



Løft dit forventede risikojusterede afkast

RISIKOSPREDNING: De seneste måneders turbulens på aktiemarkedet giver anledning til at sætte fokus på værdien af risikospredning, som er nøglen til at reducere udsvingene i en portefølje og få et højere risikojusteret afkast.

De to dimensioner af risikospredning ● ● ●

Det rette miks af aktier og obligationer ● ● ●

Afkast og risiko i porteføljer siden 1976 ● ● ●

Spredning på regioner og sektorer ● ● ●

Løft dit forventede risikojusterede afkast

RISIKOSPREDNING: De seneste måneders store kursudsving på aktiemarkedet har været en påmindelse om, hvor vigtig risikospredning er i en portefølje – uanset om man som investor ønsker at tage høj eller lav risiko. De urolige markeder er derfor en anledning til at sætte fokus på de vigtigste overvejelser; den grundige investor bør gøre sig om risiko. I sidste ende kan det give et højere risikojusteret afkast.

De store udsving på aktiemarkedet i løbet af sommeren og efteråret har for mange investorer været en brat opvågning og en ubekvem stresstest af deres porteføljer. Af erfaring ved vi, at især mange private investorer ikke altid ofrer den fornødne opmærksomhed på risikoen i deres investeringer.

Risiko bør ellers være et nøglebegreb for enhver grundig investor, og blandt professionelle investorer er det velkendt, at størrelsen af ens årlige afkast ikke fortæller ret meget om ens færdigheder som investor, hvis ikke risikoen er inde i billedet. For professionelle investorer er risikojusteret afkast derfor et nøglebegreb, for der kan populært sagt være mange veje til det samme afkast:

- Den letsindige investor kan fx placere hele formuen i en enkelt aktie, der løbende svinger voldsomt i kurs, men ender året med et afkast på 10 pct.
- Den fornuftige investor kan modsat sprede sin formue på 30 forskellige aktier, der tilsammen giver langt mindre løbende udsving i den investerede formue, men tilsvarende ender året med et samlet afkast på 10 pct.

Selv om slutresultatet umiddelbart er det samme, har den fornuftige investor opnået sit afkast ved at tage en langt lavere risiko. Vedkommende har med andre ord fået et højere risikojusteret afkast – og det er netop essensen af at være en dygtig investor.

To dimensioner af risikospredning

Risiko handler traditionelt om størrelsen af de løbende udsving i en porteføljes værdi. Med god risikospredning kan man som investor opnå det samme forventede afkast, men til en lavere risiko. Eller man kan skabe et højere forventet afkast med den samme risiko. Grundlæggende har risikospredning to dimensioner:



Af Frank Øland, chefstrateg i Danske Bank Private Banking

FIGUR 1: Obligationer er steget ved aktiefald

Ser vi på amerikanske data siden 1976, har obligationer leveret et positivt afkast i alle år med negative afkast på aktiemarkedet. I 2008 tabte aktierne eksempelvis 37,14 pct. af deres værdi, mens obligationerne steg med 5,24 pct.

Afkast for året	Aktier	Obligationer
1977	-8,02%	3,04%
1981	-4,13%	6,25%
1990	-2,08%	8,96%
2000	-12,54%	11,63%
2001	-12,03%	8,44%
2002	-22,71%	10,26%
2008	-37,14%	5,24%

Kilde: Barclays US Aggr. bond index, MSCI US aktier index, USD, inkl. reinvesteret rente og udbytte. Vi har analyseret på perioden 1976-2014, da Barclays data ikke rækker længere tilbage. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, og afkast kan blive negative.

1. Spredning på tværs af aktivklasser:

Den primære risikospredning i en portefølje består i spredning på tværs af aktivklasser som aktier, obligationer og evt. alternative investeringer. Investors overordnede investeringsprofil er afgørende for denne spredning. Hovedreglen er, at jo længere tids-

horisont man har som investor, og jo højere personlig risikovillighed og tabsevne, jo højere andel aktier bør man have i porteføljen. På langt sigt vil aktier nemlig sandsynligvis levere et højere afkast end obligationer, og med en lang tidshorisont er man samtidig mindre sårbar over for periodiske udsving.

2. Spredning inden for den enkelte aktivklasse:

Når man har truffet beslutning om sin overordnede fordeling på forskellige aktivklasser, gælder det sekundært om at sikre en god risikospredning indenfor den enkelte aktivklasse. Det gælder ikke mindst for aktier, hvor målet som hovedregel er en god spredning på tværs af regioner og sektorer. Med en god spredning har investor her mulighed for at reducere sin risiko uden at

reducere sit forventede afkast – altså med andre ord få et højere risikojusteret afkast.

