

## Konklusioner:

Som investor står det første investeringsvalg ofte i beslutningen af hvor stor en andel af formuen der investeres i obligationer, og hvor stor en andel i aktier – hvor obligationer ofte anses som værende det mest sikre alternativ. I realiteten er dog ikke så firkantet – og risikoen for obligationer er reelt større, end den ofte beskrives – især når man kigger på længere investeringshorisonter.

## Kontakt:

Du kan kontakte os via mail: [info@blscapital.dk](mailto:info@blscapital.dk) eller ved at ringe til os på telefon 45 58 40 20. Du kan læse mere om vores selskaber på hjemmesiden [www.blsinvest.dk](http://www.blsinvest.dk).

Dette nyhedsbrev er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S på baggrund af offentlige oplysninger og egne beregninger. Det er ikke en opfordring til at købe eller sælge nogen former for værdipapirer. Husk, at historiske afkast ikke er nogen indikation på fremtidige afkast, og at skøn om fremtidig udvikling kan vise sig at være forkerte.

# Obligationer bedst for de kortsigtede

*Den klassiske opfattelse er, at aktier er bedst for de mere risikovillige investorer, mens obligationer er bedst for de mere forsigtige. Vi er dog ikke enige i, at det i dag forholder sig så sort på hvidt. Obligationer er (nok) lidt bedre end at putte penge i madrassen. Men i dag vurderer vi, at obligationer reelt er mest interessante for den kortsigtede investor. For de langsigtede, er aktier langt mere interessante end obligationerne, der i mange tilfælde mest skaber sikkerhed for, at formuens købekraft reelt bliver reduceret*

## Afkast og risiko

Som investorer skal vi primært afveje to mål, når vi investerer. Vi vil gerne skabe det højest mulige forventede afkast, mens vi tager den lavest mulige risiko for at tabe penge.

Personligt investerer vi i BLS Capital vores egne likvide midler i BLS Invests to afdelinger – Danske og Globale aktier. Men for mange andre investorer, det være sig private eller institutionelle, er fordelingen mellem investeringer i de "sikre" obligationer og "usikre" aktier af høj prioritet.

Siden finanskrisen er det åbenlyst, at mange investorer vægter sikkerhed højere end mulighed for højt afkast. Derfor køber de i høj grad obligationer frem for aktier, og eksempelvis ATP ejer i dag slet ikke udenlandske aktier.

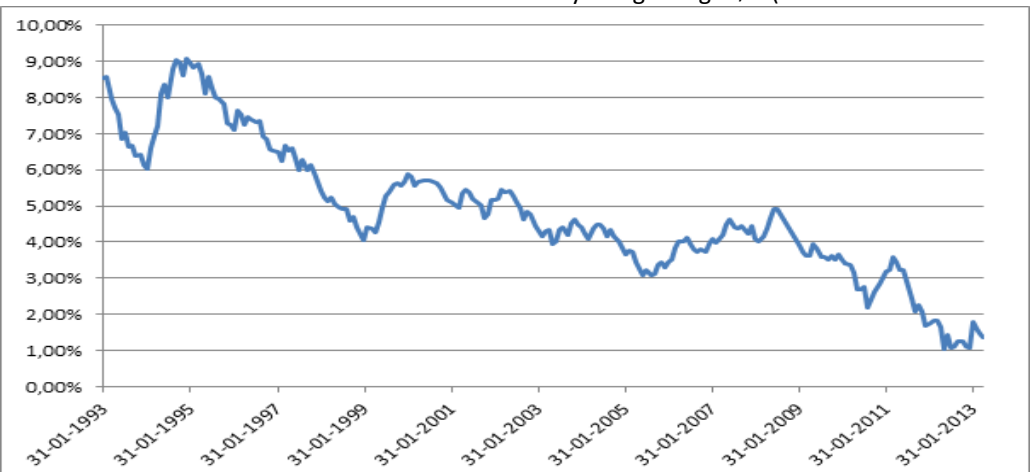
Det er naturligvis en efterspørgsel, der presser prisen på obligationer op, og dermed renten ned. Samtidig bliver renten presset yderligere ned af centralbankernes rekordlave udlånsrenter.

Ja, i Danmark er nogle af Nationalbankens rentesatser i dag direkte negative.

Konsekvensen af det store behov for sikkerhed er, at man for tiden får en effektiv rente på omkring 1,4 pct. hvis man køber en solid dansk 10-årig statsobligation. Når skatten har taget sit, er der ca. 0,8 pct. tilbage. Det er ikke kun ringe - det er direkte elendigt. For med en årlig inflation på ca. 2,4 pct. betyder det, at man reelt udhuler købekraften af sin formue. Hertil kommer, at investeringen langtfra er så værdifast, som man måske tror. For hvis, eller nok snarere når, renteniveauet igen begynder at stige, så vil obligationerne falde i pris.

## Dividender, aktietilbagekøb og kuponrenter

Til sammenligning er det direkte afkast for BLS Invest, afdeling Danske Aktier, på 4,6 pct., og det direkte afkast for afdeling Globale Aktier er 4,8 pct. Det direkte afkast er værdien af vores selskabs betalinger af udbytte og tilbagekøb (der reelt er en



Effektive rente på danske 10-årige statsobligationer. Kilde: Bloomberg

anden måde at betale udbytte på). Men det omfatter ikke værdien af udviklingen på selskabernes aktiekurs. Det direkte udbytte er altså penge, som vi som investorer modtager, uanset om aktiekurserne går op eller ned. Det spæder til, når aktiekurserne stiger, og tager fra, hvis aktiekurserne falder – meget lig kupon-betalingerne på en obligation.

