

## Markedsanalyse

27. juni 2014

# Korte eller lange obligationer?

Af Peter Rixen

| Portfolio manager | peter.rixen@skandia.dk |

*Det er et konsensuskald at reducere rentefølsomheden på obligationsbeholdningen. Det er imidlertid langt fra entydigt, at det også er den optimale beslutning for en investor med en balanceret portefølje. Den økonomiske situation i Europa betyder, at renterne bør forblive lave en lang periode endnu. Samtidig yder lange obligationer en bedre beskyttelse end korte obligationer i tilfælde af et aktiefald.*

Renterne i Danmark er fortsat meget lave og kun en anelse højere, end da den europæiske gældskrise rasede med risiko for at rive eurosamarbejdet fra hinanden.

Det lave renteniveau gør det nærliggende at forvente en stigende rente de kommende år. Med sådanne forventninger er det lige så nærliggende at investere i obligationer med kortere løbetid end normalt, for dermed at reducere eventuelle kurstab som følge af de stigende renter.

Spørgsmålet er imidlertid, om det er den rigtige konklusion specielt for en investor, der investerer i både aktier og obligationer?

Valget mellem korte og lange obligationer bør således ikke alene ske ud fra det forventede afkast på de to typer af obligationer, men også ud fra påvirkningen af den samlede porteføljes risiko og afkastmuligheder.

### Det forventede afkast

Forventninger til højere rente vil intuitivt ramme lange obligationer mere end korte obligationer, da de lange obligationer har en højere rentefølsomhed. Historien har imidlertid flere nuancer end som så.

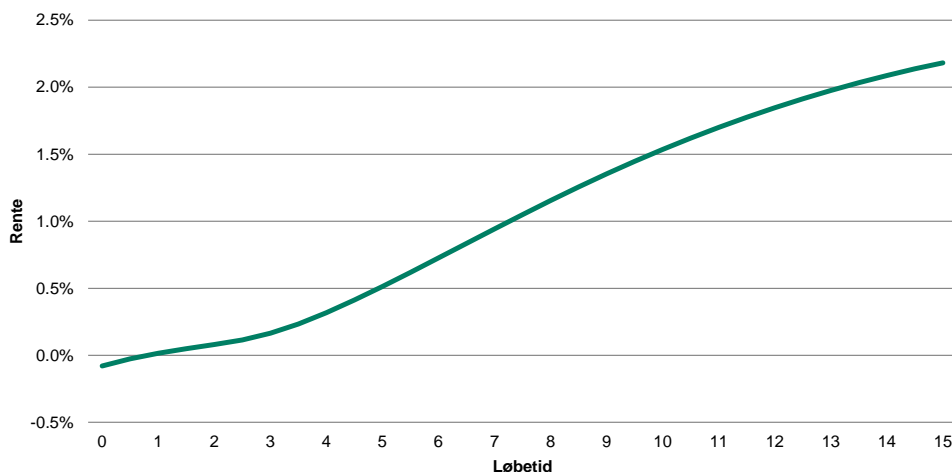
Afkastet på obligationer er en kombination af det løbende afkast og kursændringer som resultat af ændringer i renten og ændringer i obligationens løbetid. Den sidste faktor er ofte overset af investorer, men netop denne effekt kan skabe en ganske solid tillægsgevinst, hvis der er en positiv hældning på rentekurven.

## Markedsanalyse

27. juni 2014

Det kan illustreres med et lille eksempel. Vi har taget udgangspunkt i den aktuelle rentekurve og fire fiktive handelsstrategier, hvor der månedligt "rulles" en nulku-ponobligation med en løbetid på henholdsvis 2, 5, 7 og 10 år. Den aktuelle rentestruktur i Danmark per 20. juni 2014 er illustreret i graf 1.

Graf 1 | Danske rentestruktur



Kilde: Nordea Analytics

I tabel 1 har vi illustreret det forventede etårige afkast på de fire strategier. I tabellen har vi angivet den aktuelle effektive rente, det forventede afkast og effekten af "at rulle ned ad rentekurven".

Tabel 1 | Forventede afkast ved uændret rentestruktur

Løbetid	Afkast	Effektiv rente	Effekt af rul
2	0.2%	0.1%	0.1%
5	1.5%	0.5%	1.0%
7	2.5%	0.9%	1.5%
10	3.3%	1.5%	1.8%

Kilde: Egne beregninger

Den relativt store forskel, der aktuelt er mellem de korte og lange renter, betyder, at der er en væsentlig effekt af at rulle ned ad rentekurven. Effekten er faktisk større end det løbende afkast på løbetider op til ti år.

Der er dog ingen tvivl om at potentielle ændringer i renter kan have endnu større betydning for det realiserede afkast. Det gælder ikke mindst for obligationerne med længere løbetid.

