då vissa dagars underavkastningar dragit ner genomsnittet.

Problem kan även uppstå vid tolkning av negativa Sharpekvoter, då dessa kan uttrycka att fonder som tar en högre risk i själva verket presterat bättre i perioder av nedgång än vad de i egentligen gjort till följd av hög standardavvikelse. Vi är medvetna om denna problematik och kommer således att granska standardavvikelsen för varje negativ kvot noga innan den används i undersökningen. När dessa jämförelser inte är möjliga, kommer vi att bortse ifrån kvoten under vald tidsperiod för att undvika felaktiga analyser.

Vidare skulle antagligen resultatet se annorlunda ut om vi hade fler fonder att undersöka. Ibland kan därför resultatet delvis sakna statistisk signifikans då antalet fonder är för lågt för att dra några generella slutsatser. Idag finns det inte ett stort utbud av BRIC-landsfonder på den svenska fondmarknaden. Efter att ha sållat bort fonder som inte uppfyllt våra urvalskriterier har vi således fått en relativt liten undersökningspopulation. Däremot kan vi

konstatera att urvalskriterierna varit viktigare för att kunna dra korrekta slutsatser än att lyfta in fler fonder i undersökningen.

Andra studier har ibland även lyft in fondförmögenhetens storlek i jämförelsen av prestationer. Vi har dock valt att bortse från detta då vi har haft ett begränsat antal fonder. Vidare har inte dessa studier funnit en stark korrelation mellan prestationer och fondförmögenhetens storlek.

I vår undersökning måste vi även ta hänsyn till *Survivorship bias* som innebär att fondmarknaden med tiden sällar bort dåligt presterande fonder. Detta gör att enbart väl presterande fonder finns kvar och kan bidra till en skev bild av hur fonderna avkastat mot index. Vi bortser dock ifrån *Survivorship bias* då vi inom alla landsfonder inte funnit någon fond som upphört med sin verksamhet och uppfyller våra urvalskriterier under vår undersökta tidsperiod.

4. RESULTAT & ANALYS

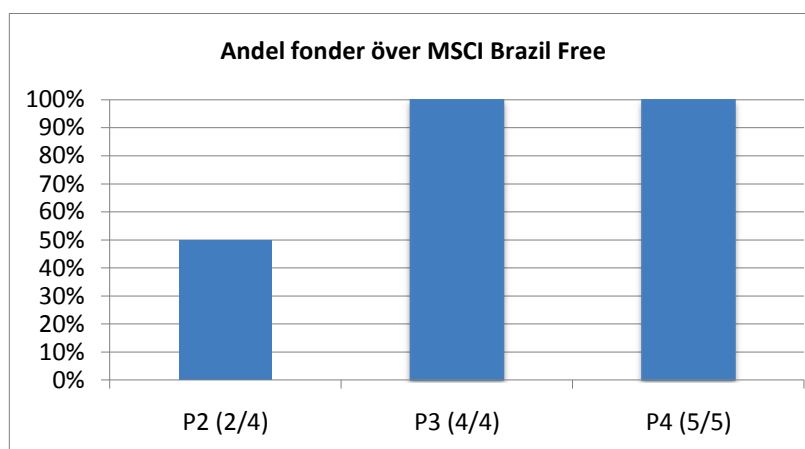
I denna del presenteras de resultat som vi har kommit fram till som ämnar besvara våra frågeställningar. Frågeställningarna är uppdelade i två delar och för respektive BRIC-land med resultat följt av analys. Samtliga beräkningar är utförda i Microsoft Excel.

4.1 Del 1 – Fondernas prestationer mot index under upp- och nedgångar

4.1.1 Brasilien-fondernas prestationer mot index

Genom att räkna fram Brasilien-fondernas genomsnittliga relativa avkastning för respektive period ser vi att den genomsnittliga fonden har haft en positiv avkastning två av de tre perioder som fonderna varit aktiva. Enbart i nedgången P2 har genomsnittsfonden haft en negativ avkastning i förhållande till index (*MSCI Brazil Free*), om än marginell. I P3 var den genomsnittliga positiva avkastningen betydligt högre än i P4. Vidare visar medianvärdena på samma resultat med en positiv avkastning i period P3 och P4. Fondernas genomsnittliga relativa standardavvikelse som visar fondernas volatilitet mot index är högre i perioder av uppgång än i perioder av nedgång.

I både period P3 och P4 har samtliga fonder slagit index, framförallt under uppgången P3 i enlighet med den genomsnittliga avkastningen för perioden. Enbart i P2 har två fonder (50%) underpresterat index. I genomsnitt presterade 100% av fonderna över index i uppgång (P3) och 75% i perioder av nedgång (P2,P4), vilket diagrammet nedan visar. Ingen av våra Brasilien-fonder var aktiva under hela uppgången i P1 varpå inga mätningar har gjorts för denna period.



Figur 2 - Andel fonder över MSCI Brazil Free. Antalet fonder står inom parentes.

Fyra av fem fonder var aktiva under hela perioden (P2-P4). Två av fonderna slog index samtliga perioder – *Amundi Funds Brazil CC* och *JPM Brazil Equity A*. De två resterande fonderna, *UBS Lux Equity Brazil* och *FIM Brazil*, slog index i P3 och P4. Den femte fonden, *Handelsbanken Brasilienfond*, var enbart aktiv under P4 då även den slog index.

Sett till total avkastning var det enbart två fonder som slog index över samtliga perioder. Av de fonderna hade *Amundi Funds Brazil CC* högst total avkastning på 4,64% följt av och *JPM Brazil Equity A* på 0,74%.

I perioden av uppgång (P3) visar fonderna i stort sätt en bättre riskjusterad prestation än det index i enlighet med den faktiska avkastningen. Bäst riskjusterad prestation i denna period hade *Amundi Funds Brazil CC* och *UBS Lux Equity Brazil*. *FIM Brazil* hamnar i nivå med index.

I sista perioden av nedgång (P4) har samtliga fonder en mindre negativ Sharpekvot än index. I den första perioden av nedgång (P2) har index en bättre riskjusterad prestation än samtliga fonder. Samtliga Sharpekvoter är negativa, dock har *Amundi Funds Brazil CC* och *JPM Brazil Equity A* en positiv relativ avkastning. Våra fonder har en högre standardavvikelse för överavkastningen än index totalt sett.

4.1.1.1 Analys av Brasilien-fondernas prestationer

Vår undersökning visar att Brasilien-fonderna generellt sett presterat bättre än index under vår mätperiod. Vad intressant är att de aktiva fonderna slår index på riskjusterad basis i både perioder av uppgång (P3) och perioder av nedgång (P4), i motsats till exempelvis Jägerstad och Widerståhls (2011) studie som påvisar att Sverige-fonder tenderar att prestera bättre än index i perioder av nedgång, och tvärtom i perioder av uppgång. Detta beror antagligen på olika långa och indelade tidsperioder, samt olika utgångspunkter. Uppgången i P3 i vår undersökning med start i februari 2009 kännetecknades t.ex. av en enorm tillväxt för just tillväxtmarknader som BRIC-länderna.

Riskjusterat har fonderna haft bättre Sharpekvoter än index i uppgången P3 vilket tyder på att de presterat väl i förhållande till den risk de tagit. Om man dessutom jämför dessa kvoter med fondernas standardavvikelser för perioden som varit högre än index styrks argumentet ytterligare. Hjertberg & Berggren (2011) menar att BRIC-fonders riskjusterade avkastning

inte står i förhållande till den riskexponering som tagits, vilket alltså inte stämmer överens med vår undersökning.

I nedgångsperioden P4 presenterar samtliga fonder en mindre negativ Sharpekvot än index vilket betyder att de presterar bättre på riskjusterad basis. Däremot måste här tilläggas att samtliga fonder även har en högre standardavvikelse än index vilket kan bidra till att kvoten blivit mindre negativ. Skillnaderna mellan fondernas och indexets standardavvikelser i P4 är relativt små, vilket betyder att fonderna faktiskt slår index, om än marginellt. Trots att det finns problematik med tolkningen av negativa Sharpekvoter väljer vi att bortse från detta då fonderna även sett till absolut avkastning slår index i denna period.

Enligt modern portföljteori kan index genom en bred diversifiering uppnå en hög avkastning med lägre risk. Brasilien-fonderna har antagligen därför tagit en högre risk än index för att överavkasta. I enlighet med Sharpekvoterna, som kan användas som ett mått för fondförvaltarens skicklighet, kan vi därför konstatera att den aktiva förvaltningen faktiskt har varit bättre än index i vår undersökning. Detta konstateras även i Wermers studie (2000) där aktierna i en fond generellt sett presterar bättre än marknaden, vilket visar att fondförvaltaren kan generera en högre avkastning än index. Wermers menar också att fondernas nettoavkastning tenderar att underprestera index. Detta är dock inte fallet här då våra avkastningar är justerade för TKA, vilket innebär att fondförvaltarna genererar en avkastning som även överstiger kostnaderna för själva förvaltningen genom att välja rätt aktier. I annan studie av Dahlquist *et al.* (2000) läggs liknande argument fram då de aktivt förvaltrade fonderna i deras undersökning i genomsnitt slog index.

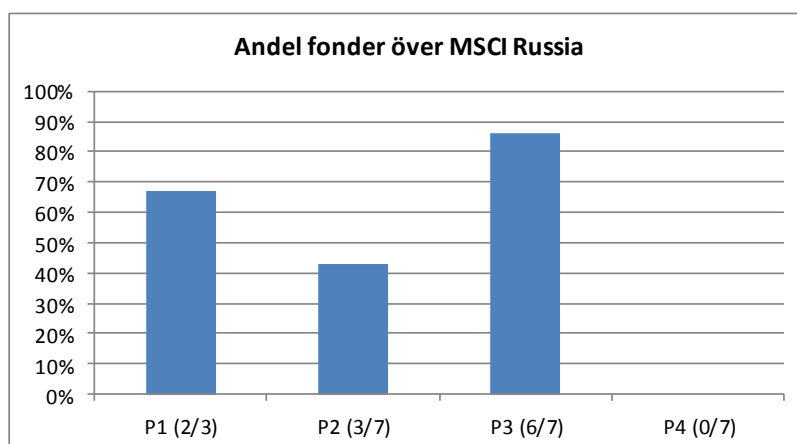
Vidare stämmer inte vår undersökning av Brasilien-fonderna överens med den effektiva marknadshypotesen (EMH). Enligt EMH ska fonder inte slå marknaden under längre perioder, förutsatt att alla aktier är korrekt prissatta. Vår studie tyder på att om den effektiva marknadshypotesen överhuvudtaget påverkar fonderna är det under svag form där det fortfarande förekommer andra möjligheter för förvaltarna att slå index. Detta är antagligen fallet i uppgången P3 där överavkastningen och den riskjusterade prestationen varit bättre än index för samtliga fonder. Enligt EMH beror överavkastning på tur snarare än fondförvaltarens skicklighet, vilket enligt våra Sharpekvoter och resonemang ovan, inte är fallet.

Vidare kan vi konstatera att tiden då Brasilien-fonderna slår marknaden är begränsad till en kort period (P3-P4). Sett över en längre tid är det därför fullt möjligt att resultatet skulle bli mer överensstämmande med Mishkin och Eakins (2009) konstaterande att den passiva förvaltningen i slutändan alltid slår aktivt förvaltade fonder.

4.1.2 Ryssland-fondernas prestationer mot index

Den genomsnittliga relativa avkastningen för Rysslands-fonderna visar att den genomsnittliga fonden hade haft en negativ avkastning i tre perioder av fyra (P1,P2,P4), om än marginell. I P3 har den genomsnittliga fonden slagit index (*MSCI Russia*) avsevärt. Extremvärden för *Pictet Russian Equities P* drar dock ner genomsnittsfonden. Vidare visar resultatet att medianfonden överpresterar index i uppgång men underpresterar i nedgång. Fondernas genomsnittliga standardavvikelse är relativt låg i perioder av nedgång, så även i första perioden av uppgång (P1). I andra perioden av uppgång (P3) har vi en hög spridning mellan fondernas relativa avkastning vilket gjort att standardavvikelsen och således risken ökat betydligt.

