

11 bedre?

■ ■ ■ Riksrevisjonen bedriver kontroll og politisk synsing uten klare politiske hjemler, skriver jurist og filosof **Morten Kinander**.

■ **FÅR KRITIKK.** Riksrevisjonen, med riksrevisor **Jørgen Kosmo** i spissen. Foto: Gunnar Lier

Nav, vet vi rett og slett ikke om dette er for mye eller for lite, hvis spørsmålet er om det er godt nok ut fra de midlene de har. Det er høyt, men kanskje er det et politisk problem, ikke et forvaltningsproblem.

Det har aldri hendt at Riksrevisjonen har rettet kritikk mot sin oppdragsgiver, Stortinget, for ikke å følge opp sine fagre visjoner med tilstrekkelige budsjetter. Det bidrar til å fordreie debatten.

Når Riksrevisjonen påpeker at effektiviteten i Forsvaret har gått ned under reformarbeidet, til tross for at forsvarssjefen og statsråden forsikret om at så ikke skulle skje, er dette å ta den politiske debatten og flytte den inn i et ansvarsløst offentlig

byråkrati. Det er politikere som skal holde politikere og byråkrater ansvarlige for løftebrudd – ikke revisorer.

Eksemplene kunne vært flere, og alle hadde hatt til felles at de er eksempler på at Riksrevisjonen har utviklet seg til en offentlig dommer, uten ansvar, over den politikken som forvaltningen utøver på vegne av regjeringen.

Dette er et tyveri av den offentlige debatten. Politikere kan lene seg på revisjonens resultater når de heller burde gjort sine egne undersøkelser og formet sine egne meninger.

■ *Morten Kinander, jurist og filosof i Civita og førsteamanuensis i jus, BI*

kvotene i EU vil ligge fast i all fremtid.

Noen ganger gir mantraet «Think globally, act locally» helt galt resultat. Det er grunn til å spørre Nikolai Astrup hvorfor vi da skal bruke penger på dette.

■ *Øistein Lydersen, siviløkonom, Oslo*



DN 8. november.

■ ■ ■ Obligasjonsmarkedet tilbyr tilsynelatende like høy avkastning som aksjer for tiden. Kan det stemme?

Gratis penger



KREDITT HALVOR HODDEVIK

Etter et drøyt års vikariat i finansspalten er jeg tilbake i kredittfolden. En ting har jeg lært: Overordnede resonnementer rundt aktivaallokering og aksjeandeler er mye mer effektivt offentlig fluepapir enn hvilken rentemargin et tiårs obligasjonslån utstedt av Trønder-Energi as skal ha.

Renter er imidlertid navet som verdens kapitalmarkeder roterer omkring, og kreditt- og risikoutsatte obligasjonsinvesteringer er den raskest voksende aktivaklassen blant norske investorer. Denne spalten er viktig.

I årets tre første måneder ble det utstedt 57 milliarder kroner i ikke-finansielle norske obligasjonslån, 50 prosent mer enn ifjor. Bankene er i ferd med å underlegges nye kapitaldekningskrav og vil helst ikke låne ut annet enn boliglån. De henviser gjerne låntagerne til obligasjonsmarkedet.

Men hva er det egentlig man kjøper som obligasjonsinvestor?

I prinsippet skal investor minst kompenseres for forventet tap på obligasjonen. Forventet tap er lik sannsynlighet for konkurs multiplisert med det tap som oppstår ved konkurs.

En prosent av alle dobbel-B-ratede europeiske låntagere har gått konkurs hvert år de siste 25 årene (i gjennomsnitt, over femårsperioder). Långiver har tapt 70 prosent av lånet. Dermed kan investoren vente å gå i null sammenlignet med risikofri rente hvis premien er en rentemargin på 0,7 prosentpoeng.

Men rentemarginen er for tiden på fire-fem prosentpoeng per år for dobbel-B-obligasjoner.

