

Markedsanalyse

9. december 2015

Er obligationer fortsat en 'sikker havn'?

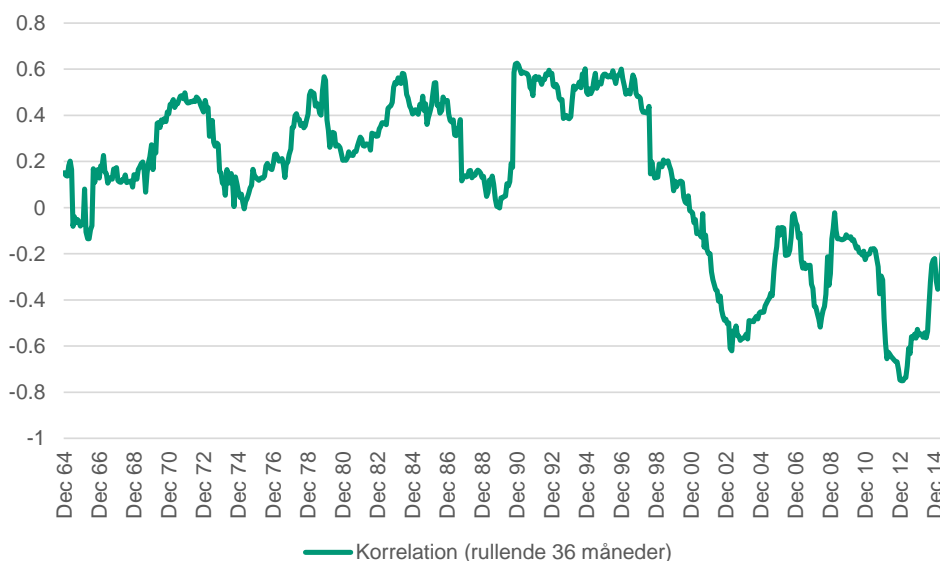
Af Peter Rixen

| Senior Porteføljemanager | peter.rixen@skandia.dk |

Renten på statsobligationer er fortsat meget tæt på historisk lave niveauer. Realistisk set betyder det, at der ikke er meget afkast at hente på obligationer de kommende år. Obligationer har imidlertid haft en anden attraktiv egenskab det sidste årti som en 'sikker havn' når bølgerne går højt på de globale aktiemarkeder. Spørgsmålet er imidlertid om obligationer fortsat vil være en sikker havn i tilfælde af en ny nedtur på aktiemarkedet. Det vurderer vi i denne artikel ved at se på korrelationen mellem aktier og obligationer.

Det er den generelle opfattelse, at obligationer tilbyder en fornuftig diversifikation i forhold til aktier. Det synliggøres gennem den negative korrelation mellem aktier og obligationer. Denne negative korrelation er dog langt fra en naturlov. Et kig i 'historiebøgerne' vil hurtigt afsløre, at den negative korrelation mellem aktier og obligationer er et nyere fænomen. Faktisk er det først inden for de sidste 15 år, at korrelationen har været negativ, hvilket fremgår af nedenstående figur.

Graf 1 | Historisk udvikling i korrelation mellem aktier og obligationer



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Beregningen er foretaget med udgangspunkt i amerikanske aktier og obligationer. Det er ret tydeligt, at der er sket et væsentligt skift i korrelationerne omkring årtusindeskiftet. I dette årtusinde har korrelationen svinget mellem 0 og -0,6, mens den i perioden op til årtusindeskiftet svingede mellem 0 og +0,6.

Hvilke faktorer påvirker korrelationen?

Som vi skal se senere, er det langt fra uvæsentligt, om korrelationen fremadrettet hedder +0,5 eller -0,5. Derfor er det også interessant at vurdere, om de historiske udsving i korrelationen er tilfældige, eller om der eventuelt kan findes et mønster. Her er det hensigtsmæssigt at kigge lidt nærmere på, hvilke faktorer der påvirker kursen på de to aktivklasser.

Her er det i første omgang lettest at forholde sig til obligationer. Her er der jo en entydig negativ sammenhæng mellem udviklingen i renten og kursen på obligationer. Hvis man skal have en smule mere nuance på analysen, er det relevant at kigge på, hvad der påvirker udviklingen i renten. Her er det primært to faktorer, som er afgørende. Den ene er inflationen, og den anden er arbejdsløsheden (som udtryk for økonomisk vækst). En stigende/høj inflation vil typisk være ensbetydende med stigende/høje renter. Omvendt vil stigende/høj arbejdsløshed typisk medføre faldende/lave renter.