76% av våra Rysslands-fonder slår i snitt index i perioder av uppgång medan de i nedgång endast slår index i 21% av fallen. Majoriteten av våra fonder slår index i perioder av uppgång, speciellt i P3 där alla förutom *Pictet Russian Equities P* presterade bättre än index. Tre av våra sju fonder var aktiva över hela mättiden (P1-P4) och slog index två till tre perioder. Resterande fonder var aktiva tre av fyra perioder (P2-P4) och slog generellt index minst en gång, förutom *Pictet Russian Equities P*.



Figur 3 – Andel fonder över MSCI Russia.

Av de tre fonder som var aktiva över hela vår mätperiod slog två av dessa index sett till total avkastning. Bäst var *FIM Russia* med en total avkastning på 17,52% följt av *Alfred Berg*

Ryssland på 4,46%. Index hade en total avkastning på -16,3% under mätperioden medan *FIM Russia Small Cap* underpresterade med -49,58%.

Index har generellt sett en bättre riskjusterad prestation än fonderna i perioder av nedgång, vilket ligger i linje med hur den relativa avkastningen har utvecklats under våra mätperioder. I P4 slår index samtliga fonderna på riskjusterad basis och ungefär hälften av fonderna i P2. I första uppgångsperioden P1 har samtliga fonder en mer negativ Sharpekvot än index. I den andra uppgångsfasen P3 däremot har samtliga fonder en högre Sharpekvot än index och har således en bättre riskjusterad prestation under denna period. Standardavvikelsen för överavkastningen är i princip den samma för fonderna och index över samtliga perioder.

4.1.2.1 Analys av Ryssland-fondernas prestationer

Undersökningen visar att våra Rysslands-fonder slår index i båda uppgångsperioderna (P1, P3) sett till absolut avkastning. Vidare slår fonderna index på riskjusterad basis under uppgången P3. Värt att nämna är att denna period kännetecknades utav en kraftig tillväxt på den ryska marknaden vilket också, som vi tydligt kan se, har haft en positiv inverkan på fondernas prestationer. Basdas och Orhan (2010) kommer även de fram till att Rysslands-fonder tenderade att gå bra under uppgången 2009 (P3).

Vidare visar undersökningen att samtliga fonder har gått bättre än index riskjusterat i P3 trots att de, enligt standardavvikelseerna, har tagit en högre risk, vilket i sin tur tyder på skicklig förvaltning från fondförvaltarnas sida. Ett bra exempel på detta är *FIM Russia Small Cap* som sett till relativ avkastning har presterat bäst, samt hade högst Sharpekvot under uppgången i P3. Detta tyder på att ryska småbolag under perioden presterat betydligt bättre index. Liknande resultat läggs fram utav Otten och Bams (2002) vars studie visar att småbolagsfonder på den europeiska marknaden tenderar att överträffa index. Förespråkaren för EMH hade här antagligen hävdat att detta snarare beror på småbolageffekten än skicklighet.

Under resterande perioder i vår undersökning var samtliga Sharpekvoter negativa. I uppgången P1 slår index fonderna på riskjusterad basis. Däremot har index även den högsta standardavvikelsen vilket, som tidigare nämnt, ger index en mindre negativ Sharpekvot. I likhet med studien av Basdas och Orhan (2010) går det sämre för våra Rysslands-fonder i nedgången P4. Förutom att index har en mindre negativ Sharpekvot än fonderna slår även

index fonderna sett till faktisk avkastning vilket visar att index, trots negativa Sharpekvoter, har presterat bättre än fonderna på riskjusterad basis under P4.

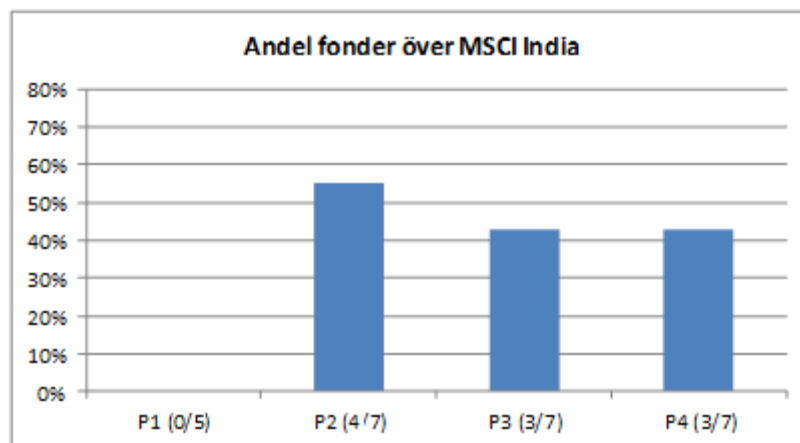
I nedgång kan vi alltså se att index relativt sett har presterat bättre än fonderna. En orsak till detta kan vara att index har haft en bredare diversifiering vilket jämnar ut svängningarna i marknaden till skillnad från fonderna som har en högre specifik risk i förhållande till index. I nedgångsfaserna har därav våra aktivt förvaltade Rysslands-fonder inte varit ett bättre investeringsalternativ än passiv förvaltning. Detta resultat överensstämmer med Mishkin och Eakins (2009) som fann att passiva fonder inte ägnar sig åt omplaceringar efter konjunkturer och trender vilket gör att de slår de aktiva fonderna på lång sikt.

Enligt den effektiva marknadshypotesen skulle vi kunna dra slutsatsen att den ryska marknaden är effektiv i perioder av nedgång men att aktivt förvaltade fonder kan prestera bättre än marknaden i perioder av uppgångar. Vi anser att marknadsformen i Ryssland är halvstark, då fonderna lyckas slå index i uppgång men inte i nedgång. Anledningen till att fonderna slår marknaden i uppgång kan vara att de haft tillgång till insiderinformation alternativt registrerat någon anomali, som exempelvis småbolageffekten. Sett till total avkastningen under hela vår undersökningsperiod (P1-P4) är det endast två stycken fonder som lyckas slå index. Dessa två är *FIM Russia* och *Alfred Berg Ryssland* som både varit aktiva sedan 1998. Det styrker vår teori om att marknaden är halvstark och att det krävs erfarenhet förutom skicklighet och tillgång till information för att prestera bättre än index.

4.1.3 Indien-fondernas prestationer mot index

Den genomsnittliga relativa avkastningen för Indien-fonderna påvisar en negativ avkastning i tre perioder av fyra. P2 är den enda perioden då den genomsnittliga fonden faktiskt har en positiv avkastning i förhållande till index, om än marginell. I uppgångsperioden P1 avviker den genomsnittliga fonden kraftigt negativt från index vilket har påverkats av ett lågt extremvärde i *Pictet Indian Equites R*. Om vi däremot tittar på medianvärdet för denna period får vi ett mer rättvisande mått. Dock underpresterar även medianfonden index i båda uppgångsfaserna och i nedgången P4 i likhet med genomsnittsfonden. Enbart i nedgångsfasen P2 slår genomsnittsfonden och medianfonden index. Fondernas genomsnittliga standardavvikelse är relativt låg i perioder av nedgång men hög i uppgång, vilket bekräftar den större spridningen i relativ avkastning för fonderna i P1 och P3.

Indien fonderna slår index i 50% av fallen i perioder av nedgång (P2, P4), medan 21% av fonderna slår index i perioder av uppgång, och då enbart i period P3. Ingen av fonderna slår index i uppgången P1. Fem av våra sju fonder var aktiva under hela vår mätperiod (P1-P4) och slog index från noll till tre gånger. Bäst var *INVESCO Indian Equity A* som slog index tre av fyra perioder (P1-P4). *Nordea Indienfond* och *Handelsbanken Indienfond* var aktiva under P2-P4 och slog båda index i uppgången under P3.



Figur 4 – Andel fonder över MSCI India

Sett till total avkastning var det ingen av fonderna som var aktiva under hela mätperioden som slog index. Samtliga fonder under denna period hade dock en positiv total avkastning. Bäst var *INVESCO India Equity A*, *Carnegie Indienfond* och *FIM India*. I period P2-P4 var det endast *Nordea Indienfond* som hade en högre total avkastning än index., dock var samtliga avkastningar negativa.

Index riskjusterade prestationer i perioder av nedgångar är generellt sett bättre än fondernas. Under P2 är det enbart *Handelsbanken Indienfond* som har en mindre negativ Sharpekvot. Liknande resultat gäller för fonderna i nedgången P4 där två av fonderna har en marginellt mindre negativ kvot än index. I uppgångsfasen P3 har fyra fonder en bättre Sharpekvot än index medan endast *Simplicity Indien's* Sharpekvot överträffar index i P1. Fondernas och index standardavvikelse för överavkastning är i princip lika genom samtliga perioder.

4.1.3.1 Analys av Indien-fondernas prestationer

Indien-fonderna presterar betydligt bättre i perioder av nedgång än i perioder av uppgång i förhållande till index. I nedgångsperioderna (P2, P4) slår 50% av fonderna index medan endast 21% slår index i uppgångsperioderna (P1,P3) sett till absolut avkastning. Resultatet

stämmer överens med Bahr & Lundgrens studie (2009) där det fastställs att aktivt förvaltade fonder har lättare att slå index i en nedåtgående trend.

Majoriteten av fonderna har en högre Sharpekvot i förhållande till index i P3 och har således en bättre riskjusterad prestation än marknaden. Däremot är det intressant att ingen av fonderna (borträknat *INVESCO India Equity A*) nämnvärt lyckas slå index i absolut avkastning under denna uppgångsperiod. Detta skulle kunna bero på att Indien-fonderna tar ut en lägre risk än marknaden och således avkastar bättre i förhållande till den risk som tas i P3. Placeringar i säkrare tillgångar än aktier är en möjlighet för fonderna då endast 75% av fondförmögenheten måste investeras i aktier.

Under uppgången i P1 ser vi ytterligare skillnader då ingen av fonderna över huvud taget lyckas slå index sett till absolut avkastning och endast en på riskjusterad basis. Därför kan vi dra slutsatsen att index generellt sett presterar bättre än Indien-fonderna i perioder av uppgång vad gäller absolut avkastning. Liknande resultat läggs fram av Jägerstad och Widerståhl (2011) i studier kring Sverige-fonder på den svenska fondmarknaden där den passiva förvaltningen oftast slår aktivt förvaltade fonder i perioder av uppgång.

I nedgångsperioderna P2 och P4 får vi fram negativa Sharpekvoter vilket kan vara svår tolkat. Vi har dock valt att bortse från att kvoterna är negativa då fondernas och indexets standardavvikelser inte skiljer sig avsevärt från varandra vilket gör att vi får rättvisande Sharpekvoter. Vi kan därför med säkerhet säga att index i de flesta fall slår fonderna på riskjusterad basis i nedgångsperioder. Detta kan bero på Indien-fondernas mindre grad av diversifiering i förhållande till index i nedgång samt att de påverkas mer av bolagsspecifika risker. Vidare ligger fonderna och index även i linje med varandra vad gäller den absoluta avkastningen. En knapp majoritet slår index med en liten marginal i nedgången P2 medan index marginellt slår fonderna i nedgången P4 och vi kan därför konstatera att fonderna och index är mer korrelerade sett till avkastning i perioder av nedgång än i perioder av uppgång.

Utifrån detta kan vi konstatera att fondsparare som överväger att investera i Indien-fonder som erbjuds på den svenska fondmarknaden bör välja en passiv förvaltning framför en aktiv. Hjertberg & Berggren (2011) kommer i deras studie av BRIC-fonder fram till att fondernas riskjusterade avkastning inte står i förhållande till den risk som förvaltarna har tagit, vilket stämmer för våra Indien-fonder under större delen av våra undersökningsperioder (P1, P2, P4).

