PLAYBOOK FOR INVESTERINGER IGENNEM CORONAKRISEN

Af Kristian Myrup Pedersen

CABA CAPITAL
INVESTMENT FIRM

Indledning

Lige pludselig er alle eksperter i virusudbrud, afbødningsstrategier, hjælpepakker til økonomierne, pengepolitiske tiltag fra centralbankerne og ikke mindst udviklingen på de finansielle markeder. Det forstår jeg godt. Jeg har også selv brugt det meste af min vågne tid de sidste par måneder til at tænke over netop det. MEN jeg må indrømme, at jeg i løbet af de sidste uger er blevet lidt mere ydmyg. Og hvad gør man, når man indser, at man alligevel ikke selv kan regne det hele ud? Man går tilbage i bøgerne og ser, om man kan lære noget af andre. Og det viser sig, at jeg kunne finde to bøger, som jeg kan læne mig op ad i disse tider. Det er der kommet en masse tanker ud af, og de tanker vil jeg gerne dele.

Baggrundsteori

Den første bog er *"The (mis)Behaviour of Markets"*, som er skrevet af faderen til kaosteorien, matematikeren Benoit Mandelbrot. I bogen beskriver han en teori om prisdannelsen på finansielle aktiver, der kan bruges til at modellere de vilde kursudsving, som vi f.eks. aktuelt oplever på markederne. Hans hypotese er, at der er forskel på markedstid og kalendertid. Ifølge den almindelige finansielle teori er markederne uforudsigelige, og kurserne følger "en fuld mands fodspor" i en normalfordelt verden. Med hans forskelle i tidens hastighed kan man udvide billedet med, at den fulde mand nogle gange går i slowmotion og andre gange forsøger at løbe afsted. Man får den samme underliggende struktur for kursudsving, men udfaldene og dermed potentialet for både kursfester og børskrak afhænger af tidens hastighed. Og lige nu flyver markedstiden afsted.

Teorien har betydning for, hvordan man som investor skal betragte de finansielle markeder. Først og fremmest skal man tilpasse sit mindset til, at de store kursudsving vil fortsætte, i hvert fald på kort sigt, og det skyldes, at markedstidens hastighed skrues gradvist op og ned. Det betyder, at selvom man ikke kan forudsige retningen på morgendagens kursudsving, så gælder det, at jo større dagens kursudsving er, jo større er sandsynligheden for, at "den fulde mand forsøger at løbe", og jo større er sandsynligheden dermed også for store kursudsving i morgen. Derudover kan man, hvis man som investor bruger risikomodeller, der aktuelt ikke fanger risikoen tilfredsstillende, løse problemet med et quick-fix ved simpelthen at "skrue op for tiden" nede i risikomodellerne.

Den anden bog er *"The Black Swan"*, som er skrevet af en stor kritiker af den almindelige finansielle teori og tidligere optionstrader, Nassim Taleb. Hans hypotese er, at vi som mennesker snyder os selv til at tro, at verden er mere forudsigelig, end den i virkeligheden er. I bogen beskriver han et "Black Swan Event" som en fuldstændig uforudsigelig begivenhed, der har massive konsekvenser for vores samfund og som bagefter vil blive forklaret på en sådan måde, at man foranlediges til at tro, at den var forudsigelig. I den optik er Coronakrisen måske ikke et ægte "Black Swan Event", fordi pandemier jo ikke er noget nyt fænomen; det er blot et meget sjældent fænomen. Ikke desto mindre beskriver han i bogen, hvordan man som investor kan navigere igennem uforudsigeligt territorium, og i min verden kan hans betragtninger, som jeg (frit fortolket) har gengivet nedenfor, i høj grad bruges nu.

1. *Vi ved ikke, hvad der kommer til at ske, og det må vi acceptere*
2. *Det er godt at have maksimal handlefrihed, så muligheder kan udnyttes*
3. *Pas på med scenario-analyser, fordi yderscenarierne ikke kan modelleres*
4. *Bliv ikke snydt af, at aktiver med lave udsving kan have stor risiko*
5. *Udlad at måle risiko med f.eks. standardafvigelsen fra normalfordelingen*
6. *Positiv konveksitet kan medvirke til at skabe robusthed i porteføljen*
7. *Strategier, som har vist sit værd over lange perioder, er at foretrække*

Disse syv betragtninger kan måske virke banale, men ikke desto mindre tror jeg personligt på, at de er gode at have i baghovedet. Dette skyldes ikke mindst, at jeg igennem de sidste par (ekstremt turbulente) uger har set investeringsteamet bag vores obligationsbaserede hedgefond, CABA Hedge, levere pæne afkast ved at være eksponeret mod netop positiv konveksitet, jf. betragtning nr. 6. Nu har de, efter god performance, taget de fleste positioner af, så de har maksimal handlefrihed fremadrettet, jf. betragtning nr. 2.