Det kan være lidt sværere at vurdere, hvad og hvordan aktiekurserne påvirkes af forskellige faktorer. Det bliver dog lidt lettere, hvis man tager udgangspunkt i Gordons vækst model:

$$\text{Aktie kurs} = \frac{D}{k - G}$$

Hvor:

- D = forventet udbytte
- k = afkastkrav
- G = Vækstrate i udbytte

Afkastkravet til aktier vil normalt have en meget tæt sammenhæng til renten på obligationer, da afkastkravet til aktier typisk udtrykkes som renten på obligationer plus en risikopræmie. En lavere rente vil derfor alt andet lige betyde højere priser på aktier, ligesom for obligationer. Ud fra denne betragtning bør der altså være en positiv korrelation mellem aktier og obligationer. Det gælder i hvert fald i det omfang, at ændringen i renten skyldes en ændring i inflationen.

Sammenhængen er imidlertid knap så entydig, når ændringen i renten kommer som resultat af en ændring i arbejdsløsheden (den økonomiske vækst). Det skyldes, at et fald i arbejdsløsheden og dermed en stigning i den økonomiske vækst har en større påvirkning af G i tælleren end af k, hvorfor den samlede effekt bliver en lavere nævner og dermed en højere kurs på aktier. Det står i modsætning til obligationer, hvor en lavere arbejdsløshed forventeligt fører til lavere obligationskurser. Det betyder også, at ændringer i arbejdsløsheden typisk vil forårsage en negativ korrelation mellem aktier og obligationer.

Ændringer i inflationen er altså katalysator for en positiv korrelation mellem aktier og obligationer, mens en ændring i arbejdsløsheden er katalysator for en negativ korrelation. Om den samlede effekt ender med en positiv eller negativ korrelation

vil derfor typisk være et resultat af, om ændringer i inflationen dominerer ændringer i arbejdsløshed eller omvendt.

Tiden fra midten af 1960'erne og frem til årtusindeskiftet var præget af en periode med kraftigt stigende inflation efterfulgt af en periode med kraftigt faldende inflation, hvilket har været medvirkende til at korrelationen har været positiv. De seneste 15 år har derimod været præget af forholdsvis lav og stabil inflation. men samtidig også store udsving i den økonomiske vækst og dermed arbejdsløsheden.

Der er dog også andre forhold, som er med til at påvirke korrelationen. Typisk bruges obligationer som sikker havn, når der uro på de finansielle markeder. Det taler for en faldende (negativ) korrelation, når der er uro på aktiemarkedet. Det viser sig da også, at der er en negativ korrelation mellem volatiliteten på aktiemarkedet og korrelationen mellem aktier og obligationer. I den sammenhæng har værdiansættelsen af aktier også en betydning. Hvis aktier bliver dyrere (klarer sig godt), vil korrelationen typisk blive højere.

Selve renteniveauet har også en effekt på korrelationerne. Det skyldes blandt andet, at rentefølsomheden (varigheden) på både aktier og obligationer er afhængig af renteniveauet. Det samme gør sig gældende for niveauet af inflation og arbejdsløshed.

Model for korrelationen

På baggrund af disse sammenhænge er det faktisk muligt at opstille en model for korrelationen mellem aktier og obligationer. Vi har illustreret resultaterne af denne model sammenlignet med de faktiske korrelationer i nedenstående graf.

Graf 2 | Historiske korrelationer og model for historiske korrelationer



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Det viser sig, at modellen faktisk er i stand til at give en ganske præcis beskrivelse og dermed også forklaring på de historiske korrelationer.

På baggrund af modellen er det muligt at få en større indsigt i, hvorfor korrelationen mellem aktier og obligationer har været væsentligt lavere i de sidste 15 år og dermed også en ide om, hvorvidt dette billede vil fortsætte i fremtiden. De to klart

vigtigste faktorer for forskellen i korrelationen mellem aktier og obligationer før og efter årtusindeskiftet er niveauet for rente og inflation. Både rente og inflation har været væsentligt lavere i de sidste 15 år end de 35 år, som lå forud. Dette forhold har alt andet lige sænket korrelationen med mere end 0,5. Den sidste faktor, som har påvirket inflationen i nedadgående retning, er værdiansættelse af aktier. Det skyldes dog primært, at aktierne var ekstremt dyre omkring årtusindeskiftet.

Hvis vi skal kigge lidt ind i krystalkuglen, er der ingen tvivl om, at renterne og sandsynligvis også inflationen vil være stigende over den kommende årrække. Det er dog fortsat fra så lavt et niveau, at det ikke bør presse korrelationerne op i meget høje niveauer. Hvis de faktorer, som i øvrigt indgår i modellen, bliver identisk med det historiske gennemsnit, vil korrelationen mellem aktier og obligationer over de næste 36 måneder blive omkring -0,35.