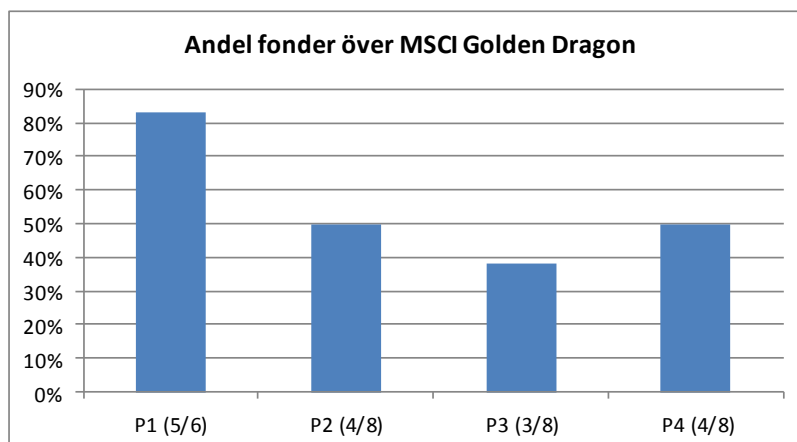
Vidare stämmer vår undersökning av Indien-fonderna över lag överens med den effektiva marknadshypotesen som säger att fonderna måste ta en högre risk än marknaden för att kunna prestera bättre. De flesta fonder lyckas inte generera en tillräckligt hög avkastning i förhållande till den risk de tar med undantag för uppgången i P3. Däremot bidrar inte utdelningen i P3 mycket totalt sett för hela studieperioden. Vi anser därför att Indien-marknaden är av halvstark form och fundamental analys kan således inte bidra till att överavkasta index när likvärdig risk tas. För att slå marknaden krävs insiderinformation eller tur i sina investeringsbeslut, marknaden är följaktligen effektiv. Liknande resultat läggs fram utav Dahl *et al.* (2004) som i sin studie av den svenska fondmarknaden menar att marknaden är effektiv vad gäller att ta in ny information snabbt. Detta bidrar till att möjligheterna för arbitrage via ny publik information om en aktie är små och att marknaden korrigerar sådana omedelbart.

4.1.4 Kina-fondernas prestationer mot index

Kina-fondernas genomsnittliga relativa avkastning har slagit index i perioder P1 och P4, dock väldigt marginell i den sista perioden. I P1 påvisas en väldigt hög överavkastning i förhållande till *MSCI Golden Dragons* prestation där *INVESCO Greater China Equity A* och *Carnegie Kinafonds* faktiska avkastning bidrar till att höja avvikelsen från index markant. Även medianfonden erhåller ett högt värde under denna period. I period P2 och P3 presterar den genomsnittliga kinafonden sämre än index. Medianvärdet i P2 ger en bättre indikation på hur fonderna verkligen har presterat då ett extremvärde för *Pictet Funds Greater China R* under denna period påverkar den genomsnittliga avvikelsen till att bli negativ. I P3 slår index fondernas genomsnittliga avkastning precis och median bekräftar denna trend. Den genomsnittliga standardavvikelsen under uppgången i P1 är precis som den genomsnittliga relativa avkastningen hög, vilket även här kan härledas till den höga spridningen mellan *INVESCO Greater China Equity A* och *Carnegie Kinafonds* höga absoluta avkastning mot de andra fonderna. I nedgången P2 och uppgången P3 är standardavvikelsen från snittet också relativt hög på grund av en hög spridning mellan fonderna. Lägst genomsnittlig standardavvikelse hade fonderna i P4.

Flera av Kina-fonderna slår index både i upp- (60%) och nedgångar (50%). Sex av åtta fonder var aktiva under hela mätperioden (P1-P4) av dessa sex fonder var det tre som slog index tre gånger, en som slog index två gånger och två som slog index en gång.

Handelsbanken Kinafond och *Swedbank Robur Kinafond* var aktiva från P2 till P4 och slog index två respektive en gång.



Figur 5 – Andel fonder över MSCI Golden Dragon

Av de sex Kina fonder som var aktiva under hela mätperioden (P1-P4) slog samtliga index sett till total avkastning. Absolut bäst total avkastning hade *INVESCO Greater China Equity A* med hela 76,3% total avkastning jämfört med index på 10,68%. Resterande fonder slog index med en mindre negativ total avkastning under P2-P4.

Sett till riskjusterad prestation har index presterat bättre än Kina-fonderna i nedgångsperioderna (P2 och P4) där endast en fond i varje period haft ett bättre riskjusterat mått. Detta resultat stämmer överens med hur den relativa avkastningen för fonderna utvecklats i dessa perioder. I uppgångsperioderna P1 och P3 var det annorlunda, under P1 hade tre av sex fonder en bättre Sharpekvot i jämförelse till index medan det i P3 var fyra stycken utav fonderna som riskjusterat överträffar index. Dock ligger dessa kvoter väldigt nära index i P3 medan de i P1 är stor skillnad mellan de överpresterande fonderna i förhållande till index negativ kvot. Standardavvikelsen för *MSCI Golden Dragon's* överavkastning och Kina-fondernas överavkastning är även här, precis som för Indien-fonderna, relativt lika. Fonderna har en marginellt högre standardavvikelse för överavkastningen i uppgång, medan index har en marginellt högre volatilitet i nedgång.

4.1.4.1 Analys av Kina-fondernas prestationer

Våra undersökta Kina-fonder presterar relativt lika över samtliga av våra perioder. Sett till relativ avkastning presterade fonderna bäst under perioder av uppgång (P1, P3) då hela 60% slog index (*MSCI Golden Dragon*). Även under perioder av nedgång (P2, P4) presterade fonderna bra då lite över 50% slog index, vilket kan liknas med det resultat som Basdas och

Orhan (2010) lägger fram där Kina-fonder som grupp presterade bättre i nedgången i början av 2007 tillskillnad mot vad Rysslandsfonder gjorde. Detta förklaras med att Kina-fonderna inte påverkas till lika stor grad utav prisförändringar på naturtillgångar.

Riskjusterat presterar en majoritet av Kina-fonderna bättre än index under uppgången P3, i likhet med övriga BRIC-länder. Då fondernas Sharpekvot och standardavvikelse generellt är högre än index, har förvaltarna riskjusterat presterat väl i förhållande till de risker som tagits. Dock är det ingen av fonderna som utmärker sig sett till absolut avkastning i förhållande till index. En orsak till detta kan vara att fondförvaltarna som reaktion i nedgången P2 ändrat sammansättningen av portföljen för att minska risken men ändå avkastat sämre än index trots liknande risktagande.

I uppgången P1 är det tre fonder som slår index på riskjusterad nivå och alla utom en som slår index avkastningsmässigt. Här har en högre risk i form av standardavvikelsen följaktligen gett utdelning både riskjusterat och i absolut avkastning. Enligt Jägerstad och Widerståhl (2011) presterar den passiva förvaltningen bättre än den aktiva förvaltningen i perioder av uppgång, vilket vi tydligt kan se inte är fallet för våra Kina-fonder under uppgångarna P1 och P3.

Under nedgångsfaserna (P2, P4) ligger fonder (bortsett från *Pictet Funds Greater China R* i P2) och index relativt nära varandra vad gäller Sharpekvoter, avkastning och standardavvikelse. Detta tyder på att riskerna fonder tar tenderar att likna index mer i nedgångsperioder än i uppgångsperioder vilket bidragit till att 50% av fonderna presterat en bättre avkastning än index i nedgång. Vissa likheter kan ses med Bahr & Lundgrens (2009) resultat om att aktiva fonder presterar väl i nedgångsperioder. Dock finner vi inte belägg för att det i Kina-fondernas fall skulle vara svårare att överpresterar index i en uppgång, vilket Bahr & Lundgren gör beträffande Sverigefonder.

Sett till total avkastning har samtliga Kinafonder avkastat bättre, oberoende av hur många perioder de har varit aktiva. En möjlig orsak till att Kinafonderna presterat så pass bra som vår undersökning visar skulle kunna bero på *survivalship bias*. Dock har som tidigare nämnts i metoddelen, vi inte funnit några bevis på att det funnits Kinafonder som fått lägga ner verksamheten under vår studies tidsperiod. Därför konstaterar vi att våra Kinafonder totalt sett överpresterat index utan att vår population är snedvriden.

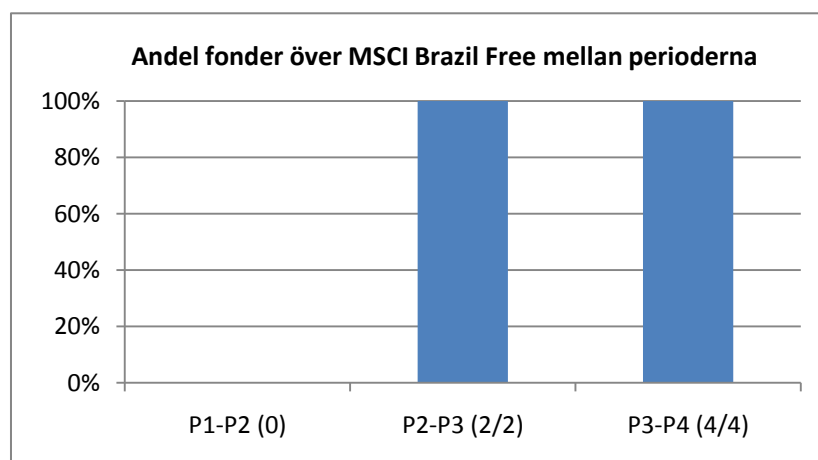
Utifrån detta resultat kan vi fastslå att våra aktivt förvaltade Kinafonderna under perioden 2006-2011 varit en bra investering för fondspararna. Vidare kan vi konstatera att den aktiva förvaltningen av Kinafonder innebär ett betydligt mer lönsamt fondsparande än den passiva förvaltningen för den som överväger att placera på den kinesiska fondmarknaden. Däremot finns det fortfarande en chans att investeringar som bär på samma risk kan ge olika god avkastning, då fonderna och index ligger relativt nära varandra på riskjusterad basis, som argumenterat för ovan.

Slutligen kan vi konstatera att den effektiva marknadshypotesen enligt vår undersökning inte stämmer för Kinafonderna då riskerna i princip är de samma, men fonderna överavkastat marknaden. Att samtliga fonder överpresterar index över hela perioden kan inte bara bero på tur alternativt upptäckten av någon form av anomalier. Marknadsformen är uppenbarligen svag och förvaltarnas skicklighet och erfarenhet bidrar till att öka fondens totala avkastning.

4.2. Del 2 – Fondernas ihållande prestationer

4.2.1. Brasilien-fondernas ihållande prestationer

Som presenterat i förra resultatdelen slår 100% av våra Brasilien-fonder index (*MSCI Brazil Free*) i perioder av uppgång och 75% i perioder av nedgång sett till relativ avkastning. Diagrammet nedan visar hur stor andel av fonderna som slagit index en period som även slår index perioden därpå, dvs. hur stor andel av fonderna som lyckas hålla i sina överprestationer gentemot index mellan två perioder

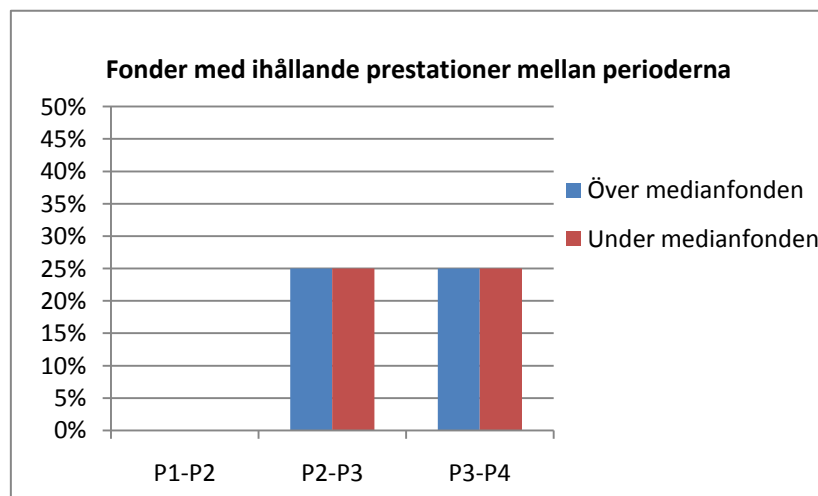


Figur 6 - Andel fonder över MSCI Brazil Free mellan perioderna

Som presenterat tidigare var ingen av våra Brasilien-fonder aktiva under P1 varpå ingen fond slog index mellan P1-P2. Både mellan perioderna P2-P3 samt P3-P4 höll samtliga fonder (100%) i sina överprestationer gentemot index. Det visar att samtliga fonder ihållande slår index både från en nedgångsperiod till en uppgångsperiod och vice versa för de perioder där aktiva Brasilien-fonder är aktiva.

