

Risk on – Risk off

Af porteføljeformaler Bo Knudsen

Når aktiemarkedet stiger med 3% den ene dag og falder med 4% den næste, fristes man til at time markedet. Man forføres til at tro, at der er enorme penge at tjene ved denne aktivitet – altså hvis der rammes plet. De seneste års voldsomme op- og nedture har medført, at der bruges mere tid og ressourcer end nogensinde på denne aktivitet. I en verden med ekstrem fokus på benchmarkafkast og avanceret kortsigtet performancemåling vil mange investorer nærmest se sig tvunget til at spekulere frem for at investere. Fokus for mange investorer bliver at skrue op eller ned for volumenknappen og på den måde skabe afkast. Startpunktet i investeringer bliver derfor, hvilket risikoniveau man skal have i blind forventning til, at et højere eller lavere risikoniveau er direkte forbundet med tilsvarende højere eller lavere afkast. Det har samtidig ledt til voldsom vækst i indeksorienterede strategier, hvor fremkomsten af ETF'ere (en slags indeksfonde) er det tydeligste eksempel.

Det er vigtigt at huske en af de få tidløse grundregler, når man er investor i de finansielle markeder: ”Markedet er til for at ydmyge så mange investorer som muligt”. Lige nu lokkes rekordmange investorer ind i en tro på, at kortsigtet markedstiming via indeksinstrumenter er vejen frem. Vi ser stigende ressourceallokering til dette område, og egentligt kan man godt forstå hvorfor. Men bruger man som institutionel investor eller som privat investor sin tid og ressourcer på dette område, bør man gøre det med denne viden i baghovedet, at den næste gruppe af investorer, som står for at blive ydmyget, er: markedstimere, der bruger indeksinstrumenter!

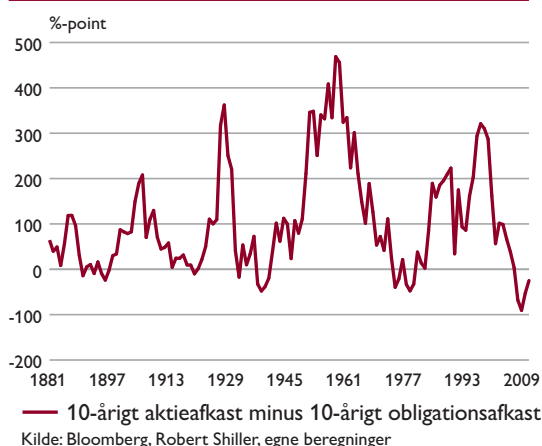
” Det er vigtigt at huske en af de få tidløse grundregler, når man er investor i de finansielle markeder: Markedet er til for at ydmyge så mange investorer som muligt.

Det har været hårde tider for langsigtede fundamentalt baserede aktieinvestorer med udgangspunkt i en ”køb og behold” tankegang. Ydmygelsen over de seneste 10 år for aktieinvestoren har været enorm. En europæisk aktieinvestor, som købte det amerikanske aktieindeks, har i eurotermer

tabt 11% over denne periode. En amerikansk aktieinvestor har dog fået et mindre positivt afkast på samlet 32% målt i USD. Samtidig har aktier klaret sig dårligere end obligationer sammenlignet med alle andre 10-års perioder de seneste 130 år, som det fremgår af figur 1. Tager man desuden højde for de store udsving i markedet, er det ikke så sært, at investorer, der mest kigger på de historiske afkastkarakteristika, vælger aktier fra.

Figur 1:

USA: Afkastforskel mellem aktier og obligationer

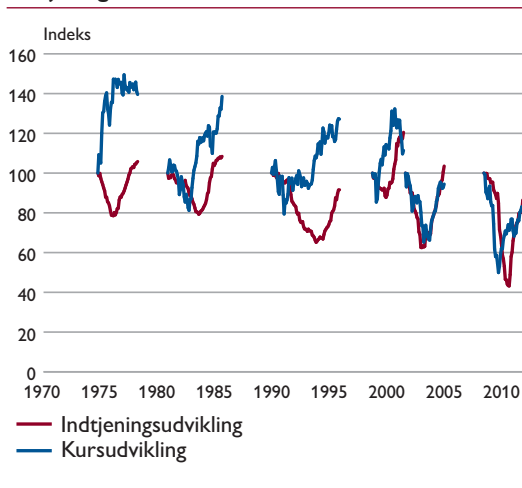


Fremtiden vil snart igen tilhøre den fundamentale langsigtede investor. Det er ikke muligt at finde den eksakte dato i kalenderen for, hvornår dette sker. Dertil er de fundamentale udfordringer for store, særligt i forhold til håndteringen af den store gæld i verdensøkonomien. Hvis man som investor har en 5-årig investeringshorisont, bør man positionere sig efter sådant et trendskifte. Burde de fleste investorer egentligt ikke have en 5 til 10-årig investeringshorisont? Er markedet ikke i for høj grad styret af mekanismer, hvor kortsigtet optimal risikostyring og risikofokus leder til en u hensigtsmæssig langsigtet allokering af kapital?