I min egen playbook for den kommende fase af Coronakrisen vil jeg på baggrund af *"The (mis)Behaviour of Markets"* tænke, at hvad der normalt vil udspille sig over måneder og år måske vil udspille sig over dage og uger, og med det i tankerne vil jeg med inspiration i *"The Black Swan"* lede efter usandsynlige begivenheder, som kan have massive konsekvenser, hvis de udspiller sig. For hvis de nogensinde skal udspille sig, kunne Coronakrisen måske være katalysatoren. Begivenhederne kan f.eks. centrere sig omkring de syv temaer nedenfor, men det kan også være alt muligt andet.

1. **Indbyggede svagheder i Euroens konstruktion**
   Eurogældskrisen i '11/'12 "afslørede" svagheder i Euroens konstruktion, herunder f.eks. problemet med ikke at have fælles finanspolitik. Kan nye kæmpemæssige budgetunderskud og potentielle konflikter omkring statsstøtte vælte læsset?

2. **Penge uden guldindløselighed**
   Siden Nixon droppede dollarens guldindløselighed i '71 (bl.a. pga. behovet for finansiering af Vietnamkrigen), har de finansielle markeder hvilet på tilliden til, at staterne ikke ville lade seddelpressen løbe løbsk. Kan "krigen mod Coronaen" ændre på dette?

3. **Skrøbeligt globalt forsyningsnetværk**
   Virksomhedernes forsyningskæder er blevet globale, og som alle andre kæder er forsyningskæder ikke stærkere end det svageste led. Kæderne sprænges i disse dage. Hvad betyder det for global produktion fremover, herunder for afhængigheden af Kina?

4. **Eksplosiv vækst i kompleks bankregulering**
   Bankerne er i dag godt polstrede. Men kompleks detailregulering koster på handlefriheden, ligesom den har reduceret deres risikokapacitet på handelsbøgerne væsentligt. Kan bankerne blive forhindret i at udfylde deres rolle i krisen?

5. **Illikvide aktiver i "likvide fonde"**
   I takt med, at bankernes risikovillighed er reduceret, har de lave renter medvirket til at øge investorernes risikovillighed. Derfor ligger der efter min overbevisning mange illikvide aktiver i "likvide fonde". Hvad sker der, hvis investorerne trækker deres penge ud?

6. **BREXIT – Kan vi nå deadline d. 31/12-2020?**
   Risikerer vi, at Coronakrisen tager al fokus, så Storbritannien og EU ikke får landet en handelsaftale inden overgangsperiodens udløb? Hvis ikke står vi måske overfor et "hard BREXIT" om 9 måneder!

7. **Handelskrig – Var det smart af Trump at kalde Coronaen "den kinesiske virus"?**
   I midten af december '19 landede USA og Kina en fase-1 aftale med løfte om at starte forhandlingerne omkring en fase-2 aftale. Umuliggør "Corona blame game" nu denne aftale?

Ovenstående er ikke forudsigelser, overhovedet ikke, men det er temaer, som jeg mener, at man i den kommende tid med fordel kan bruge lidt energi på at forholde sig til, for hvem ved, det kan jo være, at udsagnet om, "at sorte svaner ofte flyver i flok" rent faktisk har noget på sig.

Kort opsummering: Markedstiden kan fortsætte med at gå hurtigere end kalendertiden et stykke tid endnu, og det kan også være, at vi kommer til at se flere uforudsete begivenheder.

Disclaimer: Dette materiale er produceret af Fondsmæglerselskabet CABA Capital A/S ("CABA Capital") med det formål at orientere. Oplysningerne heri udgør ikke et tilbud eller en opfordring om at købe eller sælge investeringer, og oplysningerne skal ikke betragtes som værende investeringsrådgivning. CABA Capital og dets tilknyttede selskaber yder ikke skatte-, juridisk- eller regnskabsrådgivning. Dette materiale er kun udarbejdet til informationsmæssige formål og er ikke beregnet til at yde og bør ikke påberåbes for skatterådgivning, juridisk eller regnskabsrådgivning. Du bør konsultere dine egne skatterådgivere, juridiske og regnskabsrådgivere, inden du foretager en transaktion. Alle investeringer i værdipapirer indebærer risici, som blandt andet inkluderer risikoen for negativ eller uventet markeds-, finans- eller politisk udvikling og, i internationale transaktioner, valutarisiko. På grund af sådanne risici kan værdien af værdipapirer gå op såvel som ned. Historisk afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. CABA Capital har taget omhu for at sikre, at oplysningerne heri er komplette og korrekte. CABA Capital garanterer dog ikke, at dette er tilfældet og påtager sig intet ansvar for fejl, stavefejl eller mangler.