Av våra fonder var det två som hade ihållande överprestationer gentemot index över samtliga perioder (P2-P4) – *Amundi Funds Brazil CC* och *JPM Brazil Equity*. De övriga två fonderna, *FIM Brazil* och *UBS Lux Equity Brazil*, slog bara index över två perioder (P3-P4). *Handelsbanken Brasilienfond* var enbart med en period (P4) då den slog index och kan därför inte inkluderas sett till ihållande prestationer.

Vidare tittar vi på hur fonderna har hållit i sina prestationer jämför med varandra mellan två intilliggande perioder. Genom att räkna ut medianfonden för varje period kan vi se vilka av fonderna som ihållande har presterat över, respektive under medianfonden mellan två perioder (P2-P3 och P3-P4).



Figur 7 - Brasilien-fonder med ihållande prestationer mellan perioderna

Diagrammet ovan visar egentligen bara de ihållande prestationerna för två fonder, *Amundi Funds Brazil CC* och *UBS Lux Equity Brazil*, då dessa var de enda som hade ihållande prestationer i förhållande till medianfonden under perioderna. *Amundi Funds Brazil CC* var den enda fonden som ihållande presterade över medianfonden båda perioderna (P2-P3 och P3-P4). Tvärtom var *UBS Lux Equity Brazil* den enda fonden som i förhållande till medianfonden underpresterade över båda perioderna.

Då vi enbart har en period av uppgång och två perioder av nedgångar i vår undersökning av Brasilien-fonder har vi ingen möjlighet att se huruvida de riskjusterade prestationerna ihållande presterar bättre än index eftersom samtliga Sharpekvoter är negativa i nedgången P4. Dock slår samtliga fonder index på riskjusterad basis under uppgången P3. Samtliga fonder har även en mindre negativ Sharpekvot jämfört med index nedgången i P4.

4.2.1.1 Analys av Brasilien-fondernas ihållande prestationer

Som redovisat för ovan var det 100% av fonderna som slog index i perioder av uppgång och 75% i perioder av nedgång vilket visar att en betydande del av fonderna presterar bättre än index. Andelen fonder som faktiskt håller i dessa prestationer över tiden är 100% i både perioder av uppgångar och nedgångar. Dock är det endast två av dessa fonder (*Amundi Funds Brazil CC* och *JPM Brazil Equity*) som ihållande slår index över samtliga perioder (P2-P4). Vi drar därför slutsatsen att hälften av våra Brasilien-fonder ihållande har presterat bättre än index under hela perioden. Vidare har samtliga fonder ihållande slagit index mellan de två sista perioderna i undersökningen (P3-P4) vilket innebär att alla Brasilien-fonder håller i sina goda prestationer över dessa två perioder.

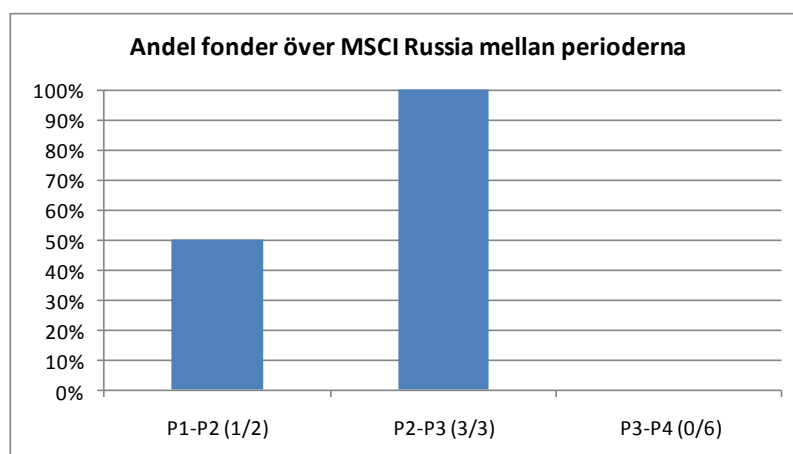
Då ingen av våra Brasilienfonder var aktiva under P1 bygger våra slutsatser på en relativt kort tidsperiod (P2-P4) vilket självklart påverkar våra resultat. Däremot ligger resultatet i linje med Hendricks *et al.* (1993) studie som visar att tillväxtorienterade fonder tenderar att hålla i sina prestationer på kort sikt.

Undersökningen av fondernas ihållande prestationer gentemot varandra lyfter åter igen fram *Amundi Funds Brazil CC* som den fonden med bäst ihållande prestationer då den som enda fond ihållande presterade över medianfonden i båda perioderna (P2-P3 och P3-P4). På samma sätt är *UBS Lux Equity Brazil* den enda fond som över samtliga perioder presterar under medianfonden. Att enbart 25% av fonderna ihållande presterar över medianfonden och vice versa beror på att vi enbart har fyra Brasilien-fonder att undersöka för dessa perioder. Därför är det svårt att dra en generell slutsats huruvida fonderna prestationer gentemot varandra håller i sig över tiden, då resterande del av fonderna växelvis presterar en faktisk avkastning som hamnar under respektive över medianfonden. Däremot tillåter det låga antalet fonder i vår undersökning oss att få fram den fond som ihållande har presterat bäst av Brasilien-fonderna, nämligen *Amundi Funds Brazil CC*.

Då våra Sharpekvoter endast är positiva i en av våra tre undersökningsperioder för Brasilienfonderna kan vi som tidigare nämnt inte dra en rättvisande slutsats för ihållande prestationer på riskjusterad basis. Däremot bör det uppmärksammas att samtliga fonder hade en mindre negativ Sharpekvot under nedgången P4 vilket kan ses som att samtliga fonder ihållande har slagit index på riskjusterad basis mellan perioderna P3-P4. För man resonemanget ännu längre kan ser vi att *UBS Lux Equity Brazil* i stort sätt har samma standardavvikelse som index i P4 vilket gör fondens negativa Sharpekvot och, i så fall, ihållande prestation mellan P3-P4 någorlunda rättvisande. Detta gör fonden till den enda av våra Brasilienfonder som ihållande (P3-P4) på riskjusterad basis presterat bättre än index, trots att den inte lyckats lika väl i förhållande till de andra fondernas faktiska avkastning.

4.2.2. Ryssland-fondernas ihållande prestationer

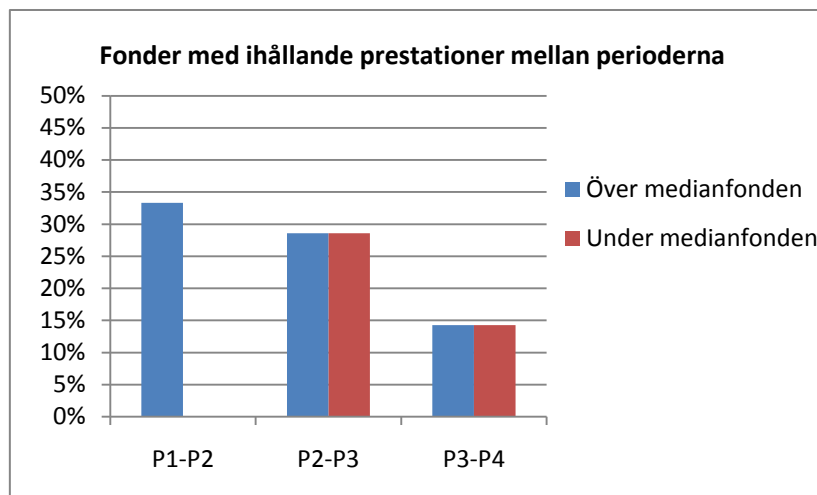
I genomsnitt slog 76% av våra Rysslands-fonder index (*MSCI Russia*) i perioder av uppgång medan enbart 21% slog index i perioder av nedgång. I nedanstående diagram presenteras hur många fonder som har presterat bättre än index mellan två intilliggande perioder.



Figur 8 - Andel fonder över MSCI Russia mellan perioderna

Resultatet indikerar att det är fler fonder vars ihållande prestationer slår index från en nedgångsperiod till en uppgångsperiod än omvänt. Inga av våra Rysslands-fonder slår index under samtliga perioder de är aktiva. En fond, *Pictet Russian Equities P USD*, underpresterar index över samtliga perioder den är aktiv. Bäst presterar *Alfred Berg Ryssland* som ihållande överavkastar index i 3 av 4 aktiva perioder. Samtliga fonder underpresterade index i perioden av nedgång P4.

Följande diagram presenterar hur fondernas prestationer förhåll sig mot varandra från en period till nästa, alltså om de ihållande presterade över eller under medianfonden.



Figur 9 - Rysslands-fonder med ihållande prestationer mellan perioderna

Ingen av våra Rysslands-fonder presterar varken över eller under medianfonden genom alla undersökningsperioder (P1-P4). *SEB Rysslandsfond Lux* är den enda fonden som lyckades prestera över medianfonden ihållande för två perioder (P2-P3 och P3-P4). Omvänt var det endast *Pictet Russian Equities P* som presterade under medianfonden genom perioderna. *FIM Russia* hade en ihållande prestation över medianfonden mellan perioderna P2-P3, medan *Handelsbanken Rysslandsfond* ihållande underpresterade medianfonden.

De tre fonder som är representerade under uppgången P1 har negativa Sharpekvoter som dessutom är mer negativa än index. Under andra uppgången i P3 går det betydligt bättre för fonderna på riskjusterad basis då samtliga fonder slår index, dock kan vi inte dra en rättvisande slutsats huruvida fondernas riskjusterade prestationer håller i sig över tid då samtliga fonder i nästkommande period är negativa. Ställt på sin spets har *Alfred Berg Ryssland* bäst ihållande prestationer på riskjusterad basis då fonden har en mindre negativ Sharpekvot i båda nedgångarna P2 och P4.

4.2.2.1 Analys av Ryssland-fondernas ihållande prestationer

Av Rysslandsfonderna var det betydligt fler som slog index i perioder av uppgång (76%) än i perioder av nedgång (21%). Vad gäller andelen fonder som ihållande presterar över index är det dock väldigt spridda skurar. Endast en fond, *Alfred Berg Ryssland*, har en ihållande prestation över index i tre perioder (P1-P3). Resterade fonder med ihållande prestation över

index har det enbart mellan två perioder. Vi kan därför dra slutsatsen att fonderna generellt sett inte håller i sina prestationer mot index över tid, då enbart en fond håller i sin prestation över samtliga perioder. Omvänt har *Pictet Russian Equities P* som enda fond underpresterat index i tre perioder vilket även här ger oss slutsatsen att prestationer mot index inte håller över tid.

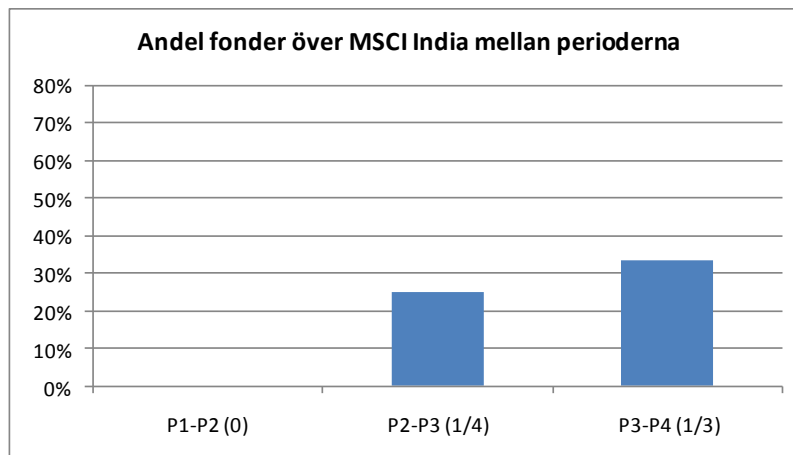
Enligt Lundqvist (2010) finns det inga bevis för att goda prestationer kan förklaras av skicklighet hos förvaltarna istället för tur, och att det således inte finns några ihållande prestationer då fonderna går olika bra från en period till en annan. I likhet med Lundqvists (2010) resultat visar vår studie att prestationerna inte är ihållande över tid. Dessutom kan det vara så att det faktum att *Alfred Berg Ryssland* som enda fond ihållande presterade bättre än index har att göra med tur snarare än skicklighet. Däremot har *Alfred Berg Ryssland* varit aktivt betydligt längre än de flesta andra Rysslandsfonderna vilket kan motivera skicklighet hos förvaltarna.

