

opfattelse af, at aktier måske nok giver et højere afkast end obligationer set over en lang periode, men til gengæld er aktieinvesteringerne forbundet med en større risiko forstået som større udsving i afkastene.

Udviklingen i realafkast 1915-1993

For at få et bedre indtryk af udviklingen i det reale afkast, dvs. afkastet målt i form af købekraft, er tallene derfor beregnet og angivet i tabel 2 for aktier og obligationer samt tre modelporteføljer bestående af forskellige miks af aktier og obligationer. Der er tale om gennemsnitstal for hele perioden 1915-1993.

Tabellen er suppleret med mål for risikoen på 1-års realafkastene i perioden, beregnet som den statistiske spredning i observationerne.

Det kan atter konstateres, at realafkastet af aktier har været væsentligt højere end realafkastet af obligationer. Samtidig ses det, at den statistiske spredning på 1-års realafkastene er mærkbart større for aktier end for obligationer.

For at illustrere effekten af at sammensætte en portefølje af både aktier og obligationer, er de samme beregninger foretaget for porteføljer med henholdsvis 25 pct. aktier, 40 pct. aktier og 50 pct. aktier. Som det fremgår, er afkastene af sådanne porteføljer beliggende i intervallet mellem obligationsafkastet på 2,9 pct. og aktieafkastet på 4,8 pct.

Man bemærker, at risikoen ikke stiger proportionalt med aktieandelen. Risikoen vokser kun ganske svagt i begyndelsen, når aktieandelen øges. Der er således en tendens til, at en blandet portefølje af aktier og obligationer giver en relativt mindre risiko i forhold til af-

kastet end en portefølje udelukkende bestående af obligationer. Dette er forsøgt illustreret i figur 1, hvor det tydeligt fremgår, at så længe aktieandelen ligger under 50 pct., stiger risikoen ved en forhøjelse af aktieandelen kun svagt. Selv med en 1-årig investeringshorisont ville man således ud fra en risikobetragtning tilsyneladende sagtens kunne forsvare at gå op til 50 pct. i aktieandel, hvis alternativet var 30-årigt fastforrentede obligationer.

Realafkastet over en 5-årig investeringshorisont

Set med en pensionskasses øjne er det næppe interessant at belyse risikoen ud fra en 1-årig investeringshorisont, da pensionsopsparing i sagens natur har en betydelig mere langsigtet karakter. Det vil derfor være mere relevant at vurdere risikoen ud fra eksempelvis en 5-årig horisont, og der kan udmærket argumenteres for en endnu længere investeringshorisont.

Perioden 1915-1993 er opdelt i 5-års perioder (nitten 5-års perioder og én 4-års periode som angivet i tabel 1), og for hver delperiode er det gennemsnitlige årlige realafkast beregnet for rene aktie- og obligationsinvesteringer samt for 3 blandede porteføljer med aktieandele på henholdsvis 25 pct., 40 pct. og 50 pct. På basis heraf er risikoen på de forskellige investeringers 5-års realafkast beregnet som den statistiske spredning på de 20 observationer.

Af tabel 3 fremgår det yderst bemærkelsesværdige resultat, at renset for inflationen bliver risikoen på aktier en smule mindre end risikoen på obligationer, hvor der opereres med en 5-årig investeringshorisont i perioden 1915-1993.

Tabel 3. Realafkast i perioden 1915-1993 samt spredning på 5-års observationerne

1915-1993	Realafkast (pct. p.a.)	Spredning på 5-års realafkastene (pct. p.a.)
Obligationer	2,9	7,2
25 pct. aktier 75 pct. obligationer	3,6	6,3
40 pct. aktier 60 pct. obligationer	3,9	5,9
50 pct. aktier 50 pct. obligationer	4,1	5,8
Aktier	4,8	6,2