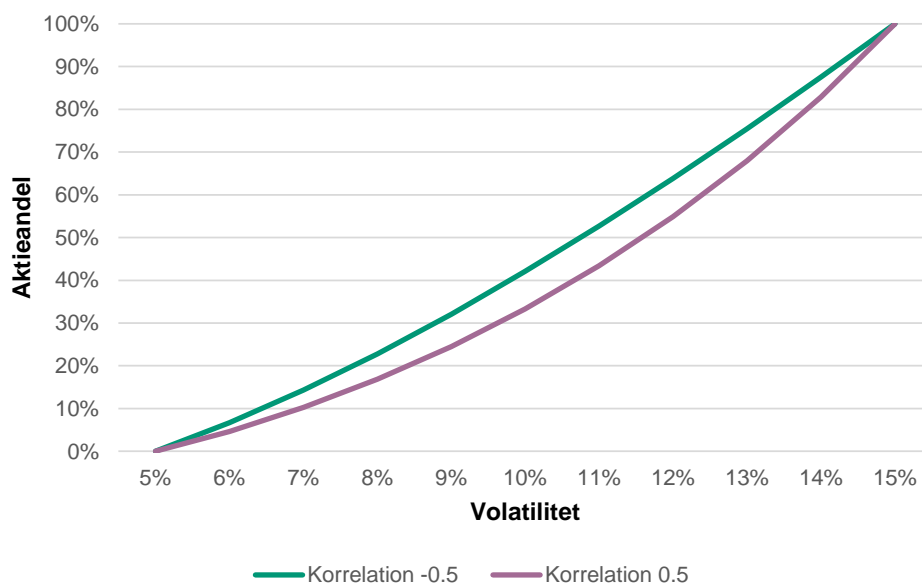
Korrelationen kan dog sagtens blive endnu lavere. Det vil eksempelvis ske, hvis vi får en periode, hvor aktierne bliver ramt af stigende volatilitet og lavere værdiansættelse. Det vil også ske i et scenarie med kraftigt stigende volatilitet i inflationen og stigende renter.

Det er heller ikke svært at forestille sig et scenarie med højere korrelationer. Det vil kræve, at vi får meget stabil udvikling på arbejdsmarkedet samtidig med, at inflation og renter holdes i ro, at volatiliteten på aktier forbliver lav, og at aktierne bliver dyrere. Da aktierne absolut set allerede er forholdsvis dyre, er det dog svært at se, korrelationen kommer væsentligt over 0. Dertil er den nuværende rente og inflation simpelt hen for lav.

Korrelation og porteføljekonstruktion

Korrelationen mellem aktier og obligationer har en forholdsvis stor effekt på den optimale porteføljesammensætning. I nedenstående graf har vi illustreret den optimale aktieandel som funktion af et ønsket risikoniveau for en korrelation på -0,5 og +0,5.

Graf 3 | Korrelation og aktieandel



Kilde: Egne beregninger

Korrelationen har selvfølgelig ingen betydning i den situation, hvor man ønsker en meget lav risiko (100 procent obligationer) eller meget høj risiko (100 procent aktier).

I det mellemliggende interval har korrelationen imidlertid ganske stor betydning. Hvis man ønsker en porteføljevolutilitet på 10 procent, kan aktieandelen eksempelvis være næsten 9 procent højere, hvis korrelationen er -0,5 i stedet for +0,5. Det vil selvfølgelig også have en væsentlig konsekvens for det forventede afkast for denne portefølje. Hvis der er en risikopræmie på aktier på 5 procent, vil det forventede afkast på porteføljen, der kan sammensættes – givet korrelationen er -0,5 – være næsten 0,5 procentpoint højere end porteføljen, som sammensættes givet en korrelation på +0,5.

Konklusion

Korrelationen mellem aktier og obligationer er et væsentligt input i sammensætningen af porteføljer. Derfor er det også væsentligt at forholde sig til størrelsen af denne og de faktorer, som kan påvirke korrelationen.

De sidste 15 år har korrelationen mellem aktier og obligationer generelt været negativ, hvilket også er det udgangspunkt, mange anvender i sammensætningen af porteføljer. Før årtusindeskiftet var korrelationen imidlertid overvejende positiv, og det kan derfor være farligt blot at tage udgangspunkt i de seneste 15 års observationer.

En nærmere undersøgelse af den historiske udvikling i korrelationen viser imidlertid, at den primære baggrund for den lave (negative) korrelation er det meget lave niveau for både rente og inflation. Selvom vi forventer, at begge vil stige over de kommende år, er der meget, der taler for, at korrelationen vil forblive lav de kommende tre år, om end måske lidt højere end vi har set det seneste årti.

Hvis vi kigger lidt længere frem i tiden og forhåbentlig atter har mere normale niveauer for renten, er der meget, der taler for, at korrelationen i højere grad vil ligne det, vi så før årtusindeskiftet, end det, som vi har set de seneste 15 år.

Korrelationen har en ganske stor betydning for den aktieandel, man kan vælge ved et ønsket risikoniveau for den samlede portefølje. Eksempelvis kan aktieandelen være næsten 10 procent højere ved et risikoniveau på 10 procent, hvis korrelationen er -0,5 i stedet for +0,5.

Du er meget velkommen til at kontakte Skandia Asset Management for at høre, hvordan disse forhold kan have betydning for jeres fremtidige allokering mellem aktier og 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.