Ställt mot varandra var det *SEB Rysslandsfond Lux* utav fonderna som ihållande presterade som längst över medianfonden i tre intilliggande perioder (P2-P3 och P3-P4). Motsvarande presterade *Pictet Russian Equities P* under medianfonden. Utifrån detta kan vi således inte dra en större slutsats om huruvida fondernas prestationer håller i sig mot varandra över hela undersökningsperioden mer än att en större andel av fonderna låg över medianfonden mellan perioderna. Vi kan även konstatera att *SEB Rysslandsfond Lux* var den fond som ihållande presterade bäst sett till faktisk avkastning.

På en riskjusterad nivå kan vi konstatera att negativa Sharpekvoter gör vår jämförelse svår. Bortser vi från det och hänvisar till de jämna standardavvikelser mot index kan vi konstatera att *Alfred Berg Ryssland*, som har en bättre Sharpekvot P2-P3, även ihållande presterar bättre än index P2-P4. Fonden är således bäst förvaltd enligt Sharpekvoten vilket stämmer med bl.a. Otten och Bams (2002) som säger att fonderna på kort sikt håller i prestationerna pga. skickliga förvaltare. I och med att det endast är en fond av totalt sju som påvisar detta får detta utgöra ett undantag emot vad resten av populationen påvisar.

4.2.3 Indien-fondernas ihållande prestationer

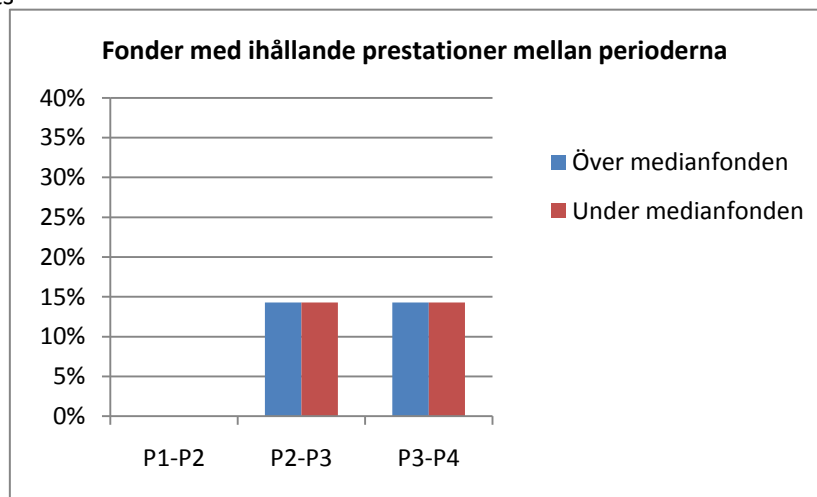
I nedgång slog Indien-fonderna i genomsnitt index (*MSCI India*) i 50% av fallen, medan fonderna i uppgång endast slog index i 21% av fallen. Nedan presenteras hur stor andel av fonderna som överpresterat index i en period, som också har gjort det i nästföljande period. Detta för att fastställa i vilken utsträckning fonderna har hållit i sina prestationer i förhållande till index.



Figur 10 – Andel fonder över MSCI India mellan perioderna

Ingen av Indien-fonderna hade slagit index under P1 vilket innebär att det inte fanns någon fond med ihållande prestation mellan perioderna P1-P2. Vidare är det enbart *INVESCO India Equity A* som har en ihållande prestation som slår index, vilket fonden gör både mellan perioderna P2-P3 och P3-P4. Fonden *Simplicity India* underpresterade index ihållande över samma perioder.

Diagrammet på nästa sida visar vilka fonder som ihållande har presterat över respektive under medianfonden mellan perioderna för att på så sätt kunna jämföra fondernas ihållande prestationer i förhållande till varandra.



Figur 11- Indien-fonder med ihållande prestationer mellan perioderna

Resultaten visar att endast två av Indien-fonderna hade ihållande prestationer i förhållande till medianfonden mellan perioderna P2-P3 och P3-P4. Ingen av fonderna hade ihållande prestationer mellan P1-P2. Av fonderna var det enbart *INVESCO India Equity A* som ihållande presterade över medianfonden, vilket den gjorde tre av fyra perioder den var aktiv (P2-P4). *Simplicity Indien* var den enda fonden som ihållande presterade under medianfonden över dessa perioder.

4.2.3.1. Analys av Indien-fondernas ihållande prestationer

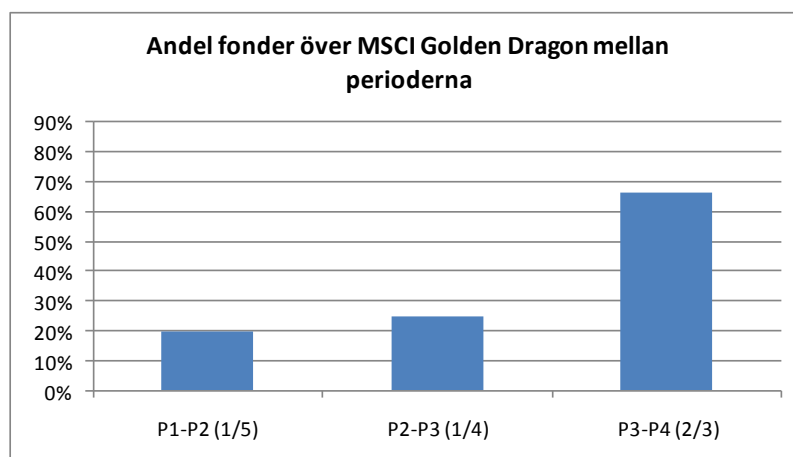
Sett till ihållande prestationer över index var det enbart *INVESCO Indian Equity A* som presterade bättre än index mellan intilliggande perioder vilket den gjorde mellan perioderna P2-P4. *Simplicity Indien* presterade på motsvarande sätt ihållande under index mellan samtliga perioder (P1-P4). Resterande fonder presterade under och över index varannan period. Vi kan därför enkelt dra slutsatsen att fonderna generellt sett inte håller i sina prestationer mot index över tid, då enbart en fond ihållande presterar över respektive under index över en längre period. Detta kan liknas med studier av Debondt och Thaler (1985) och Lundqvist (2010) som visar att det inte finns någon korrelation mellan tidigare prestationer och dess förmåga att hålla i sig över tid. Lundqvists (2010) studie visar att fondernas prestationer växlar mellan perioderna vilket majoriteten av Indien-fonderna i vår studie gör. Debondt och Thaler (1985) menar att ihållande prestationer på sikt vänder då aktiemarknaden tenderar att överreagera på kraftiga svängningar i ekonomin, vilket kännetecknar vår undersökningsperiod.

Ställt mot varandra har *INVESCO India Equity A* även här ihållande presterat bäst sett till faktisk avkastning gentemot de andra fonderna. *INVESCO India Equity A* presterar över medianfonden i P2-P4 medan *Simplicity Indien* underpresterade median under samma perioder. Resterande fonders placerar sig växelvis över samt under medianfonden. Att ihållande prestera över medianfonden är således svårt för Indien-fonderna i enlighet med Lundqvists (2010) studie. Dock kan vi klart se att *INVESCO India Equity A* ihållande presterat bäst av Indien-fonderna.

Riskjusterat finner vi inga ihållande prestationer då nedgångsfaserna utmärks av negativa Sharpekvoter. Däremot har både *INVESCO India Equity A* och *Carnegie Indienfond* ihållande bättre Sharpekvoter än index i P3-P4 då standardavvikelsen för fonderna under P4 är lägre än index. Den aktiva förvaltningen har alltså i vissa fall ihållande presterat bättre på riskjusterad basis den senaste upp- och nedgångsperioden.

4.2.4. Kina-fondernas ihållande prestationer

Kina-fonderna presterar bäst i perioder av uppgång då ca 60% presterade bättre än index (*MSCI Golden Dragon*), medan 50% slog index i perioder av nedgång. Nedan följer en presentation av andelen Kina-fonder som ihållande har presterat bättre än index mellan två perioder.

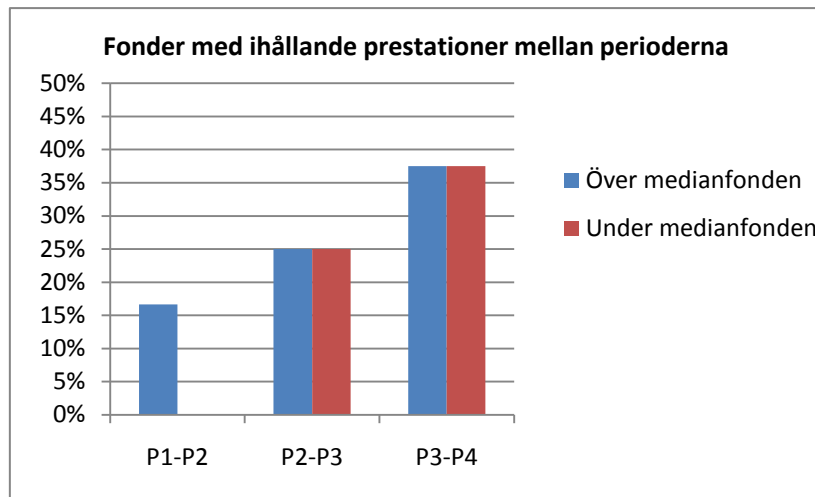


Figur 12 – Andel fonder över MSCI Golden Dragon mellan perioderna

Av våra Kina-fonder var det en större andel som ihållande slog index från en uppgång till en nedgång. Endast *Fidelity Greater China A* hade en ihållande överprestation mot index från en nedgång till uppgång mellan perioderna P2-P3. *Fidelity Greater China A* var även den fond som hade en ihållande prestation bättre än index över flest perioder (P1-P3). *Carnegie Kinafond* och *Ålandsbanken China Growth* presterade på motsvarande sätt ihållande under

index flest perioder (P2-P4). Utav dem presterade *Carnegie Kinafond* något sämre under dessa perioder sett till relativ avkastning.

I denna del jämför vi fondernas ihållande prestationer mot varandra från en period till näst kommande genom att fastställa deras prestationer i förhållande till medianfonden mellan perioderna. På sätt får vi fram vilka fonder som ihållande har presterat över medianen, samt under median.



Figur 13 - Kina-fonder med ihållande prestationer mellan perioderna

Av Kina-fonderna var det endast *INVESCO Greater China Equity A* som ihållande presterade över medianfonden mellan samtliga perioder (P1-P4). Vidare var det endast *Handelsbanken Kinafond* som ihållande presterade över medianfonden mellan tre perioder (P2-P4). *Carnegie Kinafond* och *Ålandsbanken China Growth* var parallellt de fonder som ihållande presterade under medianfonden flest perioder, där *Carnegie Kinafond* åter igen presterade något sämre sett till faktisk avkastning.

På riskjusterad basis är det tre av våra Kina-fonder som lyckas ihållande överprestera index i mellan två perioder. För två av fonderna är det genom att ha mindre negativa Sharpekvoten än index i nedgången P4.

