



Markedskommentar

JT, 28. november 2008

Lange obligationer er blevet for dyre

Usikkerhedens betydning

Hos komplekse hvirveldyr styres frygt af amygdala, et område i tindingelappen.

For tiden træffer området formentlig ligeledes en del investeringsbeslutninger. Investorer, der oplever en stigende risiko for at miste deres job, vil kræve et højere forventet afkast for at acceptere en bestemt mængde risiko, og når volatiliteten på aktier samtidig stiger, bliver kurserne ramt fra to sider.

Da virksomhedernes indtjening kun svarer til nogle få procent af virksomhedernes markedsværdi, har et forventet fald i indtjeningen isoleret set kun en væsentlig betydning, hvis markedet regner med, at faldet bliver permanent.

Forventede afkast på aktier

Hvis man med sikkerhed vidste, at faldet i indtjeningen og usikkerheden var midlertidig, ville det derfor være en smal sag at beregne, hvor meget aktierne vil være steget, når investorerne har genvundet deres appetit på risiko.

Vender virksomhedernes indtjening tilbage til det historiske gennemsnit, jf. vores markedskommentar fra 28. oktober, og kommer den lange rente til at svare til markedets forventninger, ville afkastet blive 145 procent.

Det eneste problem er, at vi tror, indtjeningen bliver 15-20 procent lavere, og renten bliver 1 procent højere.

Sker det, bliver afkastet 55-65 procent. Det svarer til, at S&P 500 over de næste par år stiger fra 850 til godt og vel 1300, hvor det var for 6 måneder siden.

Forventet fremtidigt renteniveau

For så vidt angår renteniveauet, kan man nemt beregne, hvilken udvikling i renteniveauet, der er konsistent med den nuværende rentekurve.

Denne forventede udvikling – de såkaldte forwardrenter – er gengivet i vedhæftede graf til højre for den stiplede linje. Til venstre for linjen er afbilledet udviklingen i de korte renter siden 1875 i Danmark, USA og Tyskland.

Som det fremgår, er det forventede renteniveau om nogle år ca. 3,25 procent, altså væsentligt under gennemsnittet på 6,1 procent i Danmark.

En del af forklaringen på de lave renter er risikoen for deflation. Over en 5-10-årig periode er et ligeså sandsynligt scenarium imidlertid, at inflationen begynder at stige som følge af væksten i lande som Indien og Kina, og stigende offentlige underskud kan inden da påvirke de lange renter i opadgående retning.

Konklusionen

Specielt på lidt længere sigt mener vi derfor, at lange obligationer er for dyre, mens aktier med en rimelig sikkerhedsmargin vil give et positivt afkast.

Når frygten for deflation aftager, vil obligationer heller ikke egne sig godt som risikoafdækning. I et scenarium med stigende inflation, der ikke er drevet af indenlandsk vækst, vil lange obligationer ligefrem øge risikoen i en portefølje, der også indeholder aktier (som følge af sammenhængen mellem aktiekurserne og den lange rente, jf. vores markedskommentar af 28. oktober 2008).

Udviklingen i korte renter Danmark, Tyskland og USA

