



■ TRUET. Dyrelivet i Arktis vil være i faresonen hvis den globale oppvarmingen fortsetter. Foto: Håkon Mosvold Larsen, NTB Scanpix

# r utstyrt for

Vi er på vei inn i en uforutsigbar fremtid, hvor grunnleggende livsvilkår, som matsikkerhet og vanntilgang, settes under vanvittig press. Ekstremvær, tørke og flom rammer allerede mennesker over hele kloden, men spesielt fattige i sør.

Vi vet også at ismeltingen allerede skaper store belastninger for Arktis. For eksempel lever arter som isbjørn, ismåke og grønlandshval en utrygg tilværelse.

**”Gazprom har utstyrt plattformen med 15 bøtter, 15 spader og ei slegge til bruk ved eventuelle oljeutslipp**

For noen tiår siden var det fremtidsrettet å hente opp fossile ressurser. I dag vet vi at det ikke er til det beste for kloden eller fremtidige generasjoner om vi fortsetter i samme spor.

Det internasjonale energibyrået (IEA) har slått fast at minst to tredjedeler av verdens fossile ressurser må bli liggende i bakken hvis vi skal ha en sjanse til å begrense den gjennomsnittlige globale temperaturøkningen til to grader. I praksis er vi på vei mot fire til seks graders global oppvarming. Dette innebærer katastrofale åtte til ti graders oppvarming i Arktis.

Mot et slikt bakteppe blir det absurd å presse på for å utvinne mer olje og gass fra feltene i nord. Norge må vise vei og moderere ambisjonene. Er det noe sted vi bør la fossile ressurser bli liggende, må det være i Arktis.

Heldigvis har vi mennesker en fantastisk evne til nyskaping og endring. De samme egenskapene som satte oss i stand til å utvinne olje og gass gjennom ytterst kompliserte operasjoner, kan gjøre oss i stand til å sikre en trygg og bærekraftig fremtid for både mennesker og natur.

■ Nina Jensen, generalsekretær i WWF-Norge

Investorene kan med fordel holde seg i rentemarkedet litt til før de hopper over til aksjemarkedet.

## Verdt å vente i renter



KREDITT  
HALVOR  
HODDEVIK

Aksjefolk observerer boomen i obligasjonsmarkedet med misnøye og venter utålmodig på når pengestrømmen igjen skal vende seg i deres retning. Obligasjonsinvestorer bør imidlertid fortsatt holde på obligasjonene sine.

Men hvis rentemarginene faller enda et prosentpoeng, er det på tide å begynne å vurdere aksjer igjen.

La oss se på det som er mitt favorittsegment i obligasjonsmarkedet: dobbel-B-ratede obligasjoner. Her betales i gjennomsnitt høyest rentemargin i forhold til hvor ofte låntager går konkurs. Avkastningen har det siste året vært formidabel, og rentemarginen på slike lån har gått fra over seks prosentpoeng over pengemarkedsrenter til nå mellom tre og fire prosentpoeng.

For å dempe effekten av enkelteksponeringer og sitte igjen med primært markedsrisiko, må investoren i dette segmentet ha en portefølje med minst 15 obligasjoner. Og da helst ikke 15 olje- og offshoreobligasjoner. Det viste jeg i mitt forrige bidrag i denne spalten. For å gjøre denne beregningen, har jeg forsøkt å gjøre en realistisk simulering av obligasjonenes verdi fremover i tid. Jeg tar hensyn til:

■ Muligheten for at obligasjonenes rating forandrer seg over tid (ratingmigrasjon).

■ At rentemarginen innenfor hver ratingkategori er usikker (marginrisiko).

■ At obligasjonenes kredittverdighet henger litt – men ikke helt – sammen (kredittkorrelasjon).

Dette gjør meg i stand til å estimere utfallsrommet for avkastningen på en obligasjonsportefølje etablert under dagens markedsforhold.

En dobbel-B-obligasjon med forfall om fem år vil i dag love deg en margin over pengemarkedsrenter (Nibor) på omtrent tre og et halvt prosentpoeng. I gjennomsnitt misligholdes imidlertid én av hundre slike obligasjoner i løpet av ett år. Når konkurs inntreffer, taper långiver i gjennomsnitt nesten 70 prosent av lånet. Det trekkes forventet avkastning ned til 2,8 prosentpoeng over Nibor.