Spredning på tværs af aktivklasser

En solid spredning af risikoen handler først og fremmest om andelen af obligationer i porteføljen. Obligationer er karakteriseret ved mindre kursudsving end aktier, og samtidig har obligationer historisk set en tendens til at reagere modsat aktiekurserne: Hvis aktiemarkedet falder, kan det være udtryk for en faldende økonomisk aktivitet i samfundet, hvilket lægger op til en lavere inflation. I den situation vil obligationsmarkedet typisk kvittere med faldende renter, hvilket resulterer i stigende obligationskurser (se FIGUR 1).

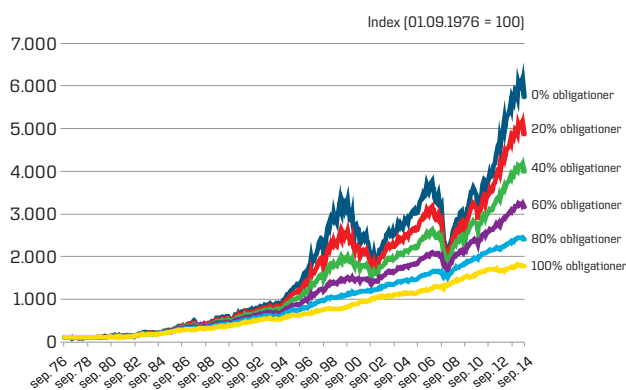
FIGUR 2: Høj andel obligationer har reduceret risikoen i porteføljen

En portefølje med høj risiko indeholder gerne omkring 70 pct. aktier, hvilket fra 1976 til 2015 har givet et gennemsnitligt årligt afkast på 10,20 pct. Risikoen har været 10,93*. Bemærk, at en øget aktieandel fra 70 pct. til 100 pct. blot har givet et årligt merafkast på 0,72 procentpoint, mens risikoen modsat er steget markant fra 10,93 til 14,94. Her har det beskedne merafkast altså kostet en langt højere risiko for investor.

Obligationandel	Aktieandel	Årligt afkast i gennemsnit	Risiko
100%	0%	7,65%	5,47
90%	10%	8,08%	5,44
80%	20%	8,49%	5,81
70%	30%	8,88%	6,49
60%	40%	9,25%	7,42
50%	50%	9,59%	8,49
40%	60%	9,91%	9,68
30%	70%	10,20%	10,93
20%	80%	10,47%	12,24
10%	90%	10,72%	13,58
0%	100%	10,94%	14,94

FIGUR 3: Formueudvikling for porteføljer med forskellige andele af obligationer

Graferne viser, hvor meget 100 dollar er vokset til efter 39 år fra september 1976 til september 2015 for seks forskellige porteføljer med varierende andele af aktier og obligationer. På lang sigt har en høj aktieandel givet højest afkast, men også de største løbende udsving i formuen. For den mere kortsigtede investor har en høj aktieandel dermed også givet størst risiko for at træde ind i markedet på et uheldigt tidspunkt og få et dårligt afkast.



Note: *Risiko er målt som standardafvigelsen, der er et statistisk udtryk for porteføljens kursudsving.

Kilder: Barclays US Aggr. bond index, MSCI US aktier index, USD, inkl. reinvesteret rente og udbytte, annualiseret. Perioden er fra 01.09.1976 til 01.09.2015, hvor 1976 er valgt som udgangspunkt, da Barclays data ikke rækker længere tilbage. Porteføljen er rebalanceret ultimo måneden i hele perioden. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, og afkast kan blive negative. Den analyserede periode har været kendetegnet ved et langvarigt rentefald, der har givet stigende obligationskurser. I dag er renteniveauerne så lave, at dette mønster ikke vil kunne gentage sig i de kommende årtier, og derfor kan man ikke forvente, at ovenstående afkast vil gentage sig. Bemærk også, at high yield virksomhedsobligationer og obligationer fra emerging markets typisk har en højere samvariation med aktiemarkedet end andre obligationer og ikke i sig selv giver den fornødne risikospredning i en veldiversificeret portefølje med aktier og obligationer.

RISIKOSPREDNING

Selv for en forsigtig investor, der sværger til obligationer, har det historisk set været en fordel at supplere med 10-15 pct. aktier.

