

Markedsanalyse

16. oktober 2014

Fortsat rentefald giver anledning til genovervejelse af rentefølsomheden

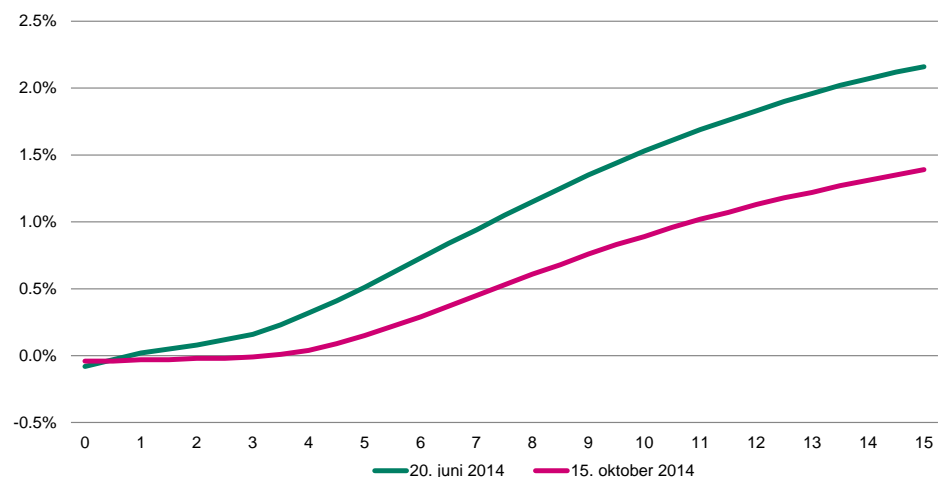
Af Peter Rixen

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

I juni udgav vi markedsanalysen "[Korte eller lange obligationer?](#)", hvor vi advarede mod at reducere rentefølsomheden alt for kraftigt. Det skete ud fra en holdning om, at renteniveauet var i rimelig overensstemmelse med de økonomiske forhold, at rentekurven var relativt stejl og endeligt at lange obligationer yder en bedre beskyttelse mod faldende aktiekursen end de kortere obligationer. Siden juni er renterne faldet pænt, og det er derfor værd at revurdere konklusionerne fra den seneste analyse.

Den Europæiske Centralbank (ECB) har for alvor sat gang i den verbale intervention på rentemarkedet, hvilket henover sommeren og det tidligere efterår har sendt renterne ned på nye rekordlave niveauer. I nedenstående graf har vi illustreret skiftet i rentekurven fra den 20. juni til den 3. oktober.

Graf 1 | Dansk rentestruktur



Kilde: Nordea Analytics

Grafen illustrerer, at rentebevægelsen har været markant. Den tiårige rente er faldet med ikke mindre end 0,64 %.

Det kraftige rentefald er i højere grad drevet af kommunikationen fra ECB end ændringer i de økonomiske forhold. Vores rentemodell siger da også, at den tiårige rente nu er mere end en standardafvigelse lavere end de økonomiske forhold tilsiger.

Samtidig er rentekurven blevet væsentligt fladere, da de lange renter er faldet mest. Det betyder også, at effekten af "rullet" ned af rentekurven er blevet reduceret i forhold til vores sidste analyse.

Kombinationen af en lavere effektiv rente og en mindre effekt fra den stejle rentekurve har gjort de danske statsobligationer mindre attraktive. Det forventede afkast på en tiårig obligation ved uændret rentestruktur er således faldet til 2,1 % mod 3,3 % tilbage i juni måned.

Hvad med fremtiden?

Med udgangspunkt i vores rentemodell for tyske renter er det muligt at opstille et fornuftigt estimat for de fremtidige renter og dermed også det forventede afkast for danske og tyske statsobligationer. Vores modell estimerer at den tiårige tyske rente vil ramme et niveau omkring 1,7 % med udgangen af 2015. Dette estimat er opstillet på baggrund af officielle forventninger for inflation og arbejdsløshed fra IMF. I vores tidligere analyse anvendte vi estimater fra Europa-Kommissionen, men vi vil fremover anvende IMF, fordi de også har forventninger længere frem i tiden.