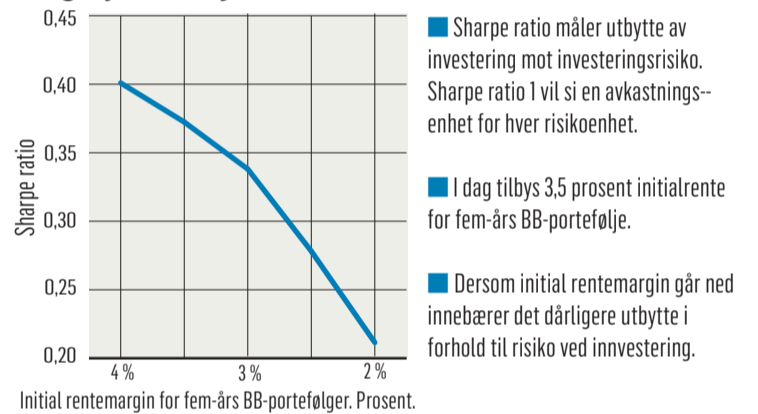
Da har vi imidlertid glemt at i

### Dårligere risikobelønning

Rentemargin på europeiske BB-obligasjoner. Prosentpoeng



Belønning for risiko som funksjon av hvilke rentemarginer obligasjoner tilbyr.



endel tilfeller nedgraderes obligasjonene til trippel C og singel-B, som innebærer vesentlige verdifall – større verdifall enn oppgraderinger til trippel-B og singel-A gir i verdistigning. Og nedgraderinger skjer dessuten oftere enn oppgraderinger. Dette trekker risikopremien ytterligere ned, til omtrent 2,2 prosentpoeng netto over Nibor, etter tap og gevinster knyttet til konkurser og ratingbevegelser. Usikkerheten rundt denne forventningen anslås til omtrent seks prosentpoeng.

Vi kan nå beregne hvilken risikostjustert forventet avkastning dette gir ved å se på forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet, obligasjonenes såkalte Sharpe ratio. 2,2 prosentpoeng forventet avkastning omgitt av en usikkerhet på seks prosentpoeng, gir 0,37 prosentpoeng avkastning per prosentpoeng avkastningsusikkerhet. Hvordan ser det ut sammenlignet med aksjer?

Det er en evig diskusjon hva risikopremien i aksjer er. Jeg legger i utgangspunktet til grunn omtrent fire prosentpoeng risikopremie i aksjer. Med normalvariasjon i aksjer på i størrelsesorden tjue prosentpoeng per år blir aksjers Sharpe ratio 0,2. Vesentlig dårligere enn våre dobbel-B-obligasjoner.

Jeg vet at noen av leserne er mer optimistiske på aksjers vegne enn dette – men selv om

vi legger til grunn forventet risikopremie fem og normalvariasjon femten prosentpoeng per år, er Sharpe ratio på aksjer fortsatt bare 0,33.

Med andre ord gir en dobbel-B-portefølje bedre risikostjustert avkastning enn aksjer, også med et utgangspunkt på dagens margin-nivåer rundt 3,5 prosentpoeng.

I dag får vi altså omtrent tre og et halvt prosentpoeng rentemargin ved etablering av porteføljen. Så blir spørsmålet, når er prisene i obligasjonsmarkedet slik at man heller bør foretrekke aksjer?

Vi gjør samme øvelse som over, men for varierende rentemargin ved porteføljeetablering (se diagram). Om obligasjonene bare hadde tilbudt tre prosentpoeng rentemargin, ville Sharpe ratio vært 0,33, mens ved to prosentpoeng rentemargin blir forholdstallet 0,20.

Avhengig av hvilket syn man har på aksjer, er det på tide å begynne å tenke seg om ved rentemarginer på rundt tre prosentpoeng, og ved to og et halvt prosentpoeng er det på tide å begynne å trekke i snora. Da er kompensasjonen for risikotagning bedre i aksjemarkedet enn i obligasjonsmarkedet. Men ikke før. Det er fortsatt et godt stykke dit.

■ Halvor Hoddevik, rådgiver og forvalter i Rann as