Kigger vi på amerikanske data, har der siden 1976 været syv år med kursfald på aktiemarkedet, og i alle tilfælde reagerede obligationsmarkedet modsat og leverede pæne stigninger til investorerne.

For at undersøge værdien af risikospredning mellem aktier og obligationer har vi set på, hvordan en portefølje med en varierende andel af obligationer ville have klaret sig siden 1976 (se FIGUR 2). Her viser der sig en tæt sammenhæng mellem andelen af obligationer og de årlige udsving i porteføljens værdi.

Vælger vi en obligationsandel på 100 pct., vil vores investor gennem den 39 år lange periode have modtaget et årligt gennemsnitligt afkast på 7,65 pct. Risikoen begrænser sig her til 5,47 (målt på den såkaldte standardafvigelse, der er et statistisk udtryk for kursudsving).

Vælger vi en obligationsandel på 50 pct. og 50 pct. aktier, havde porteføljen givet et årligt afkast på 9,59 pct. – altså godt 2 procentpoint mere – men med en højere risiko på nu 8,49.

Bemærk, at 10 pct. aktier i porteføljen faktisk har givet både en lavere risiko og et højere afkast end den rene obligationsportefølje, hvilket er et velkendt billede. Selv for den forsigtige investor, der sværger til obligationer, har det historisk set været en fordel at supplere med 10-15 pct. aktier. Men så snart andelen af aktier er ca. 20 pct. eller derover, giver aktierne en højere risiko i porteføljen i forhold til den rene obligationsportefølje.

Alternativer giver ekstra risikospredning

I spredningen på tværs af aktivklasser bør man yderligere overveje alternative investeringer, hvis det passer til ens investeringsprofil. Selv om aktier og obligationer historisk set har givet en fornuftig spredning af risikoen, er det ingen naturlov, at aktier og obligationer bevæger sig modsat hinanden. Eksempelvis har årene siden finanskrisen i lange perioder budt på det bedste af begge verdener med både stigende kurser på aktier og obligationer – og modsat risikerer investorer at blive ramt dobbelt i dårlige tider.

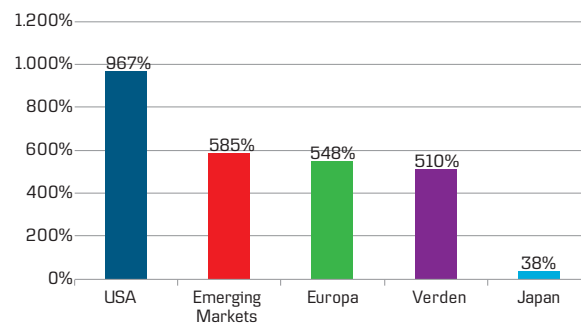
I dag har mange professionelle porteføljeforvaltere derfor også alternative investeringer som ejendomme, hedgefonde, råvarer og private equity i porteføljen, da de i større eller mindre omfang kan give et afkast uafhængigt af udviklingen på aktie- og obligationsmarkedet. Med alternativer i porteføljen kan man dermed løfte sin risikospredning til et endnu højere niveau, hvis det i øvrigt passer til ens investeringsprofil.



Den gode aktieportefølje har en fornuftig geografisk risikospredning, for der kan være stor forskel på, hvordan aktierne udvikler sig i de enkelte lande og regioner. Tag eksempelvis Japan – her har det samlede afkast blot været 38 pct. de seneste 25 år. I USA har det været 967 pct.

FIGUR 4: Store forskelle i akkumuleret afkast for forskellige lande/regioner

Grafikken viser, hvor stor forskel der kan være på afkastet fra forskellige aktiemarkeder rundt omkring i verden. Amerikanske aktier har de seneste 25 år givet det højeste samlede afkast, japanske aktier det laveste afkast. Havde du valgt det brede MSCI-verdensindeks, ville formuen være steget med 510 pct. fra september 1990 til september 2015. Den grundige og risikobevidste investor sørger for en god spredning af sine aktieinvesteringer på tværs af regioner og undgår dermed at blive alt for hårdt ramt, hvis et enkelt land eller en enkelt region i en periode klarer sig markant dårligere end det globale aktie-marked generelt.



Kilde: MSCI-indeks, opgjort i USD, inkl. udbytter. Perioden er fra 01.09.1990 (indeks 100) til 01.09.2015. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, og afkast kan blive negative.

Spredning inden for den enkelte aktivklasse

Både for obligationer og aktier er det essentielt med en god spredning på forskellige værdipapirer, der ideelt set slet ikke eller kun i begrænset omfang bevæger sig i takt med hinanden.

