

TIDENS TENDENSER

Af Kristian Myrup Pedersen

CABA
/CAPITAL

INVESTMENT FIRM

Hvad nu hvis denne gang ikke er anderledes?

Indledning

Her i starten af 2021 er det store spørgsmål, som alle investorer må stille sig selv, om denne gang er anderledes, og om det er nu, hvor fundamental værdiansættelse virkelig intet betyder. Vi står i en situation, hvor centralbankerne med succes har understøttet markederne siden først finanskrisen, sidenhen eurogældskrisen og nu også coronakrisen. De finansielle markeder har for alvor dekoblet sig fra den aktuelle realøkonomi, samtidig med at den teknologiske udvikling buldrer derudad og skaber enorme muligheder for fremtidig vækst. Vi vil i denne artikel argumentere for, at denne gang næppe er anderledes, og vi kommer med et par bud på, hvordan man som investor kan beskytte sig mod tidens største risikoscenario.

Om spekulative tider

Vi er ved at vinde "krigen" mod corona. Teknologien udvikles eksponentielt. Alt fra ejendomme til aktier stiger til nye højder. Formuer skabes på ingen tid. Vi står i en ny epoke! Eller gør vi? Danmark havde tilbage i starten af 1900-tallet en finansminister ved navn Christopher Hage, som om datidens markeder skrev¹:

"Men af og til indtræder der Tider, hvor en ganske særlig hidsig Spekulationslyst griber om sig gennem hele Samfundet. Mest plejer dette at være Tilfældet, naar nye Opdagelser og Opfindelser har givet Fantasien Sving, eller naar en almindelig Tryghedsfølelse vender tilbage, efter at en stor Krig er vel overstaet... Saalænge det gaar opad, er alt Solskin og straalende Humør. Der tjenes store Penge – hvad man end rører ved, betaler det sig. Utaalmodige efter at faa Part i Byttet kaster Folk sig over alt, hvad der frembyder sig."

For over 100 år siden kunne man således også se effekten på markederne, når "krige" var overståede, og når teknologien (efter datidens standarder) gjorde landvindinger. Og den menneskelige psykologi spillede øjensynligt også en væsentlig rolle på markederne dengang. Christopher Hage beskrev også, hvordan spekulative perioder alligevel ender på et tidspunkt, og at der til sidst ikke skal meget til for at vælte læsset.

"Der er mange, som under slige Forhold har tjent en Formue i en Fart, men faa har forstaaet at standse i Tide; selv de, der forudser Omslaget, lader sig friste videre, stolende paa, at der bliver Tid til at trække i Land. Tilsidst kan Faldet ikke længere undgaas. Ofte er det kun en tilsyneladende Ubetydelighed, der giver Stødet. En enkelt Sten rasler ned af den løst opstabilede Bygning, nogle stykker følger efter, og med eet ramler det hele sammen i et Brag, et Krach. En Panik griber alle."

Det er let at forestille sig, at økonomer i fremtiden vil kigge tilbage på 2021 og skrive noget tilsvarende med fokus på fænomener som "The Everything Rally", Tech-Boom'et, Tesla, Bitcoin og GameStop. I resten af artiklen vil vi fokusere på, hvad der potentielt kan være stødet, som får den første sten til at rasle ned.

Stødet som får den første sten til at rasle ned

Det er mange forskellige faktorer, som har medvirket til at skabe den nuværende markedssituation, men at den historisk lempelige pengepolitik i den vestlige verden har spillet en væsentlig rolle, er der næppe tvivl om. Da den amerikanske centralbank under finanskrisen satte renten ned til nul procent og påbegyndte store opkøb af stats- og realkreditobligationer, reddede den de finansielle markeder. Dette trick har andre centralbanker sidenhen været i stand til at kopiere, og den europæiske centralbank kan eksempelvis på samme måde siges at have reddet Euroen under eurogældskrisen. Siden coronakrisen har alle vestlige centralbanker på én og samme tid forfulgt denne strategi. Resultaterne har da heller ikke ladet vente på sig, og de finansielle markeder har allerede nu sat historiske kursrekorder på tværs af de fleste aktivklasser.

