

■ ■ ■ ■ Markedene svinger mer i takt nå, på grunn av globalisering, og ekstra mye i krisetider. Risikospredningsgevinstene blir borte når vi trenger dem som mest.

Ingen gratis lunsj mer?



KREDITT-
KOMMENTAR
KJERSTIAAS

■ Fra begynnelsen av 1990-tallet har hastigheten på global økonomisk og finanssiell integrering akselerert kraftig. Nasjonale firmaer er blitt mer internasjonale, det er blitt lettere å handle i utlandet, og man har fått internasjonale standarder for regnskap og risikostyring. Disse, og mange andre effekter, har ført til at verdens aksjemarkeder beveger seg stadig mer i takt. Hva betyr dette for porteføljeforvaltning og risikostyring?

Investering i aksjer medfører alltid en risiko. Risikospredning – diversifisering – handler om å forsøke å redusere risikoen i en aksjeportefølje ved ikke å legge alle eggene i en kurv. Risikospredning kan skje på tvers av enkeltaksjer, bransjer eller land. Internasjonal risikospredning innebærer at en forvalter ikke kun investerer i verdipapirer utstedt i hjemlandet, men at han også har utenlandske verdipapirer i porteføljen sin. Teori utviklet av nobelprisvinner Harry M. Markowitz viser at man faktisk samtidig kan oppnå både en lavere risiko og en høyere avkastning hvis man investerer i verdipapirer fra flere enn ett enkelt marked. Her er det altså muligheter for en gratis lunsj.

Internasjonal risikospredning gir imidlertid ingen gevinst hvis de ulike aksjemarkedene i verden beveger seg helt i takt. Hvorvidt markedene samvarierer, måles med et korrelasjonskoeffisient, som er et tall mellom -1 og 1. En positiv korrelasjonskoeffisient mellom to markeder betyr at høy avkastning i det ene markedet kommer samtidig med høy avkastning i det andre, og motsatt. Jo lavere korrelasjonskoeffisient mellom markedene, jo større gevinster i form av redusert porteføljefrisiko vil det være mulig å oppnå.

Det mange ikke er klar over, eller ihvertfall ikke tar hensyn til, er at korrelasjonen mellom markedene er en størrelse som varierer over tid. Det er for eksempel mange forskningsresultater som indikerer at korrelasjonskoeffisienten øker under finansielle kriser.

Risikospredningsgevinstene



■ Oslo Børs og verdens øvrige aksjemarkeder beveger seg stadig mer i takt. Det gjør det vanskelige for investorene å spre risikoen.

Foto: Gunnar Bløndal

forvinner med andre ord når man trenger den som mest.

I tillegg til slike kortsiktige endringer, har man også sett en langsiktig trend mot økt samvarians mellom verdens aksjemarkeder. Figuren viser utviklingen av korrelasjonen mellom den norske foralindeksen og MSCI-verdensindeksen i perioden 1984 til i dag. Vi kan se at det var høy korrelasjon mellom de to indeksene rundt krakket i 1987, men deretter falt korrelasjonen, og var så lav som 50 prosent på slutten av 90-tallet.

Fra begynnelsen av 90-tallet har det vært en jevn stigning i korrelasjonen mellom norske og internasjonale aksjer, og den ser nå ut til å ha stabilisert seg på verdier over 80 prosent.

Risikoen i en portefølje avhenger av svingningene – volatiliteten – i de enkelte aktivklasser i porteføljen, samt av samvariansen dem imellom. Anta at vi har en portefølje satt sammen av norske og internasjonale aksjer, og at volatiliteten til aktivklassene holdes fast (selv om det er ting som tyder

på at disse også har økt det siste tiåret). Da er volatiliteten til porteføljen en lineær funksjon av korrelasjonskoeffisienten.

En portefølje satt sammen av norske og internasjonale aksjer er altså blitt mer volatil – mer risikabel – nå enn den var på begynnelsen av 90-tallet.

En god forvaltningsstrategi vil være kjennetegnet ved at man sprer risikoen ikke bare på flere markeder, men også på flere typer aktivklasser. Både Statens pensjonsfond – utland og norske livsforsikringselskaper har for eksempel en stor andel obligasjoner i porteføljen i tillegg til aksjer. Det kan derfor være interessant å se litt på samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner også.

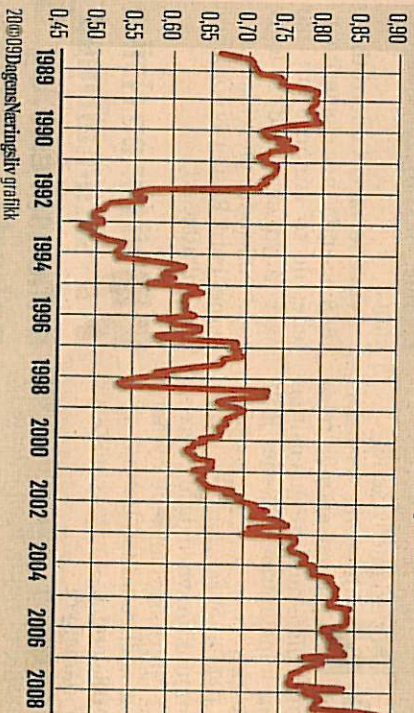
Heller ikke denne korrelasjonen er i nærheten av å være konstant, men mønsteret i variasjonen er litt annerledes. På 80- og 90-tallet beveget disse to aktivklassene seg mye i samme retning, og korrelasjonen lå på rundt 50 prosent.

I de senere årene har imidlertid korrelasjonen blitt mye lavere, den har faktisk til og med vært negativ! For tiden er altså diversifiseringsgevinsten mellom aksjer og obligasjoner forholdsviss høy, men kan man stole på at det vil fortsette å være slik?

Det er en del forskning som indikerer at korrelasjonen

Svinger mer og mer i takt

Utviklingen av korrelasjon mellom hovedindeksen Oslo Børs (OSEBX) og verdensindeksen (MSCI WORLD) på månedlig oppløsning i perioden 1983-2008. Et punkt på kurven angir korrelasjonen i 48-månedersperioden som starter i dette punktet.



mellom de to aktivklassene i alle fall til en viss grad styres av inflasjon. Høy inflasjon

tenderer til å være negativt både for aksjer og obligasjoner. Vi vil derfor som regel ha høy korrelasjon når vi har høy inflasjon. I perioder med lav inflasjon preges korrelasjonen mer av forventninger til økonomisk vekst. Vekst vil som regel være en fordel for aksjer, men en utempe for obligasjoner, på grunn av stigende renter. Vi vil derfor få en negativ korrelasjon hvis vi ventler vekst og en korre-

lasjon rundt 0 i det motsatte tilfellet.

Hvis forskningsresultatene stemmer, kan vi altså være trygge på at risikospredningsgevinsten mellom aksjer og obligasjoner holder seg forholdsviss høy så lenge vi er i et lavinflasjonsregime.

Hvis vi igjen får stigende inflasjon, kan risikospredningen raskt avta.

Lærdommen av dette er at risikospredningsgevinstene svinger over tid. Samvareians må derfor ikke betraktes som statistisk, men bør stadig revideres. Hvis ikke, kan vi få overraskelser i form av kraftige verdifall som oppstår fordi aktivene i porteføljen svinger mer i takt enn man trodde!

Kjersti Aas er assisterende forskningsdirektør på Norsk Regnesentral.

KREDITTKOMMENTAR



GUTTORM
EGGE



MARIA
GRANLUND



HALVOR
HODDEVIK



HERLEIF
HÅVIK



PÅL
RINGHOLM



OLE EINAR
STOKSTAD