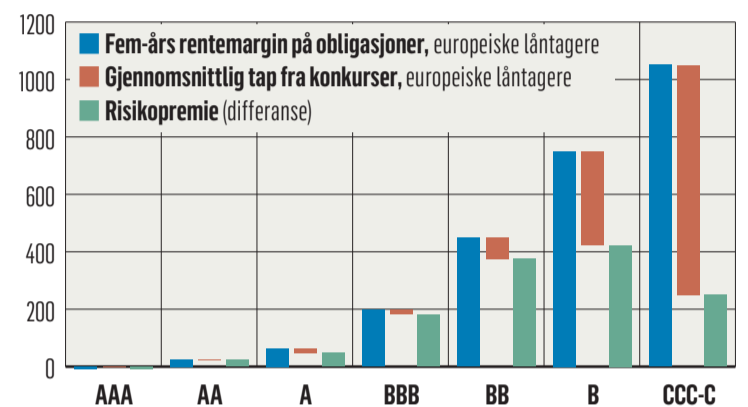
Forutsatt at vi ikke får et finansielt ragnarok de neste fem årene høster vi en risikopremie over fem år tilsvarende den du kan håpe å få fra aksjer over veldig mange år.

Hvorfor? Nettopp det er temaet for en

Får godt betalt for risiko

Risikopremien for obligasjoner etter rating.

Basispunkter (100-dels prosent)



20©12 Dagens Næringsliv/Infografikk/Kilde: Halvor Hoddevik/Rann as, basert på tall fra Moody's, JPMorgan og Barclays

artikkel av Jørgen K. Sæbø i Folketrygdfondet, publisert i Praktisk Økonomi og Finans ifjor. Han har analysert 18.000 kredittobligasjonshandler i systemet til Oslo Børs i årene 2008 og 2009.

Sæbøs hovedkonklusjon er: I underkant av en fjerdedel av norske rentemarginer er i snitt kompensasjon for forventet tap (hvilket er i tråd med mine resultater, se grafen).

Utover dette er utsteders størrelse og obligasjonsmarke-

Har du tid til å vente til obligasjonen tilbakebetales, synes dagens obligasjonsmarked å tilby svært gode vilkår

dets likviditet de tydeligste risikofaktorene. Som jeg har skrevet i herværende spalte, kan mye av variasjonen i norske kraftselskapers rentemarginer forklares ved likviditetsfaktorer. Det støttes av Sæbøs resultater.

Det som gjør artikkelen spennende, er at den ser spesifikt på norske obligasjoner, og at den baserer evalueringen på et fremadskuende norsk mål på forventet tap. Ikke et tilbakebetales blikk på hva europeiske konkurser har vært, slik jeg gjorde ovenfor.

Det fremadskuende målet på forventet tap er basert på en finanstetoretisk modell der markedsværdien av selskapets eiendeler minus gjelden er et uttrykk for om konkurs inntreffer eller ikke. Sannsynligheten for konkurs kan dermed utledes fra aksjekursen og dens svingninger.

Sæbøs resultater hviler derfor på realismen i denne modellen, samt de parametre som inngår i den. Det er kanskje her den største metodiske kritikken mot artikkelen kan reises, nemlig at den forsøker å måle noe – rentemarginer – som selv henger sammen med målemetodens forutsetninger – aksjekurs og variabilitet – en slags sirkulær referanse. Sæbø kunne nok også med fordel skilt mellom låntagere ut fra deres kredittverdighet.

Videre er konsentrasjonsrisiko ikke drøftet i artikkelen. Det faktum at en obligasjonsinvestor ikke kan spre investeringen over uendelig mange uavhengige låntagere fordrer muligens en risikopremie, spesielt i et lite marked som det norske.

Likevel er dette en meget spennende artikkel. Sæbø skal ha honnør for å ha bidratt til en empirisk basert forklaring av det som noen ganger fremstilles som gratis penger for obligasjonsinvestorer.

Som obligasjonsinvestor utsetter du deg for verdisingninger for obligasjonen frem til den tilbakebetales. Likviditet, altså muligheten til å selge obligasjonen når du vil, betyr mye for hvilken rentemargin obligasjonsmarkedet tilbyr.

Har du imidlertid tid til å vente til obligasjonen har forfalt, er det kun faren for at låntager ikke gjør opp for seg som betyr noe. Isåfall synes dagens obligasjonsmarked å tilby svært gode vilkår for investor.

Obligasjonsmarkedet koker, leser vi i avisen. Det er kanskje ikke så rart.

■ *Halvor Hoddevik, rådgiver og forvalter, Rann as*