Det er vores overbevisning, at den lave inflation har muliggjort centralbankernes lempelige pengepolitik, og at centralbankerne vil fortsætte denne, indtil inflationen for alvor vender tilbage. Hvis inflationen vender tilbage, og centralbankerne derfor bliver nødt til at stramme pengepolitikken, kan det være starten på et nyt regime. Dermed kan stigende inflation vise sig at være det "Christopher Hageske stød" til markedet.

¹ "Hages Haandbog i Handelsvidenskab" af Christopher Hage et al., 1906, G.E.C. Gads Universitetsboghandel.

Det er blandt økonomer almindeligt anerkendt, at inflation opstår, når den cirkulerende pengemængde stiger i forhold til den samlede reale produktion; et fænomen kendt som kvantitetsteorien. Økonomer antager ofte, at pengenes omsætningshastighed er konstant, og at en stigning i pengemængden, som overstiger stigningen i produktionen, derfor vil føre til inflation. Siden finanskrisen har det dog vist sig ikke at være tilfældet. Stigningen i pengemængden i de vestlige økonomier har nemlig langt oversteget stigningen i produktionen uden nogen nævneværdig inflation. I USA er pengemængden f.eks. steget med 140-320% fra ultimo 2008 til primo 2021 på tværs af forskellige definitioner af pengemængden². Med andre ord er stigningen stort set opvejet af et tilsvarende fald i pengenes omsætningshastighed. Det betyder også, at hvis pengenes omsætningshastighed igen skulle stige, kan det for alvor få gang i inflationen.

Spørgsmålet bliver derfor, hvad der kan få pengenes omsætningshastighed til at stige? For over 100 år siden reflekterede Christopher Hage også over dette spørgsmål og kom frem til nedenstående. Det skal for en god ordens skyld nævnes, at hans formuleringer afspejler, at datidens penge var knyttet op på ædelmetaller.

"En Forøgelse af den udbudte Pengemængde kan imidlertid finde Sted uden en Forøgelse af Metalproduktionen, naar en større Del af den eksisterende Mængde til enhver Tid bringes på Markedet. Naar Folk holder deres Penge tilbage fra Markedet og har dem liggende i Forraad, bliver den cirkulerende Pengemængde naturligvis mindre. Enhver foranstaltning, der bevirker Indskrænkningen af saadanne Forraad, har derfor Tendens til at forringe Pengenes Værdi."

Christopher Hages pointer er aktuelle, idet forbrugerne under coronakrisen har sparet meget mere op end normalt, dels pga. forsigtighed og dels pga. forbrugsrestriktioner. Hvis vacciner og sommereffekten viser sig at tjene som "foranstaltninger", som får forbrugerne til at indskrænke deres forråd, kan det således øge pengenes omsætningshastighed og medføre en forringelse af pengenes værdi, altså inflation. Dette scenario understøttes af en analyse fra Nationalbanken, hvori de skriver følgende om coronaopsparingen³.

"Husholdningernes opsparing steg til et historisk højt niveau under første bølge af corona-pandemien i Danmark og flere andre lande... Resultater fra en økonometrisk model peger på, at den øgede opsparing i Danmark var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere... Hvis pengene omsættes til forbrug efter pandemien, kan normaliseringen blive hurtig og forbrugsvæksten kraftig."

Som Nationalbanken påpeger, kan normaliseringen blive hurtig. Det lyder jo godt! MEN hvis pengenes omsætningshastighed også normaliseres, uden at centralbankerne reducerer pengemængden tilsvarende, kan konsekvensen blive høj inflation. På trods af dette nævnes inflation ikke en eneste gang i analysen.

I forlængelse heraf skal det nævnes, at mange centralbanker, herunder den europæiske og den amerikanske, aktuelt finansierer en stor del af de offentlige underskud ved selv at købe statsobligationerne; en proces som kaldes gældsmonetarisering. Det svarer økonomisk set til, at centralbankerne i et vist omfang lader seddelpressen løbe for at finansiere de offentlige udgifter. Indtil videre går det jo fint, men politikere og centralbanker leger på dette punkt med ilden, og historien viser, at prisen kan være høj. Fænomenet er ikke nyt, og Christopher Hage vender sig formentligt i graven i disse tider, jf. nedenstående.