Men i øjeblikket er det mest sikkert, at renten på virkeligt sikre obligationer, som danske statsobligationer, er lavere end inflationen, og at man derfor måske nok får fuld sikkerhed for pengene, men at de samme penge reelt bliver mindre værd.

Derfor kan det være fristende at investere i "højrenteobligationer". Vi skal ikke påstå, at vi er obligationseksperter, men for os er det ofte noget nær det værste af begge verdener: et relativt beskedent merafkast, for at løbe en langt højere risiko.

### Konkursrisiko

"Højrenteobligationer" hed engang, og måske mere præcist, "junk bonds". De udstedes typisk af selskaber, som af kreditvurderingsbureauerne bedømmes til at være i risikozonen for at kunne gå konkurs, hvilket selvfølgelig giver højere renter, da investorer skal kompenseres for den højere risiko. Eksempelvis er den gennemsnitlige effektive rente for højrente-erhvervsobligationer for tiden på knap 5,7 pct., hvilket nok er bedre end for danske statsobligationer. Men det er bare ikke imponerende i forhold til den risiko, man løber som investor.

Som nedenstående figur viser, så er konkursrisikoen ved at købe højrente, eller "speculative grade" obligationer høj. Efter fem år er knap 17 pct. af de virksomheder, der har udstedt obligationerne, ude af stand til at honorere deres betalinger, og over ti år gælder dette knap hver fjerde. De tilsvarende tal for de solide virksomheder er blot henholdsvis 1,2 og 2,6 pct.

Ved en konkurs risikerer man naturligvis at miste hele eller langt hovedparten af sin investering. Derfor vil vi i BLS Capital langt hellere investere i aktier i solide virksomheder, som eksempelvis dem, der lever af at vurdere kvaliteten af obligationer, nemlig McGraw-Hill, der ejer Standard & Poor's, og Moody's, de to dominerende kreditvurderingsbureauer. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at det er rigtigt, at aktier overordnet set svinger mere i pris end obligationer. Så på den korte bane kan aktier både falde og stige langt mere end obligationer. Derfor mener vi, at fordelingen mellem aktier og obligationer i høj grad handler om den enkelte investors tidshorisont.

### Invester i selskaber af høj kvalitet

Det er vores overbevisning, at en investering i virksomheder med en god ledelse, solid markedsposition og dokumenteret evne til at tjene penge og anvende de penge fornuftigt, over en længere periode vil levere afkast, i form af udbytter, aktietilbagekøb og kursstigninger, som langt overgår den usikkerhed, der er ved aktiemarkedernes til tider irrationelle prisfastsættelse og overdrevne kursudsving. Men nøglen er her ikke kun at vælge de rette virksomheder, men i høj grad også at være i stand til at være langsigtet.

Vi hverken kan eller vil komme med bud på fremtiden for obligations- og aktiemarkedene. Men vi kan konstatere, at mange investorer i dag accepterer uhyre lave, eller direkte negative, obligationsrenter. Det mener vi er en væsentlig risiko at løbe, for de investorer der tænker langsigtet. Den langsigtede investor bør nemlig være parat til at acceptere midlertidige udsving, så længe de i det lange løb har en vurdering af, at det er mere lukrativt, og langsigtet egentligt også sikrere, at være medejer af solide, veldrevne og indtægtsgenererende virksomheder.

**Global Corporate Average Cumulative Default Rates (1981–2011) (%) <sup>(a)</sup>**

Rating	Time horizon (years)														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.03	0.14	0.25	0.37	0.49	0.55	0.64	0.71	0.78	0.81	0.85	0.89	0.97	1.06
AA	0.02	0.07	0.14	0.26	0.37	0.49	0.60	0.69	0.77	0.86	0.94	1.01	1.09	1.17	1.23
A	0.08	0.18	0.32	0.48	0.66	0.86	1.10	1.31	1.53	1.77	1.97	2.14	2.30	2.45	2.66
BBB	0.24	0.67	1.13	1.71	2.30	2.88	3.38	3.88	4.38	4.88	5.41	5.85	6.30	6.76	7.22
BB	0.90	2.70	4.80	6.80	8.61	10.34	11.85	13.21	14.49	15.59	16.49	17.29	17.97	18.55	19.24
B	4.48	9.95	14.57	18.15	20.83	23.00	24.76	26.19	27.46	28.70	29.77	30.65	31.47	32.22	33.01
CCC/C	26.82	35.84	41.14	44.27	46.72	47.82	48.79	49.66	50.77	51.65	52.42	53.28	54.24	55.13	55.13
Investment-grade	0.12	0.33	0.57	0.86	1.17	1.47	1.76	2.03	2.30	2.57	2.82	3.04	3.25	3.46	3.69
Speculative-grade	4.21	8.23	11.74	14.56	16.82	18.72	20.31	21.68	22.93	24.08	25.06	25.89	26.65	27.33	28.03
All rated	1.57	3.10	4.47	5.62	6.58	7.41	8.12	8.73	9.30	9.83	10.29	10.68	11.05	11.38	11.74

Source: Standard & Poor's "Default, Transition and Recovery: 2011 Annual Global Corporate Default Study and Ratings Transitions," March 21, 2012