4.2.4.1. Analys av Kina-fondernas ihållande prestationer

Sett till ihållande prestationer var det fler Kina-fonder som slog index från en uppgång till en nedgång. Den fond som ihållande presterade bäst var *Fidelity Greater China A* som överpresterade index flest perioder (P1-P3). Endast två fonder presterade bättre än index i övrigt mellan perioderna P3-P4. Vi drar därför slutsatsen att Kina-fonderna generellt sett inte

håller i sina prestationer över index då enbart en fond har hållit sig över index 3 av 4 perioder och ingen över hela perioden. Samma slutsats dras för ihållande negativa prestationer mot index då enbart två fonder ihållande presterar under index 3 av 4 perioder (P2-P4). Detta stämmer överens med de resultat som Lundqvist (2010) lägger fram i sin studie där inget stöd för ihållande prestationer visas eftersom fonderna presterar olika för mellan perioderna.

Den fond som ihållande presterar bäst utav Kina-fonderna var *INVESCO Greater China Equity A* som ihållande presterade över medianfonden under samtliga perioder (P1-P4). En fond presterade ihållande över medianfonden 3 av 4 perioder P2-P4, och tre fonder under medianfonden mellan samma perioder. Resultatet ligger i linje med studien av Hendricks *et al.* (1993) som menar att både ”bra” och ”dåliga” prestationer tenderar att hålla i prestationer på kort sikt. Detta stämmer mer överens i vår undersökning för de fonder som presterade under medianfonden.

Ihållande riskjusterade prestationer över index för hela vår undersökningsperiod förekommer inte bland Kina-fonderna. Sammanlagt tre fonder presterar ihållande bättre Sharpekvoter mellan två perioder, inklusive negativa Sharpekvoter med likvärdiga standardavvikelse för samma period. Vi kan därför tydligt konstatera att fonderna inte håller i riskjusterade prestationer vilket även här stämmer överens med Lundqvists (2010) studie där förvaltarnas skicklighet och förmåga att hålla i prestationer över tid inte hade någon korrelation och därför skilde sig från period till period.

5. DISKUSSION

I denna del presenteras de slutsatser som vi har kommit fram till som besvarar våra frågeställningar; hur BRIC-landsfonderna presterat i förhållande till index i upp- och nedgång, samt ifall dessa prestationer varit ihållande över tid. Slutligen presenteras författarnas förslag till vidare forskning.

5.1 Slutsatser

5.1.1 BRIC-landsfondernas prestationer mot index i upp- och nedgångar

De aktivt förvaltade Brasilien-fonderna har presterat väl under alla våra undersökta perioder. Över uppgång och nedgång har en klar majoritet slagit index avkastningsmässigt vilket indikerar att fonderna relativt sett har förvaltats väl. Då samtliga fonder slog index i en uppgång, samt 75% av fonderna även lyckades i nedgång tyder resultatet på att marknaden antingen är ineffektiv alternativt för ung för att till fullo prissätta samtliga av marknads aktier korrekt. Därför finns det stora möjligheter för den skickliga förvaltaren att generera god avkastning till sina fondsparare då marknadsformen är svag.

Att fonder överpresterar index i perioder av uppgång bekräftades även i undersökningen av Rysslands-fonderna, där majoriteten av fonderna lyckades slå index till skillnad från i nedgångar. Fonderna utmärker sig framförallt i den andra uppgången (P3) då både risken och den absoluta avkastningen är över index. I denna period fann vi även tydliga indikationer på att riskfyllda investeringar i ryska småbolag har avkastat väl över index, vilket kan härledas till småbolagseffekten. Vidare kännetecknades den ryska marknaden under denna period av hög tillväxt vilket innebär att även fonder som normalt placerar i storbolag avkastat väl. Spridningen i avkastningen var betydligt större i uppgång än i nedgång, då fondernas avkastning tenderade att bli jämnare mot index. Det kan förklaras med att fonder i tider av nedgång gör omplaceringar från mer riskfyllda placeringar, såsom småbolag, till aktier med mindre risk som storbolag. Detta för att sänka portföljens totala risk, samt kraftiga fall i fondförmögenheten. Avkastningsmässigt kan vi därför konstatera att den ryska fondmarknaden är av halvstark form, effektiv i nedgång men att aktiv förvaltning kan prestera bättre i perioder av uppgång.

Majoriteten av de aktiva Indien-fonderna presterade bättre i förhållande till index i nedgång än i uppgång, vilket är en markant skillnad mot de trender som råder i de andra BRIC-

länderna. Även denna marknad påvisar en högre korrelation mellan de faktiska avkastningarna för fonderna och index i nedgångsperioderna. Däremot har Indien-fonderna inte tagit lika hög risk som index, vilket kan bero på att fonderna endast behöver investera 75% av fondförmögenheten i aktier. Index skall däremot i största mån försöka efterlikna aktiemarknaden och därför investeras nära 100% i inhemska aktier. Indien-fondernas resterande 25% av fondförmögenheten torde delvis vara spenderade i säkrare tillgångar än aktier, såsom statspapper och guld, utifrån fondernas rörelser i förhållande till index över hela undersökningsperioden. Detta skulle förklara att index presterar bättre i uppgång men sämre mot fonderna i nedgång i faktisk avkastning.

Kina-fonderna presterade väl i förhållande till index både i upp- och nedgång, då majoriteten av fonderna överavkastar index i alla fyra perioder sett till absolut avkastning. Vad intressant är att Kina-fonderna presterar väl i den första uppgången till skillnad från övriga BRIC-marknader. Kina-marknaden har dock hunnit bli väletablerad, varpå fondförvaltarna är mer erfarna och skickligare vilket bidrar till en bättre avkastning i förhållande till index både relativt och totalt sett då marknadsformen är svag.

Riskjusterat har Brasilien-fonderna presterat väl i den andra uppgångsfasen (P3), vilket betyder att fondförvaltarna för dessa aktiva fonder har genererat en bättre avkastning i förhållande till den risk som tagit under perioden, ställt mot index. I andra nedgångsperioden (P4) är samtliga fonders Sharpekvoter mindre negativa än index vilket, sett till faktisk avkastning, även styrker argumentet att fonderna har presterat bättre på riskjusterad basis, trots marginellt högre standardavvikelse. Brasilien-fonderna utgör ett undantag i vår undersökning då de på riskjusterad basis slår index både i perioder av upp- och nedgång.

Samtliga Rysslands-fonder hade bättre riskjusterad prestation än index i uppgången P3. I resterande perioder hade dock index bättre riskjusterade prestationer. Index hade visserligen mindre negativa Sharpekvoter än fonderna under dessa perioder, men med tanke på att index och fondernas standardavvikelse ligger i linje med varandra är kvoterna någorlunda rättvisande. Index har alltså en bättre riskjusterad prestation än fonderna vilket kan förklaras med att index har en högre grad av diversifiering. Jämförelseindex har således presterat bättre i förhållande till risk under perioder av nedgång än de aktivt förvaltade Ryssland-fonderna.

Att aktivt förvaltade fonder slår index på riskjusterad basis i studiens andra uppgångsfas (P3) bekräftas även av Indien-fonderna. Då fondernas faktiska avkastning i denna period inte

utmärker sig lika mycket som i resterande länder kan vi som tidigare nämnt se att Indien-fonderna tar ut en lägre risk i förhållande till marknaden. I nedgångsperioderna presterar index generellt en bättre riskjusterad avkastning i förhållande till fonderna. Detta innebär att fondernas underprestation mot riskfria räntan varit högre under denna period i förhållande till index, vilket är en följd utav lägre grad av diversifiering än index, vilket gör fonderna mer exponerade för bolagsspecifika risker. Undersökningen visar att index på riskjusterad basis har presterat bättre än de aktivt förvaltade Indien-fonderna.

Kina ger oss den klaraste trenden, där fonderna riskjusterat presterat bättre än index i båda perioderna av uppgång. Den ökade risken kompenseras med förvaltarnas erfarenhet och skicklighet vilket bidrar till en bättre riskjusterad prestation än index. Även i perioder av nedgång visar fonderna ett högt risktagande vilket inte ger lika god riskjusterad prestation som i perioder av uppgång. Både fonderna och index uppvisar här en negativ Sharpekvot. Dock har index en mindre negativ kvot varpå de presterat bättre än Kina-fonderna. Passiv förvaltning som följer index har alltså varit det bästa alternativet i perioder av nedgång på den kinesiska fondmarknaden, medan de aktivt förvaltade Kina-fonderna är bäst i perioder av uppgång.

Avslutningsvis kan vi konstatera att vissa likheter och skillnader går att finna mellan de olika BRIC-marknaderna sett till avkastning och riskjusterad prestation. Avkastningsmässigt slår de aktiva fonderna oftare index i en uppgång än i en nedgång vilket beror på att fonderna generellt sett tar större risker när marknaden pekar uppåt (om vi bortser från Indien). Då dessa tillväxtmarknader är väldigt expansiva, speciellt i högkonjunkturer, finns det stora vinster att göra för den som är villig att ta risk. Exempel på detta är uppgången i P3 då majoriteten av fonder lyckats bättre än index på riskjusterad basis, då dessa tillväxtmarknader var ett hett investeringsalternativ för fondsparare på grund av dess snabba tillväxttakt. I nedgång är trenden den omvända då index presterat en högre faktisk avkastning än fonderna, vilket även är fallet sett till riskjusterade prestationer. Anledningen till detta är att fondförvaltarna har svårt att förutspå marknadens utveckling i nedgång, samt att index är mer diversifierat. Dock visar fonderna generellt sett en lägre spridning i avkastning mot index i perioder av nedgång vilket tyder på att fonderna försöker dämpa förluster genom att omplacera fondportföljen till att mer efterlikna index. Vidare är BRIC-marknaderna relativt unga (speciellt Brasilien) vilket gör att fondsparare reagerar starkare på svängningar i ekonomin. Att marknaderna är unga

innebär även att de inte alltid är effektiva vilket skapar möjligheter för fondförvaltare att överkasta index.

5.1.2 BRIC-landsfondernas ihållande prestationer

Två av Brasilien-fonderna presterade ihållande bättre än index över samtliga perioder. Samtliga resterande fonder slår index från uppgången P3 till nedgången P4. Anledningen till att en så stor andel fonder ihållande slår index mellan dessa perioder beror antagligen på att vi dels har ett relativt litet antal Brasilien-fonder med i undersökningen, och just denna period kännetecknades av hög tillväxt. Vidare hade vi bara en uppgångsperiod (P3) för Brasilien-undersökningen. Resultatet hade antagligen sett annorlunda ut om vi hade haft fler fonder under längre period. Utifrån det resultat vi får fram kan vi konstatera att Brasilien-fonderna håller i sina överprestationer mot index. I förhållande till varandra presterar två fonder genomgående över- samt under medianfonden i Brasilien. *Amundi Funds Brazil CC* placerar sig över medianen samtliga mätperioder medan *UBS Lux Equitiy Brazil* presterar under. Sett till total avkastning och riskjusterad prestation var *Amundi Funds Brazil CC* den Brasilien-fond som presterade bäst.

Rysslands-fonder följer inte samma trend då endast en fond överpresterar index ihållande i tre perioder. Resterande fonder håller inte i sina prestationer mer än två perioder, förutom en fond som ihållande underpresterar index. Därför kan vi konstatera att fondernas prestation överlag inte märkvärt håller i sig mot index över tid. Undersökningen visar snarare att underprestationer är ihållande. Det kan härledas till svårigheterna i att förutse marknaden, samt att aktiva fonder med låg diversifiering är mer exponerade för bolagsrisk. Bland Ryssland-fonderna var det *SEB Rysslandsfond Lux* som i förhållande till de andra fonderna ihållande överpresterade medianfonden flest perioder. *Pictet Russian Equities P* presterade ihållande under medianfonden dessa perioder. I övrigt växlade fonderna mellan perioderna. Vi finner därför att inga ledande resultat angående fondernas ihållande prestationer kan ges. Sett till riskjusterad prestation och ihållande prestation mot index var *Alfred Berg Ryssland* bäst bland Rysslands-fonderna.

Majoriteten av Indien-fonderna pendlar mellan över- och underprestation mot index från period till period. Åter igen kan vi dock se två undantag bland fonderna då en fond ihållande överpresterar och en ihållande underpresterar index. Utifrån detta fastslås åter att fonderna generellt inte håller i sina prestationer mot index över tiden. Även i Indien kan samma slutsats

dras då fonderna över- respektive under median byts ut från en period till en annan. Återigen presterar en fond bättre än median majoriteten av perioderna medan en fond kontinuerligt befinner sig under medianfonden. Sett till total avkastning, riskjusterad prestation och ihållande prestationer presterade *INVESCO Indian Equity* bäst bland Indien-fonderna.

