

### Historiske afkast

#### Afkast og risiko på aktier og obligationer 1915-1993

*Fondschef, cand.polit. Jeppe Christiansen  
og analytiker, cand.polit. Bent Lystbæk,  
Lønmodtagernes Dyrtidsfond*

Det er en meget udbredt opfattelse, at aktieinvesteringer over en lang periode giver et højere afkast end obligationer, men til gengæld er forbundet med en større risiko.

I denne artikel påvises det, at for perioden 1915-1993 er den første halvdel af tesen korrekt, idet aktierne klart har givet det højeste afkast. Med hensyn til hvad der er mest risikabelt, aktier eller obligationer, afhænger svaret dels af investeringshorisontens længde, dels af, om man renser afkastet for inflationen eller ej.

Ser man på de 1-årige nominelle afkast holder tesen, idet aktierne da vil udvise langt større udsving end obligationerne. Men tager man i stedet udgangspunkt i de 5-årige realafkast, dvs. forlænger investeringshorisonten til 5 år og korrigerer for inflationen, viser aktierne sig i den betragtede periode at have været en smule mere afkaststabile end obligationerne.

#### *Baggrunden for undersøgelsen*

I forbindelse med diskussionen om en udvidelse af de lovbestemte grænser for pensionsinstitutionernes aktieinvesteringer har Dyrtidsfonden fundet det relevant at sammenligne afkast og risiko på aktier og obligationer over en længere historisk periode frem til i dag. Formålet er at belyse, om de historiske afkast-/risikoeftaringer kan retfærdiggøre de ret restriktive regler for aktieinvesteringer, som pensionskasser, livsforsikringsselskaber og lignende institutioner p.t. er underlagt. I øjeblikket må ATP og LD højest investere 25 pct. af formuen i aktier, mens grænsen for institutionerne omfattet af Lov om Forsikringsvirksomhed er 40 pct.

Ingen vil betvivle, at den enkelte aktie er mere risikobehæftet end den enkelte obliga-

tion. Men en bare nogenlunde stor pensionskasse vil kunne sprede sine aktieinvesteringer på et stort antal enkeltaktier med en fornuftig branchefordeling og derved reducere risikoen betydeligt. Desuden er en pensionskasse kendetegnet ved at have en lang investeringshorisont, og målet for dens virksomhed er at sikre pensionsopsparerne den størst mulige købekraft af de pensionsbeløb, der til sin tid kommer til udbetaling.

Spørgsmålet er derfor, hvordan det traditionelle billede af aktier som værende meget mere risikable end obligationer påvirkes af

- at man i stedet for at se på en enkelt aktie går ud fra et gennemsnit af alle danske børsnoterede aktier, repræsenteret ved det såkaldte totalindeks,
- at man anlægger et lidt mere langsigtet perspektiv ved i stedet for den traditionelle 1-årige periode at operere med en lidt længere investeringshorisont, eksempelvis 5 år, samt
- at der i stedet for det sædvanlige nominelle afkast fokuseres på realafkastet, hvor der er korrigeret for inflationens udhuling af investeringernes købekraft.

Den valgte historiske periode er afgrænset til 1915-1993, fordi det ikke har været muligt at fremskaffe totalindeks for det danske aktiemarked længere tilbage end til begyndelsen af denne periode.

#### *Datagrundlag og metode*

Undersøgelsen er baseret på grunddata fra Danmarks Statistik for hele perioden 1915 til 1993. De data, som Danmarks Statistik har kunnet levere, omfatter tidsserier for forbrugerprisindekset, aktieindekset og den lange