Inden da skal vi igennem en erkendelsesproces på den hårde måde. Lad os tage et kig tilbage i historien for at se, hvor besværligt det er at time markedet. Figur 2 viser de seks indtjeningsrecessioner, som verdens virksomheder har gennemlevet de seneste godt 35 år. Lad os antage, at vi har en

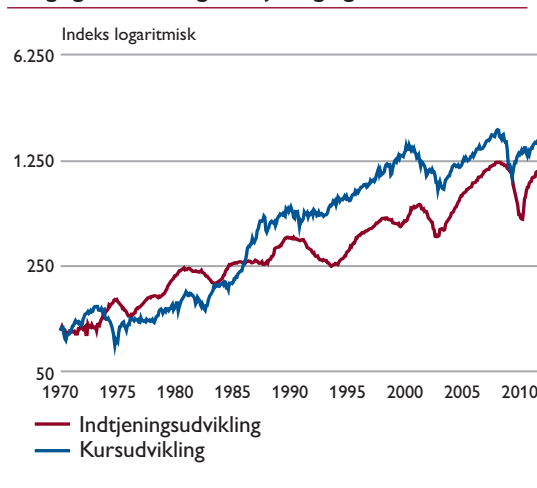
Figur 2:

**MSCI AC aktieverdensindeks:
Indtjeningsrecessioner**



Figur 3:

**MSCI AC aktieverdensindeks:
Langsigtet udvikling i indtjening og kurs**



perfekt evne til at forudse, hvordan en af de vigtigste faktorer for den fremtidige kursudvikling udvikler sig på kort- og mellemlangt sigt, nemlig indtjeningsudviklingen. Generelt stiger aktiemarkedet før, at indtjeningsudviklingen bundner. Det skete dog ikke i forbindelse med indtjeningsnedgangen i 2001-2002. I midten af halvårerne skulle man dog starte med at købe aktier, før indtjeningen overhovedet begyndte at falde. I den seneste voldsomme nedgang i 2008-2009 skulle man starte med at købe den 9. marts 2009, mens indtjeningen først bundede ud januar 2010. Selv om man således havde fuldstændig viden om, hvornår og hvordan indtjeningen udviklede sig, var det tæt ved håbløst på kort sigt at time sit køb af markedet.

Figur 3 viser den langsigtede udvikling i indtjening og kurser. Selvom de to linjer ikke udvikler sig parallelt, er det dog klart, at trenden er den samme. Vores lange erfaring viser, at denne sammenhæng også gælder enkeltstående selskaber. På kort sigt er timingen besværlig, men fokuserer du al din energi på at identificere selskaber, som på langt sigt genererer indtjeningsvækst, bliver du som investor belønnet med en stærk kursudvikling.

I vores investeringsfilosofi fokuserer vi i mindre grad på at skrue op og ned for den store fristende volumenknop, der råber til det menneskelige ego, der hedder risiko. Vi prøver i stedet at fokusere på de langsigtede afkastmuligheder, der er, og derefter forholder vi os til, om risikoen, der er knyttet hertil, er passende. Vi identificerer langsigtede trends i verdensøkonomien, som hjælper til at holde fokus på de langsigtede afkast og risikoforhold. Vi køber og sælger der-

efter aktier med udgangspunkt i det langsigtede potentiale, under hensyntagen til afkast- og risikoforholdet. Ligesom der er udsving i vejret på daglig og sæsonmæssig basis, er der også udsving i aktiemarkedene. Men det er eventuelle klimaforandringer, der er mest interessante at forstå. Så har du en chance for at være i kontrol, i stedet for at blive drevet rundt i manegen af den kraft, der er bedst til at ydmyge så mange som muligt, nemlig aktiemarkedet.

” Ligesom der er udsving i vejret på daglig og sæsonmæssig basis, er der også udsving i aktiemarkedene. Det er eventuelle klimaforandringer, der er mest interessante at forstå. Så har du en chance for at være i kontrol, i stedet for at blive drevet rundt i manegen af den kraft, der er bedst til at ydmyge så mange som muligt, nemlig aktiemarkedet.

Lige nu er der færre, der kigger på det langsigtede afkastpotentiale, og flere der fokuserer på de mere kortsigtede forhold. Lige nu er der færre aktive aktieinvestorer og flere indeksforvaltere. Det ser vi som en langsigtet mulighed for en investor med vores profil og erfaring. Det taler for at vælge en lang investeringshorisont med fokus på fundamentale forhold og imod kortsigtet spekulation i et voldsomt svingende marked.