FOR OBLIGATIONER handler spredning om at fordele sine investeringer på forskellige typer obligationer, typisk statsobligationer, realkreditobligationer og virksomhedsobligationer, og dertil have obligationer med varierende løbetider samt både indenlandske og udenlandske obligationer. Det reducerer sårbarheden overfor uventede eller dramatiske udviklinger i renteniveauet i enkelte lande eller obligationstyper.

Den konkrete fordeling bør afhænge af den enkelte investors investeringsprofil. Den mere risikovillige investor kan fx tilføje – eller øge andelen af – high yield-virksomhedsobligationer og obligationer fra emerging markets, der giver et højere forventet afkast, men også har en højere risiko.

FOR AKTIER handler risikospredning først og fremmest om at fordele sine investeringer på en række forskellige selskaber for at reducere risikoen fra hvert enkelt selskab. Som udgangspunkt er 20-30 forskellige aktier et godt bud på spredning i en aktieportefølje. En solid spredning i porteføljen reducerer samtidig porteføljens løbende kursudsving, da ikke alle porteføljens aktier stiger og falder i takt.

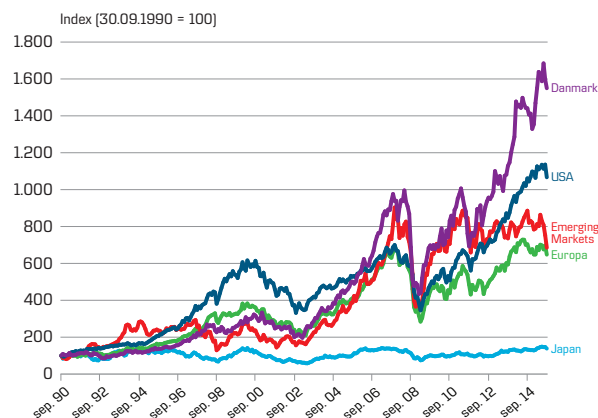
Har man fx fordelt investeringerne ligeligt på 20 forskellige aktier (der i teorien alle har det samme forventede afkast, men ikke svinger i takt), så har man kun tabt 5 pct., hvis et af selskaberne går konkurs – og risikoen for at tabe hele investeringen er forsvindende lille. Men selv om risikoen nu er væsentligt mindre, end hvis man blot havde få aktier i porteføljen, så er det forventede afkast det samme. Som investor kan man dermed se frem til et højere risikojusteret afkast.

Den gode risikospredning i aktiebeholdningen kræver investeringer på tværs af sektorer og regioner – som med obligationer for at reducere sårbarheden overfor negative begivenheder i enkelte sektorer eller regioner. Det seneste års store kursfald i energisektoren er et skrækeksempel på, hvordan en enkelt sektor kan blive hårdt ramt uafhængigt af udviklingen på det øvrige

aktiemarked – i dette eksempel drevet af det store olieprisfald. Spredningen på forskellige regioner bør ske ud fra den simple erkendelse, at der i perioder kan være stor forskel på, hvordan aktiemarkedet i de enkelte regioner udvikler sig – både af makroøkonomiske årsager, men også som følge af ændringer i valutakurserne (se FIGUR 5). Stiger den amerikanske dollar eksempelvis, giver det et ekstra afkast for danske investorer placeret i amerikanske aktier.

FIGUR 5: Aktieudvikling siden 1990 for forskellige lande/regioner

Aktiemarkederne i USA og Japan har været de absolutte modpoler de seneste 25 år. Bemærk også, hvordan emerging markets siden finanskrisen 2008-2009 har været præget af store kursudsving, men beskeden fremgang.



Kilde: MSCI-indeks, opgjort i USD, inkl. udbytter. Perioden omfatter 01.09.1990 (indeks 100) til 01.09.2015. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, og afkast kan blive negative.

VÆR OPMÆRKSOM PÅ RISIKOEN

Det er forbundet med risiko at investere i både aktier, obligationer og alternative investeringer, og man kan i værste fald tabe hele sin investerede kapital. Tal altid med en rådgiver, inden du foretager en investering, og få afdækket, om en given investering passer til din investeringsprofil – herunder din risikovillighed, tidshorisont og tabsevne.

DISCLAIMER

Danske Invest har udarbejdet dette materiale til orientering, og det udgør ikke investeringsrådgivning. Du opfordres til at drøfte eventuelle dispositioner på baggrund af materialet med din investeringsrådgiver.