Mot den kinesiska marknaden överpresterade fonderna mer ihållande från en uppgång till en nedgång. Detta kan bero på att fonderna som presterar väl i en uppgång, lyckas hålla i denna positiva trend i början av en nedgång vilket leder till att den faktiska avkastningen blir mindre negativ än marknadens. En fond lyckades att överprestera index i tre av fyra perioder, men åter konstateras att fonderna inte håller i sina prestationer mot index. *INVESCO Greater China Equity* presterade över medianfonden samtliga perioder. Övriga fonder lyckas även de hålla i sina prestationer mellan flera perioder. Här kan vi alltså konstatera att fonderna håller i prestationerna mot varandra, om än på kort sikt. Sett till total avkastning, riskjusterad prestation och ihållande prestationer presterade *INVESCO Greater China Equity* bäst bland Kina-fonderna.

Jämför vi BRIC-landsfonderna mot varandra kan vi inte finna någon riktig trend för ihållande prestationer. Fonderna håller i sina prestationer mot index, positiva som negativa, olika länge. Dessutom pendlar många fonder i prestation från period till period. Ställt på sin spets skulle vi dock kunna dra slutsatsen att negativa prestationer tenderar att hålla i sig längre över tid.

5.2 Förslag på vidare forskning

Utifrån våra fondkriterier har vi haft ett begränsat antal fonder att undersöka. Därför vore det intressant att göra en liknande studie längre fram i tiden då vi förmodligen har ett större antal BRIC-landsfonder att undersöka. Intressant vore även att studera hur fondernas storlek påverkar dess prestationer i olika perioder av konjunkturcyklerna. Vidare vore fondernas tillgångsallokering i perioder av uppgång och nedgång vara av intresse att undersöka samt dess påverka på fondavkastningen.

Källor

Artiklar & Uppsatser

Bahr, F. och Lundgren, M., (2009), *Aktiv fondförvaltning - Ger aktivt förvaltade fonder en bättre riskjusterad avkastning än indexfonder?*, Handelshögskolan vid Umeå Universitet

Basdas, S. och Orhan, B., (2010), *Kina- och Rysslandfonder – En jämförande studie i nedgång och uppgång av den svenska börsen*, Institutionen för ekonomi och företagande vid Södertörns Högskola

Carhart, M., (1997), *On Persistence in Mutual Fund Performance*, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, s. 57-82

Claesson, K., (1987), *Effektiviteten på Stockholms Fondbörs*, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm

Dahl A., Dahlberg H. och Wallmark J., (2004). *Fondavgiftens inverkan på avkastningen*, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Dahlquist, M., Engström, S. och Söderlind P., (2000), *Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, Nr. 3, s. 409-423

Grinblatt, M. och Titman, S., (1992), *The Persistence of Mutual Fund Performance*, Journal of Finance, Vol. 47, Nr. 5, s. 1977-1984

Hendricks, D. Patel, J. och Zeckhauser, R. (1993), *Hot Hands in Mutual Funds; Short-run Persistence of Relative Performance, 1974-1988*, Journal of Finance, Vol. 48, Nr. 1, s. 93-130

Hjertberg, E. och Berggren N., (2010), *Fondförvaltningens inverkan på avkastningen – En studie av tillväxtfonder i BRIC-länderna*, Företagsekonomiska institutionen vid Uppsala Universitet

Jägerstad, M. och Widerståhl, R., (2011), *Aktiv fondförvaltning på svenska marknaden - Svenska aktiefonders prestation i jämförelse mot passiv förvaltning i perioder av upp- och*

nedgång på Stockholmsbörsen mellan åren 1995-2010, Företagsekonomiska institutionen vid Uppsala Universitet

Lundqvist, A., (2010), *Do actively managed mutual funds beat the market? A randomized procedure using Monte Carlo simulation*, Lunds Universitet

Otten, R. och Bams, D., (2002), *European Mutual Fund Performance*, European Financial Management, Vol 8, Nr. 1, S. 75-101

Wermers, R., (2000), *Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses*, The Journal of Finance, Vol. 50, Nr 4, s. 1655-1695

Wilson, D. och Purushothaman, R., (2003), *Dreaming With BRICs: The Path to 2050*, Goldman Sachs, Paper Nr 99, s. 1-23

Böcker

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. (2009), *Investments*, McGraw-Hill, Singapore

Mishkin, F. och Eakins, S., (2009), *Financial Markets and Institutions*, Pearson

Oxenstierna, G. (2005). *Placeringsrådgivning*, Sverige: Studentlitteratur

Wilke, B., (2005), *Aktie- och fondhandboken; Lär dig spara i aktier och fonder - För en bättre privatekonomi*, Aktiespararna Kunskap, Stockholm

Internet-artiklar

Affärsvärlden (2000) - *Sharpekvot*

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article241178.ece>, (2011-09-13)

Aktiespararna (2010) – *Aktier populärare än aktiva fonder*

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Aktier-popularare-an-aktiva-fonder/>, (2011-09-10)

Fondbolagens förening (2009), *30 år med fonder*,

http://www.fondbolagen.se/Documents/Fondbolagen/Studier%20-%20dokument/30_ar_studie.pdf, (2011-09-10)

Fondbolagens förening (2009), *Årsrapport för fondsparandet 2010*,

<http://www.fondbolagen.se/Documents/Fondbolagen/Studier%20-%20dokument/110112%20fondsparande%202010.pdf>, (2011-09-10)

Kommerskollegium (2009:1), *BRIC-länderna i världshandeln – Brasilien, Ryssland, Indien och Kina i fokus*,

<http://www.kommers.se/upload/Analysarkiv/Arbetsomr%C3%A5den/Handelsutveckling/BRIC-1%C3%A4nderna%20i%20v%C3%A4rldshandeln.pdf>, (2011-09-10)

Morningstar, (2011), *Definitioner: standardavvikelse*, (2011-09-21)

<http://www.morningstar.se/Article.aspx?title=definitioner>

Storebrand/SPP (2009), *Svenskt Fondexpertindex (SFEI) 2009*,

[http://www.spp.se/site/spp.nsf/Get/get5f5ad3ce03c18931fec43e8ae9cd12f0/\\$FILE/Svenskt%20Fondeexpertindex%20\(SFEI\)%202009%20november.pdf](http://www.spp.se/site/spp.nsf/Get/get5f5ad3ce03c18931fec43e8ae9cd12f0/$FILE/Svenskt%20Fondeexpertindex%20(SFEI)%202009%20november.pdf), (2011-09-10)

Bilagor

Bilaga 1 - Fondernas absoluta avkastning

Fondernas absoluta avkastning för varje period (P1-P4). Uppställt för respektive land, uttryckt i procent.

Namn	P1	P2	P3	P4
Brasilien				
Handelsbanken Brasilienfond	-	-		-14,74
FIM Brazil	-	-44,13	101,65	-21,01
JPM Brazil Equity A	-	-37,94	97,17	-17,1
UBS Lux Equity Brazil SICAV	-	-49,77	88,47	-20,89
Amundi Funds Brazil CC	-	-33,23	110,65	-20,73
Genomsnittlig avkastning	-	-41,27	78,31	-18,89
Standardavvikelse	-	7,21	48,02	2,84
Median	-	-41,04	97,17	-20,73
Ryssland				
Handelsbanken Rysslandsfond	-	-71,96	117,57	-16,65
FIM Russia Small Cap	54,23	-87,23	259,71	-28,92
East Capital Lux Russian A	-	-69,73	168,83	-20,25
Pictet Russian Equities P USD	-	-70,6	13,73	-20,54
FIM Russia	43,44	-64,62	204,6	-24,86
Alfred Berg Ryssland	54,27	-66,78	152,05	-19,11
SEB Rysslandsfond Lux Ack	-	-66,64	173,11	-15,23
Genomsnittlig avkastning	50,65	-71,08	155,66	-20,79
Standardavvikelse	6,24	7,57	76,71	4,72
Median	54,23	-69,73	168,83	-20,25
Indien				
Carnegie Indien	92,89	-47,52	77,52	-20,07
FIM India	94,34	-54,78	77,8	-24,91
Nordea Indienfond	-	-56,52	110,26	-26,73
Handelsbanken Indienfond	-	-57,97	107,64	-26,24
Pictet Indian Equities R	34	-54,35	83,92	-28,13
INVESCO India Equity A	90,95	-53,23	119,4	-19,64
Simplicity Indien	97,84	-65,55	71,4	-43,52

Genomsnittlig avkastning	82,00	-54,91	92,56	-27,03
Standardavvikelse	26,95	7,02	19,27	7,97
Median	92,89	-54,78	83,92	-26,24

Kina

Carnegie Kinafond	131,17	-41,95	37,04	-20,47
Handelsbanken Kinafond	-	-34,99	45,42	-16,92
Nordea Kinafond	46,07	-34,24	44,94	-16,02
Swedbank Robur Kinafond	-	-34,97	43,65	-17,47
Pictet Funds Greater China R	79,92	-101,6	54,46	-14,41
Ålandsbanken China Growth	110,86	-38,76	33,05	-21,29
INVESCO Greater China Equity A	220,8	-31,69	56,39	-13,44
Fidelity Greater China A	49,78	-29,48	58,15	-17,43
Genomsnittlig avkastning	106,43	-43,46	46,64	-17,18
Standardavvikelse	65,22	23,81	9,09	2,7
Median	95,39	-36,34	45,18	-17,18

Bilaga 2 – Fondernas relativa avkastning

Fondernas relativa avkastning ställt mot respektive jämförelseindex. Uppställt för respektive land och period (P1-P4), uttryckt i procent.

Namn	P1	P2	P3	P4
Brasilien				
Handelsbanken Brasilienfond	-	-	-	8,46
FIM Brazil	-	-4,5	32,43	2,19
JPM Brazil Equity A	-	1,69	27,95	6,1
UBS Lux Equity Brazil SICAV	-	-10,14	19,25	2,31
Amundi Funds Brazil CC	-	6,4	41,43	2,47
<i>MSCI Brazil Free</i>	0	0	0	0
Utveckling MSCI Brazil Free (P1-P5)	99,58	-39,63	69,22	-23,2
Genomsnittlig avvikelse från index	-	-1,64	30,27	4,31
Standardavvikelse från snittet	-	7,21	9,24	2,84
Median	-	-1,41	30,19	2,47

Ryssland				
Handelsbanken Rysslandsfond	-	-3,76	17,23	-2,52
FIM Russia Small Cap	2,11	-19,03	159,37	-14,79
East Capital Lux Russian A	-	-1,53	68,49	-6,12
Pictet Russian Equities P USD	-	-2,4	-87,17	-6,41
FIM Russia	-8,68	3,58	104,26	-10,73
Alfred Berg Ryssland	2,15	1,42	51,71	-4,98
SEB Rysslandsfond Lux Ack	-	1,56	72,77	-1,1
<i>MSCI Russia</i>	0	0	0	0
Utveckling MSCI Russia (P1-P5)	52,12	-68,07	100,34	-14,13
Genomsnittlig avvikelse från index	-1,47	-2,88	55,24	-6,66
Standardavvikelse från snittet	6,24	7,57	76,71	4,72
Median	2,11	-1,53	68,49	-6,12
Indien				
Carnegie Indien	-11,58	14,5	-26,55	4,85
FIM India	-10,13	1,68	-26,27	0,51
Nordea Indienfond	-	-0,06	6,19	-1,31
Handelsbanken Indienfond	-	-1,51	3,57	-0,82
Pictet Indian Equities R	-70,47	2,11	-20,15	-2,71
INVESCO India Equity A	-13,52	3,23	15,33	5,78
Simplicity Indien	-6,63	-9,09	-32,67	-18,1
<i>MSCI India</i>	0	0	0	0
Utveckling MSCI India (P1-P5)	104,47	-56,97	104,07	-25,42
Genomsnittlig avvikelse från index	-22,47	1,55	-11,51	-1,69
Standardavvikelse från snittet	26,95	7,02	19,27	7,9
Median	-11,58	1,68	-20,15	-0,82
Kina				
Carnegie Kinafond	82,92	-4,94	-29,32	-3,34
Handelsbanken Kinafond	-	2,02	-0,91	0,31
Nordea Kinafond	-2,18	2,77	-1,39	1,21
Swedbank Robur Kinafond	-	2,04	-2,68	-0,24
Pictet Funds Greater China R	31,67	-64,59	8,13	2,82
Ålandsbanken China Growth	62,61	-1,75	-13,28	-4,06
INVESCO Greater China Equity A	172,55	-0,68	10,06	3,79
Fidelity Greater China A	1,53	7,53	11,82	-0,2
<i>MSCI Golden dragon</i>	0	0	0	0

MSCI Golden Dragon	48,25	-37,57	46,33	-17,23
Genomsnittlig avvikelse från index	63,49	-7,20	-2,20	0,04
Standardavvikelse från snittet	71,46	23,81	13,7	2,72
Median	62,61	0,67	-1,15	0,06

Bilaga 3 – Antalet perioder som fonderna slog index

Tabellen uttrycker hur många perioder varje BRIC-landsfond slog index, samt hur läge varje fond varit aktiv. Uppställt för respektive land.