"Historisk set har Papirpenge altid kun været et Middel for Staterne til at hjælpe sig i Pengetrang, et Middel, der saare hyppigt har ført til Finansiell og Økonomisk Ruin... Brugen af uindløselige Papirpenge medfører altid en overhængende Fare for, at de bliver udstedte i for stor Mængde, og at deres Værdi derfor synker maaske dybt under Pari... At blive oversvømmet med Papirpenge er efter dyrekøbt Erfaring almindelig erkendt for at være en af de største finansielle og økonomiske Ødelæggelser, der kan hjemsøge et Land."

Det er vores vurdering, at de vestlige centralbanker er fuldt opmærksomme på ovenstående, og at de derfor vil bekæmpe inflationen med alle midler, hvis der opstår reel risiko for, at inflationen kan ende med at løbe løbsk. Alvoren er blot værd at gøre opmærksom på, for hvis valget ultimativt står mellem igen at redde markederne eller forhindre høj inflation, tror vi, at centralbankerne, trods alt, vil vælge sidstnævnte – også selvom markederne som følge heraf potentielt måtte falde kraftigt. I det næste afsnit ser vi på, hvad man som investor kan gøre i dag for at beskytte sig mod dette scenario i fremtiden.

² Baseret på data fra Den Amerikanske Centralbank, herunder <https://fred.stlouisfed.org/series/M1>.

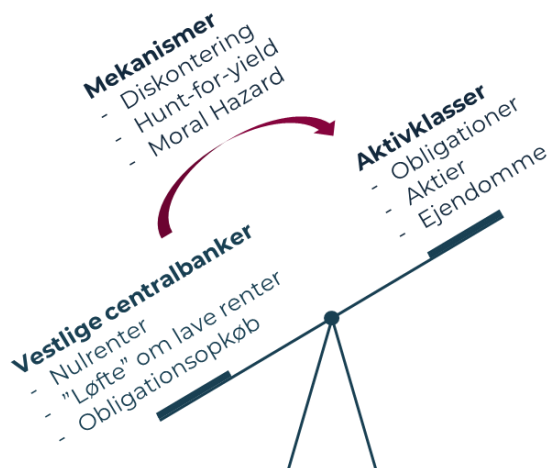
³ "Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere", Danmarks Nationalbank, 11. februar 2021, nr. 2. <https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2021/02/Economic%20Memo%20nr.%202%202021.pdf>

Strategier til beskyttelse mod risikoscenariet

For at identificere de bedste beskyttelsesstrategier er det nødvendigt først at tage et spadestik dybere ned i den aktuelle markedssituation og forstå implikationerne af mere end et årti med ekstrem lempelig pengepolitik. Jeffrey Rosenberg, som er chefstrateg i Blackrock, sagde i et interview med Bloomberg d. 12. februar 2021, at der simpelthen er for få finansielle aktiver i forhold den massive likviditet i omløb, og at det driver de stigende kurser på tværs af aktivklasser. Vi deler denne opfattelse. Dette fænomen er heller ikke nyt, og allerede for 150 år siden skrev den britiske centralbankespert, Walter Bagehot, følgende om det⁴.

"The fact is, that the owners of savings not finding, in adequate quantities, their usual kind of investments, rush into anything that promises speciously, and when they find that these speciously investments can be disposed of a high net profit, they rush into them more and more. The first taste is for high interest, but that taste soon becomes secondary. There is a second appetite for large gains to be made by selling the principal which is to yield the interest. So long as such sales can be effected the mania continues; when it ceases to be possible to effect them, ruin begins."

Det er vores samlede vurdering, at den lempelige pengepolitik implikationer for værdiansættelsen på tværs af de store aktivklasser (stærkt forsimplet) kan illustreres som vist nedenfor.



Kilde: CABA Capital

Tankegangen bag figuren er, at den ekstremt lempelige pengepolitik i den vestlige verden løfter kurserne på tværs af aktiver igennem tre kanaler: 1) Tilbagediskontering af fremtidige cash flows, 2) Hunt-for-yield som beskrevet af Walter Bagehot, og 3) Moral Hazard, fordi investorerne forventer, at centralbankerne også i fremtiden vil redde markederne om nødvendigt. Fremadrettet skaber dette den store udfordring, at afkastpotentialet er faldet, ligesom diversifikationsgevinsten ved at sprede sine investeringer er reduceret.

Da diversifikationsgevinsten er reduceret, må man som investor være endnu mere på vagt for at sikre sig beskyttelse mod scenariet med stigende inflation og en opstramning af pengepolitikken. I det følgende giver vi et par bud på, hvordan man kan allokere en del af sin portefølje for at opnå bedre beskyttelse.