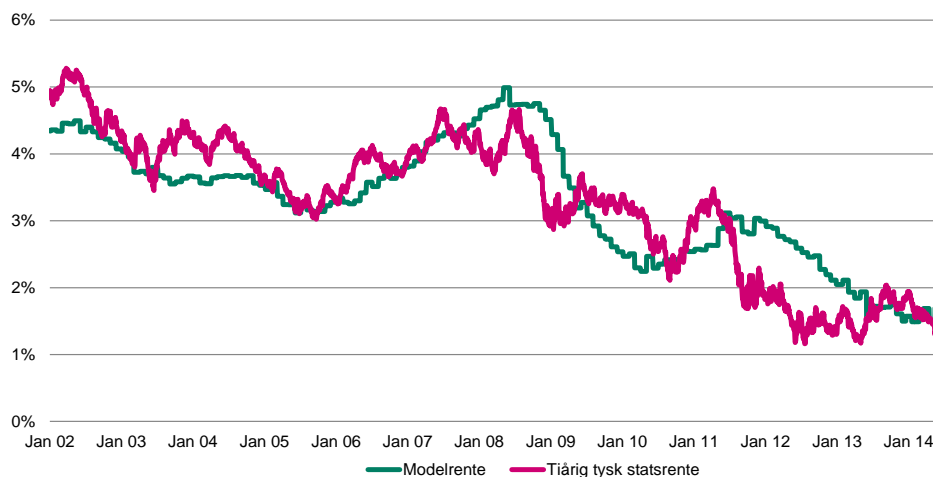
For at beregne den forventede effekt af en eventuel renteændring er man nødt til at have en forventning til renteutviklingen. Det er imidlertid svært at spå – specielt om fremtiden. Reelt kan renten jo gå begge veje. Det er derfor relevant at starte med at vurdere, om det aktuelle renteniveau er i overensstemmelse med de faktiske økonomiske forhold.

## Markedsanalyse

27. juni 2014

Skandia har en model, som estimerer den "teoretiske modelrente" i Tyskland i forhold til den aktuelle økonomiske situation. Graf 2 illustrerer den teoretiske tiårige rente sammenholdt med den faktiske rente. Det fremgår, at det aktuelt lave renteniveau blot afspejler den aktuelle økonomiske situation i Europa.

Graf 2 | Historisk renteudvikling



Kilde: Nordea Analytics og egne beregninger

Denne rentemodell kan også bruges til at estimere den forventede renteudvikling med udgangspunkt i forventninger til den økonomiske udvikling. Med udgangspunkt i forventninger fra EU (officielle forventninger fra Europa-Kommissionen udgivet i februar), kan vi estimere den forventede tiårige rente om et år til 1,82 %. Det er en rentestigning på 0,47 % fra det nuværende niveau på 1,35 %.

Med en antagelse om at de korte renter ikke ændrer sig i perioden, kan vi med baggrund i den forventede stigning i den tiårige rente beregne det forventede afkast på de fire forskellige strategier. Det er illustreret i tabel 2.

Tabel 2 | Forventet afkast ved stigende rente

Løbetid	Afkast	Effektiv rente	Effekt af rul	Effekt af rentestigning
2	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%
5	0.5%	0.5%	1.0%	-1.1%
7	0.3%	0.9%	1.5%	-2.1%
10	-1.1%	1.5%	1.8%	-4.4%

Kilde: Egne beregninger

De lange obligationer bliver som forventet hårdest ramt af rentestigningen. Det skyldes primært, at de har en højere rentefølsomhed, og sekundært at de lange renter forventes at stige mest. På trods af den indregnede rentestigning har de korteste obligationer ikke det højeste forventede afkast. Det skyldes, at rulningseffekten og den højere løbende rente kompenserer for en del af rentestigningen.

Det er også muligt at beregne, hvor meget forwardkurven indiskonterer af rentestigning for det kommende år. Forwardrenten indiskonterer en stigning på 0,34 % i den lange ende og 0,24 % i den korte ende, hvilket ligger fint i tråd med resultatet fra vores rentemodell.

## Markedsanalyse

27. juni 2014

Konsensus blandt analytikere til renterne ligger en anelse højere end estimaterne fra vores rentemodel. Således forventes den tiårige rente at stige med 0,85 % og de toårige med 0,30 %. En rentestigning af denne størrelse vil ramme de helt lange obligationer forholdsvist hårdt. De femårige obligationer vil derimod ikke klare sig dårligere end de toårige.

Det er meget svært at se de fundamentale forhold, der skal resultere i en større rentestigning det kommende år. På den baggrund er det heller ikke oplagt, at lange obligationer nødvendigvis vil klare sig dårligere end korte obligationer det kommende år. Det kan blive "dyrt" at reducere rentefølsomheden alt for kraftigt i form af den tabte carry (løbende afkast plus rul).

## Porteføljeeffekter

I en portefølje bør allokeringen til en aktivklasse ikke alene vurderes på det forventede afkast, men også på konsekvenserne for porteføljens samlede risiko. I den sammenhæng er det relevant at vurdere porteføljeeffekterne ved et valg mellem korte og lange obligationer i en balanceret portefølje.