Aktiva perioder	4 perioder	3 perioder	2 perioder	1 period	0 perioder
Brasilien					
3 perioder		Amundi Funds Brazil CC JPM Brazil Equity A			
2 perioder			FIM Brazil UBS Lux Equity Brazil		
1 period				HSB Brasilienfond	
Ryssland					
4 perioder		Alfred Berg Ryssland	FIM Russia Small Cap FIM Russia		
3 perioder			SEB Rysslandsfond Lux	HSB Rysslandsfond East Capital Lux Russian	Pictet Russian Equities

Indien				
4 perioder	INVESCO India Equity A	Carnegie Indien FIM India	Pictet Indian Equities R	Simplicity Indien
3 perioder			Nordea Indienfond HSB Indienfond	
Kina				
4 perioder	Pictet Funds Greater China R INVESCO Greater China Equity Fidelity Greater China A	Nordea Kinafond	Carnegie Kinafond Ålandsbanken China Growth	
3 perioder		HSB Kinafond	Swedbank Robur Kinafond	

Bilaga 4 – Fondernas totala avkastning för hela undersökningsperioden

Fondernas totala absoluta avkastning från början till slut av hela undersökningsperioden.
Uppställt för respektive land och period (P1-P4), uttryckt i procent.

Namn	P1-P4	P2-P4	P3-P4
Brasilien			
Amundi Funds Brazil CC		4,64	
JPM Brazil Equity A		0,74	
MSCI Brazil Free		-21,54	
UBS Lux Equity Brazil SICAV		-23,77	
FIM Brazil		-27,65	
Handelsbanken Brasilienfond			-15,56
MSCI Brazil Free			-23,2

Ryssland

FIM Russia	17,52	
Alfred Berg Ryssland	4,46	
MSCI Russia	-16,3	
FIM Russia Small Cap	-49,58	
SEB Rysslandsfond Lux Ack		-22,76
Pictet Russian Equities P USD		-30,14
East Capital Lux Russian A		-34,89
Handelsbanken Rysslandsfond		-35,45
MSCI Russia		-45,29

Indien

MSCI India	35,33	
INVESCO India Equity A	26,32	
Carnegie Indien	23,38	
FIM India	17,89	
Pictet Indian Equities R	16,65	
Simplicity Indien	0,12	
Nordea Indienfond		-33,62
MSCI India		-34,49
Handelsbanken Indienfond		-38,4

Kina

INVESCO Greater China Equity A	76,3	
Pictet Funds Greater China R	46,53	
Fidelity Greater China A	38,14	
Ålandsbanken China Growth	35,22	
Carnegie Kinafond	21,7	
Nordea Kinafond	12,36	
MSCI Golden Dragon	10,68	
Handelsbanken Kinafond		-21,54
Swedbank Robur Kinafond		-23,05
MSCI Golden Dragon		-24,64

Bilaga 5 – Fondernas Sharpekvoter

Fondernas Sharpekvoter för uppställer för respektive land och period (P1-P4).

Namn	P1	P2	P3	P4
Brasilien				
Handelsbanken Brasilienfond	-	-	-	-0,57
FIM Brazil	-	-0,48	0,34	-0,80
JPM Brazil Equity A	-	-0,56	0,38	-0,40
UBS Lux Equity Brazil SICAV	-	-0,61	0,43	-0,88
Amundi Funds Brazil CC	-	-0,59	0,46	-0,62
MSCI Brazil Free	-	-0,19	0,34	-0,98
Ryssland				
Handelsbanken Rysslandsfond	-	-0,84	0,48	-0,50
FIM Russia Small Cap	-0,21	-1,05	0,58	-0,96
East Capital Lux Russian A	-	-0,88	0,58	-0,83
Pictet Russian Equities P USD	-	-0,72	0,46	-0,52
FIM Russia	-0,23	-1,15	0,52	-0,65
Alfred Berg Ryssland	-0,20	-0,77	0,50	-0,23
SEB Rysslandsfond Lux Ack		-1,15	0,48	-0,62
MSCI Russia	-0,15	-0,98	0,37	-0,40
Indien				
Carnegie Indienfond	0,02	-0,83	0,47	-0,54
FIM India	0,0027	-0,87	0,36	-0,66
Nordea Indienfond	-	-0,84	0,47	-0,68
Handelsbanken Indienfond	-	-0,75	0,43	-0,64
Pictet Indian Equities R	0,02	-0,90	0,37	-0,65
INVESCO India Equity A	0,01	-0,79	0,44	-0,54
Simplicity Indien	0,10	-0,77	0,36	-0,68
MSCI India	0,05	-0,77	0,41	-0,60
Kina				
Carnegie Kinafond	0,11	0,11	0,14	-1,15
Handelsbanken Kinafond	-	-0,79	0,33	-0,95
Nordea Kinafond	-0,30	-0,76	0,34	-1,03
Swedbank Robur Kinafond	-	-0,82	0,34	-0,98

Pictet Funds Greater China R	-0,07	-0,88	0,24	-0,95
Ålandsbanken China Growth	0,08	-0,56	0,26	-1,07
INVESCO Greater China Equity A	0,05	-0,75	0,38	-0,74
Fidelity Greater China A	-0,57	-0,87	0,38	-1,08
MSCI Golden Dragon	-0,24	-0,67	0,32	-0,96

Bilaga 6 – Fondernas jämförelseindex

Nedan följer en kortare presentation om respektive lands jämförelseindex (MSCI 2011).

MSCI Brazil Free

Är ett fritt flytande index viktat med Brasilianska aktier för att efterlikna den brasilianska börsen BM&FBOVESPA avkastning. Målet är att investera 95% av tillgångarna i aktier eller andra brasilianska värdepapper och att till 85% väga in hur den brasilianska marknaden är uppbyggd. MSCI Brazil Free har funnits sedan den sista december 1987.

MSCI Russia

Indexet startade 1987 och är viktat med Ryska aktier listade på MICEX¹¹. Då MSCI Russia bygger på MICEX torde vårt val av index uppfattas korrekt för att spegla hur den passiva utvecklingen i Ryssland gått, under vår valda tidsperiod. Flera olika aktier inom mängder av branscher finns representerade och viktade i jämförelseindexet vilket bidrar till konvergens. Att även de aktiva förvaltarna av våra utvalda rysslandsfonder använder MSCI Russia, bidrar mer till vår övertygelse att detta är det bästa jämförelseindexet för Rysslandsfonder som erbjuds till svenska investerare. I MSCI Russia är utdelningar återinvesterade och indexet presenteras samt beräknas i USD.

MSCI India

Index där utdelningar är återinvesterade och anknutet till MSCI India Total Return Index för att avspegla hur indiska aktiemarknaden utvecklas. Målet för indexet är att återspegla ca 85 % utav hur marknaden i Indien är uppbyggd med fokus på vilka branscher som är viktigast. Idag finns ca 60 bolag som är listade på National Stock Exchange of India representerade i indexet.

¹¹MICEX (Moscow Interbank Currency Exchange) är Moskvabörsen, Rysslands ledande börs med över 600 bolag noterade. MICEX är ett av två index som brukar användas för att avspegla hur den ryska marknaden utvecklas.

MSCI Golden Dragon

MSCI Golden dragon index består utav kinesiska aktier (företag i olika storlekar) samt aktier ifrån två närliggande länder som spelar en viktig roll för Kina. Dessa utomstående länder är Taiwan och Hong Kong där dryga 50 % utav fondförmögenheten är investerad.

Sammansättningen av index är därför uppbyggd av tre olika index där MSCI Hong Kong Index, MSCI China Free och MSCI Taiwan är viktade som grunder. Vi ser inget problem med detta då MSCI Golden Dragon är det vanligaste jämförelseindexet som används utav våra utvalda kinafonder. Vidare bukar landsfonder normalt investera en viss del i aktier i närliggande länder som har en viktig betydelse för det berörda landet ekonomi och handel.

Bilaga 7 – Dataexempel

Nedan ges exempel på data vi har räknat fram för varje fond som sedan har använts vid beräkning av diverse avkastningar, Sharpekvoten etc.

Alfred Berg Ryssland		P1		P2		P3		P4	
Fondens avkastning, månad:		Ränta	Öavkast.	Ränta	Öavkast.	Ränta	Öavkast.	Ränta	Öavkast.
Januari	7,64	1,8345	5,81	4,1091	-18,03			1,489	-5,33
Februari	10,68	1,9308	8,75	4,213	-3,79			1,735	-1,76
Mars	-0,08	1,963	-2,04	4,2371	-7,20	15,64	0,397	15,24	4,04
April	6,42	2,0503	4,37	4,1374	0,42	15,56	0,305	15,26	10,48
Maj	-16,04	2,1114	-18,15	4,1075	7,73	26,2	0,4742	25,73	-0,36
Juni	0,14	2,21	-2,07	4,1665	-12,93	-11,86	0,3905	-12,25	2,68
Juli	4,21	2,2774	1,93	4,3396	-16,84	4,34	0,1822	4,16	2,57
Augusti	4,56	2,4287	2,13	4,4006	-11,36	-1,99	0,1593	-2,15	1,8043
September	-1,37	2,5351	-3,91	4,4872	-28,88	14,99	0,1518	14,84	-15,17
Oktober	4,55	2,7395	1,81	3,6301	-25,63	5,25	0,1755	5,07	
November	3,48	2,9035	0,58	3,2025	-26,49	5,71	0,1771	5,53	
December	2,04	2,9982	-0,96	1,8169	0,31	11,9	0,1723	11,73	
Januari	4,76	3,2145	1,55	1,3494	-17,57	-1,37	0,1963	-1,57	
Februari	-5,08	3,2925	-8,37	0,8481	16,58	0,72	0,219	0,50	
Mars	6,66	3,2591	3,40			11,77	0,2298	11,54	
April	-4,41	3,3369	-7,75			-2,8	0,291	-3,09	
Maj	-2,1	3,4037	-5,50			-4,37	0,2805	-4,65	
Juni	3,6	3,453	0,15			-4,14	0,2693	-4,41	
Juli	0,37	3,5279	-3,16			3,06	0,3909	2,67	
Augusti	0,43	3,5754	-3,15			-1,19	0,4473	-1,64	
September	1,02	3,6154	-2,60			-1,72	0,518	-2,24	
Oktober	7,14	3,8104	3,33			2,19	0,8121	1,38	
November	-0,29	4,0183	-4,31			7,93	1,1105	6,82	
December	5,3	4,1241	1,18			9,34	1,2776	8,06	
Genomsnittlig överavkastning		P1:	-1,12	P2:	-10,26	P3:	4,39	P4:	-1,71
Standardavvikelse överavkastning		P1:	5,50	P2:	13,40	P3:	8,74	P4:	7,37
Sharpekvot		P1:	-0,20	P2:	-0,77	P3:	0,50	P4:	-0,23