Den sikre strategi er at lade en del af porteføljen stå kontant eller i meget korte obligationer. På den måde vil man som investor ikke lide et kurstab, når pengepolitikken strammes, ligesom man efterfølgende vil kunne nyde godt af de højere renter. Problemet er blot, at det er dyrt at stå kontant, og at man jo ikke kan vide sig sikker på, hvornår pengepolitikken bliver strammet. Strategien kan vise sig meget dyr over tid, både i form af eventuelle negative renter og tabt alternativafkast ved ikke at være "med i markedet".

Man kan alternativt eksponere sig mod "inflationsaktiver", som potentielt kan give gode afkast i perioder med stigende inflation såsom indeksobligationer, ædelmetaller og råvarer. Problemet er her, at disse aktivklasser giver meget lave forventede afkast, og at de alle risikerer at blive negativt påvirket af den pengepolitiske opstramning.

⁴ "Lombard Street – A Description of the Money Market" af Walter Bagehot, 1873, Wilder Publications.

Både indeksobligationer og ædelmetaller vil f.eks. kunne falde i kurs, hvis realrenten stiger i et scenario, hvor de nominelle renter stiger mere end inflationen. Råvarer såsom olie kan også blive negativt påvirket, hvis de pengepolitiske stramninger fører til et fald i den økonomiske vækst og dermed også i global handel. Samlet set kan disse aktiver således give en vis beskyttelse mod stigende inflation, men der er ingen garantier. En pragmatisk tilgang kan her være at eksponere sig mod disse aktiver, men i et mindre omfang end hvis de havde givet en mere sikker beskyttelse. Dette princip kendes fra litteraturen som risikoafdækning med en hedge ratio under 1.

Et andet alternativ er at eksponere sig mod nogle af de hedgefonde, som historisk har demonstreret en evne til at levere gode afkast i både stigende og faldende markeder. De vil have potentiale til både at levere gode afkast i status quo scenariet og til at give beskyttelse i risikoscenariet. Problemet er her, at de færreste hedgefonde har demonstreret denne evne, og at selv dem med en god track rekord ikke med nogen form for garanti vil klare sig godt i netop dette risikoscenario. I lighed med den pragmatiske tilgang til de ovenfor nævnte inflationsaktiver kan man her, i begrænset omfang, eksponere sig mod denne type af hedgefonde. Det skal her nævnes, at vores egen hedgefond, CABA Hedge, siden start har demonstreret evnen til at levere gode afkast i både stigende og faldende markeder, særligt under coronakrisen. Vi er aktuelt ikke positioneret til, at markedet skal falde "nu og her", men vi har fokus på hurtigt at kunne omlægge porteføljen til at performe i dette scenario. Hvis du skulle være interesseret i at høre mere om fonden, og om hvordan vi hurtigt kan omlægge positionerne, så tag endelig fat i os.

Det er vores vurdering, at man som investor har svært ved at opnå god beskyttelse mod risikoscenariet (i hvert fald uden for derivatmarkedet), men at en kombination af kontanter, inflationsaktiver og udvalgte hedgefonde – som supplement til en bred portefølje – kan vise sig at give den bedste beskyttelse.

Afslutning

Historiebøgerne er fulde af eksempler på spekulative perioder, hvor investorerne troede, at træerne ville vokse ind i himlen, og hvor stemningen var, at den største risiko nærmest var ikke at tage nok risiko. Disse perioder har det dog med ikke at vare ved. Her i starten af 2021 identificerer vi inflation som den største risikofaktor på tværs af de brede aktiver klasser, fordi det kan lede til en markant opstramning af pengepolitikken. Vi vurderer, at en kombination af kontanter, inflationsaktiver og udvalgte hedgefonde – som supplement til en bred portefølje – kan være den bedste beskyttelse mod dette risikoscenario.

I CABA Capital har vi et ønske om at udbrede kendskabet til både aktivklassen obligationsbaserede hedgefonde og vores egen fond, CABA Hedge. Derfor stiller vi gerne op til møder og præsentationer. Hvis du er interesseret i dette, er du meget velkommen til at kontakte Chief Product Manager, Kristian Myrup Pedersen. Han kan kontaktes på telefon 30102258 / e-mail kmp@cabacapital.dk.