På baggrund af disse renteforventninger kan vi estimere et forventet afkast på de danske statsobligationer. Givet at rentespændet til Tyskland ikke ændres i perioden, så forventer vi umiddelbart et afkast på -4,5 % pro anno på tiårige obligationer i den periode. Det tilsvarende tal for femårige obligationer er et noget mindre tab på -0,8 % pro anno. Udsigterne for afkastet på statsobligationer er altså forværret noget de seneste måneder, hvilket gør statsobligationerne mindre interessante. Samtidig er incitamentet til at reducere rentefølsomheden på obligationsbeholdningen blevet noget større.

Der er en risiko for, at vores rentemodell aktuelt vil have sværere end normalt ved at ramme timingen i den forventede stigning i de danske og tyske renter. Det er således mere end tre år siden, at vores amerikanske rentemodell signalerede, at de amerikanske renter var alt for lave set i forhold til de økonomiske forhold. Det er de imidlertid stadig. Det skyldes, at den amerikanske centralbank har gjort alt i sin magt for at holde renterne kunstigt lave, blandt andet gennem en række obligationsopkøbsprogrammer.

Der er flere tegn på, at ECB vil forsøge at følge i den amerikanske centralbanks fodspor. Hvis det lykkes, vil vi formodentlig se en lang periode, hvor de tyske og dermed danske renter er betydeligt lavere, end de økonomiske forhold tilsiger. Hvis det er tilfældet, vil afkastene på danske og tyske statsobligationer blive noget bedre end de estimater, vi har opstillet.

Hvad med porteføljeeffekterne?

Et af de bærende elementer for fortsat at holde fast i de lange obligationer var en bedre diversifikationseffekt i forhold til aktier. I perioden siden vores sidste analyse har vi set et pænt afkast på aktier samtidig med at renterne er faldet. Det kan derfor være relevant at sætte spørgsmålstegn ved om de lange obligationer fortsat yder den bedste beskyttelse, når renterne falder.

Det har vi gjort ved at betragte de uger, hvor aktierne er faldet. Siden vi udgav vores analyse den 27. juni 2014 har vi oplevet 7 uger med faldende aktiemarkeder, der i gennemsnit er faldet med 1,2 %.

I disse uger har vi målt afkastet på tre porteføljer. Alle porteføljerne består af 50 % aktier og 50 % tyske statsobligationer. Forskellen er alene løbetiden på obligationerne. Den ene har obligationer med en kort løbetid på 1-5 år, den anden har en mellemlang løbetid på 5-10 år mens den tredje har en lang løbetid på mere end 10 år.

I de syv uger med faldende aktier opnåede porteføljen med obligationer med den korte løbetid et gennemsnitligt afkast på -0,60 %. Obligationsportefølje kunne altså ikke kompensere for de faldende aktiekurser. Resultater var kun marginalt bedre for porteføljen med obligationer med mellemlang løbetid, der i gennemsnit endte med et afkast på -0,5 %. Noget bedre gik det for porteføljen med obligationer med den lange løbetid, da det gennemsnitlige afkast blev -0,2 %.

Det er altså tydeligt, at obligationer med en lang løbetid fortsat yder en bedre diversifikation i perioderne med de negative aktiemarkeder.

Konklusion

I vores analyse fra 27. juni omkring obligationer med kort kontra lang løbetid advarede vi om, at det ikke nødvendigvis var den rigtige beslutning at reducere rentefølsomheden. Det kraftige rentefald siden da giver dog anledning til at genprøve argumenterne.

- Obligationer med lang løbetid er stadig begunstiget af et højere løbende afkast plus et "rul på rentekurven". Effekterne er dog blevet noget mindre og dermed er der mindre beskyttelse mod stigende renter.
- Renterne på obligationer med lang løbetid er ikke længere i overensstemmelse med de økonomiske forhold. Dermed kan rentestigningerne blive større selvom de økonomiske forhold kun langsomt forbedres.
- Obligationer med lang løbetid vil sandsynligvis fortsat yde den bedste beskyttelse i tilfælde af et nyt krak eller en større korrektion på aktiemarkedet.

Argumenterne for *ikke* at reducere rentefølsomheden er altså blevet svækket noget siden vi udgav markedsanalysen "Korte eller lange obligationer?". Vi mener derfor, at det nuværende renteniveau bør give anledning til at revurdere rentefølsomheden på obligationsporteføljerne. Du er velkommen til at kontakte Skandia Asset Management for at høre mere om, hvordan din portefølje er eksponeret i forhold til stigende renter.

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.