Det har vi gjort ved at sammenligne en portefølje med 50 % globale aktier og 50 % obligationer med høj (7 år) og lav varighed (2 år). Det har vi gjort i perioden fra 1998 og frem til i dag.

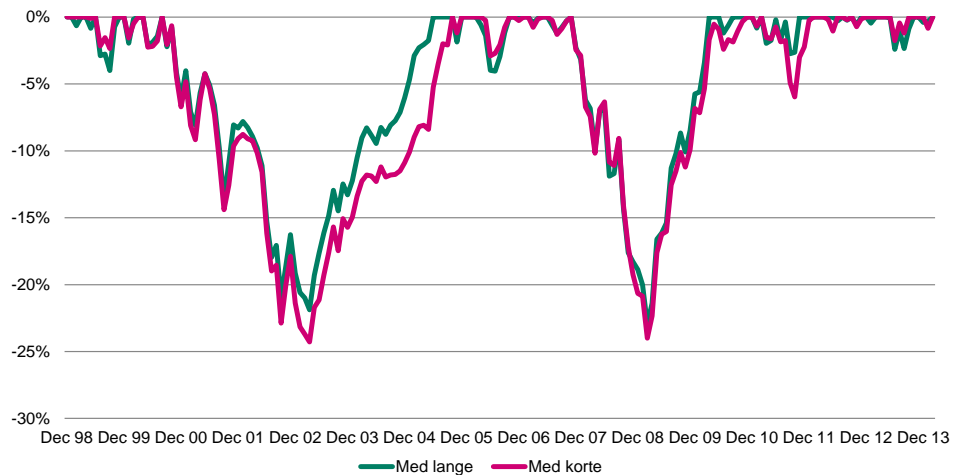
Umiddelbart kunne man måske forvente, at porteføljen med de korte obligationer har den laveste risiko, da de korte obligationer i sig selv har en risiko, der er 70 % lavere end lange obligationer. Det er imidlertid ikke tilfældet, hvilket fremgår af en række forskellige risikonøgletal i tabel 3.

Tabel 3   Risikonøgletal for porteføljer		
	Portefølje 1	Portefølje 2
Aktier	50%	50%
Korte		50%
Lange	50%	
Standardafvigelse	7.24%	7.20%
Skævhed	-0.33	-0.42
Topstejlhed	0.28	0.39
Autokorrelation	0.12	0.16
Afkast i perioden	5.08%	4.08%
Max Drawdown	-22.94%	-24.28%

Kilde: Bloomberg og egne beregninger

De to porteføljer har stort set samme risiko. Det kan yderligere illustreres gennem de to porteføljers rullende drawdowns, der er illustreret i graf 3.

Graf 3 | Drawdowns



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Obligationer har typisk en diversificerende effekt relativt til aktier. Det skyldes, at renten typisk falder i perioder med kraftigt faldende aktiemarkeder. Det vil typisk være de korte renter, der falder mest i sådanne situationer, men de lange obligationer oplever alligevel typisk de største kursstigninger på grund af deres højere rentefølsomhed.

I tabel 4 har vi illustreret rentefaldet ved forskellige løbetider under de seneste to aktiekrak.

Tabel 4 | Rentefald ved aktiekrak

	Tiårige	Femårige	Toårige
IT boblen	-1.75%	-2.61%	-3.32%
Finanskrisen	-0.87%	-1.32%	-2.17%

Kilde: Egne beregninger

Det er tydeligt, at de korte obligationer har oplevet de største rentefald, hvilket til dels har kompenseret for deres lavere rentefølsomhed. Med det aktuelle lave renteniveau er det svært at forestille sig, at de korte renter vil opnå samme relative større rentefald, hvis der venter et nyt aktiekrak rundt om hjørnet. Det betyder omvendt, at de lange obligationer vil have en relativ bedre porteføljeeffekt end de korte obligationer.

## Konklusion

Det virker sandsynligt, at renten på statsobligationer i Danmark og resten af Europa vil stige over de kommende år i takt med, at de økonomiske forhold bedres. Derfor virker det også logisk at reducere rentefølsomheden på obligationsporteføljen. Det er imidlertid langt fra givet, at det er den rigtige beslutning på nuværende tidspunkt:

- De lange obligationer er begunstiget af et højere løbende afkast plus et "rul på rentekurven", der til dels kan kompensere for stigende renter.

## Markedsanalyse

27. juni 2014

- Renterne forventes kun at stige langsomt de kommende år, da de nuværende renter stort set afspejler de aktuelle økonomiske forhold, der kun langsomt vil forbedres.
- Lange obligationer vil sandsynligvis være en bedre beskyttelse end korte obligationer i tilfælde af et nyt krak eller større korrektion på aktiemarkedet. Porteføljeeffekten er således bedre på lange obligationer.

---

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. Anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.