

Fede haler og en falsk fornemmelse af sikkerhed

v/Klaus Hector, partner i ATRIUM Kapitalforvaltning

Aktiemarkederne rettede sig hurtigt ovenpå BREXIT, og risikobarometret – målt ved det såkaldte VIX-indeks – faldt henover sommeren til et niveau, der signalerer ro og ingen farer. Mange af de moderne risikomodeller anbefaler på den baggrund, at investorerne øger risikoen, men er timingen rigtig, eller bygger modellerne på forudsætninger, der ikke holder, når stormen rammer og skaber bølgegang på markederne?



Da jeg gik på handelshøjskolen, lærte vi, at risikoen på investeringer kan måles ved hjælp af et statistisk begreb, der hedder standardafvigelse. Man ser kort og godt på de historiske udsving og regner på den baggrund ud, hvor meget værdien af den pågældende investering må forventes at svinge fremover. Ideen er besnærende for tænk, hvis man kunne sætte to streger under begrebet risiko. Da jeg forlod handelshøjskolen, gik det hurtigt op for mig, at det desværre ikke er helt så enkelt, som det fremstilles i lærebøgerne.

Gennem de senere år er der kommet mange nye risikomål til, men størstedelen baserer sig fortsat på præmissen om, at man kan forudsige fremtiden vha. af fortiden. "Value-At-Risk" (VAR) hører hjemme i denne kategori, og bruges i stigende grad af investeringsrådgivere, der har behov for at kvantificere risiko. Med den stigende udbredelse er der god grund til, at vi kaster et kritisk blik på VAR, og forholder os til, om VAR sætter os i stand til at træffe gode investeringsbeslutninger.

Fortalerne for brugen af VAR nævner ofte, at VAR "kommunikerer godt", fordi det er i stand til at knytte en sandsynlighed, et tabsniveau og en tidshorison sammen i ét og samme tal. Så når du hører din investeringsrådgiver sige, at du med 95% sandsynlighed ikke taber mere end 25% på din investering over det kommende år, så har rådgiveren været i gang med at lave en VAR-beregning på lommeregneren.

Imidlertid er VAR i sin simple og mest anvendte form i bedste fald utilstrækkeligt og i værste fald misvisende som risikomål. Tag eksempelvis sandsynligheden der ofte sættes til 95%. Det svarer til, at beregningen "fanger" det, der sker i 19 ud af 20 år. Men hvad så med år nummer 20? Det kan med sikkerhed siges, at du i det år taber mere end 25%, men er tabet 27% eller 50%? Det siger VAR intet om, og i virkeligheden er det jo netop tabet i det ene år, som er interessant, når vi taler risiko.

Dertil kommer, at VAR har en klar tendens til at undervurdere både størrelsen og hyppigheden af tab. Det skyldes et begreb, som statistikere i daglig tale kalder "fede haler". Begrebet knytter sig til den måde, som investeringsafkast over tid fordeler sig mellem tab og gevinster, og halerne beskriver de perioder, hvor afkastet afviger meget fra gennemsnittet, og vi derfor tjener eller taber mere end forventet. Så da aktierne

på verdensplan faldt med 50% henover finanskrisen, da var det udtryk for en sådan "fed hale", der ifølge modellerne kun indtræffer én gang hvert århundrede. Problemet er bare, at modellerne ikke afspejler virkeligheden, for store tab ses væsentligt oftere, end modellerne forudsiger. Og netop derfor risikerer modellerne - og de rådgivere der anvender dem - at give investorerne en falsk fornemmelse af sikkerhed. Jeg har desværre set mange investorer, der på den baggrund har løbet for stor en risiko og efterfølgende tabt for mange penge.

Derfor har jeg tre råd til de investorer, der præsenteres for VAR og lignende risikostyringsværktøjer:

- 1) Anvend disse risikomål med forsigtighed og en stor portion skepsis, for der er ikke tale om eksakt videnskab. Og selv om resultaterne ofte vises med flere decimaler, så er der i bedste fald tale om "qualified guessing"
- 2) Styr ikke din risikoprofil ved hjælp af VAR, for så kommer du til at købe aktierne, når kurserne er høje, og sælge når kurserne er lave. Det er god latin, at den gode investering laves, når der er uro på markederne, og det fanger VAR modellerne ikke
- 3) Vær på vagt, når din rådgiver "gemmer sig" bag VAR-modeller, når der opstår et tab, som er større end forventet. Det kan være vanskeligt at skelne dårlig rådgivning fra utilstrækkelige risikomodeller, og når pengene er tabt, er det under alle omstændigheder også for sent. Men hvis du er i tvivl, så spørg din rådgiver, hvor meget han selv har placeret i den investering, som han anbefaler dig. For hvis rådgiveren selv har penge på spil, så vil vedkommende typisk prioritere sund fornuft, indsigt og erfaring højere end statistiske modeller, som har det med at bryde sammen, når man har mest behov for dem