



■ **DYRE DRÅPER.** Togradersmålet vil føre til lavere forbruk av fossil energi. Å hente opp oljen i arktiske strøk kan bli for dyrt, mener Jens Ulltveit-Moe. Foto: Colourbox

trengte mindre fossil energi enn en verden som fortsetter videre som før. For oljesektoren betyr dette at prosjekter som ikke tåler en oljepris på under 100 dollar står i fare for å bli ulønnsomme. Alt over 95 dollar er høyrisiko, mener Carbon Tracker Initiative, mens prosjekter ned mot 75 dollar kan være i faresonen.

■ Barentshavet er en av olje-regionene som pekes ut som høyrisiko, sammen med for eksempel kanadisk tjæresand.

■ Statoil er uten sidestykke det selskapet som har størst eksponering mot arktisk olje, uttrykt gjennom engasjement både i Norge og i Canada.

En av anbefalingene fra Carbon Tracker Initiative er at investorer går i dialog med oljeselskapene for å unngå at store volum kapital låses fast i prosjekter som kan bli ulønnsomme. Hva betyr en slik anbefaling for den norske staten?

Staten er stor oljeinvestor, direkte gjennom eierskapet i Statoil, gjennom Petoro, og som «sleeping partner» i alle oljeprosjekter på norsk sokkel gjennom oljeskattesystemet. Frem til nå har norsk oljepolitikk i overveiende grad vært til samfunnets gunst. Risikobildet er imidlertid i ferd med å endres ganske fundamentalt. Videreføringen av den norske oljealderen er knyttet til utviklingen i nord og da spesielt Barentshavet.

Staten bestemmer også hvor

■ **Alle investorer, både private og statlige, må ta inn over seg risikoen som forsterket klimapolitikk representerer**



■ **IKKE ROM FOR DYR OLJE-UTVINNING MED TOGRADERSMÅLET.** Investor Jens Ulltveit-Moe.

det skal letes etter olje og gass. Selskapene tar naturligvis sine investeringsbeslutninger på eget ansvar, men rammene staten gir har stor innflytelse.

En rekke problemstillinger må drøftes åpent:

■ Gir det mening å stimulere til leting og utvinning av olje som ligger høyt på kostnadskurven, la oss si over 80–90 dollar? Mye av ressursene som kan tenkes å finne i Barentshavet vil kreve en slik pris.

■ Gir det mening å videreføre et skattesystem som gjør at staten tar nesten hele risikoen ved leting og utvinning, eller trengs det en reform som betyr at private investorer må bære mer av risikoen selv?

■ Bør staten – som Statoils største eier – ta initiativ til at selskapet avstår fra prosjekter som ligger i sonen hvor forsterket klimapolitikk vil kunne fjerne lønnsomheten?

Alle investorer, både private og statlige, må ta inn over seg risikoen som forsterket klimapolitikk representerer. Carbon Tracker Initiative er ikke alene om å peke på at energiomstilling og klimapolitikk vil lede til lavere forbruk av fossil energi. Også FN's klimapanel viser i sin siste rapport til at investeringsvolumene i kull, olje og gass vil måtte falle fremover – hvis togradersmålet skal kunne nås.

■ **Jens Ulltveit-Moe, gründer og investor**

■ ■ ■ Trelast, fisk og jern må ha dominert norske kapitalisters porteføljer i 1814, og 200 år senere er Norge fortsatt en råvarenasjon. Olje og gass gir pengeplasseringene en slagside som det er krevende å rette opp.

## Risikabel risikospredning



FINANS  
HALVOR  
HODDEVIK

«Med ropet 'Ingen Bank, ingen Bank!' beslutter riksforsamlingen å utsette opprettelsen av en norsk nasjonalbank inntil et ordinært storting er valgt. Beslutningen vil komme til å ramme næringslivet i landet og viser hvor uvitende representantene er i finansielle spørsmål, kommenterer prins Christian Frederik i sin dagbok.»

Kilde: 14. mai 1814, Eidsvoll

I 1814 har Norge knappe 900.000 innbyggere, hvorav ti prosent i byene (ti tusen i Christiania). Vi har hverken egen bank eller valuta.

Særlig fra 1780 gjennomgår landets tynnsprede næringsliv imidlertid en rivende utvikling. Da som nå er vi en råvarenasjon. Trelast, fisk, jern, kobber og sølv er viktige eksportvarer. Befraktingen blir i stadig større grad foretatt av norske redere. Den norske flåten tredobles. Handelen frigjøres, skatteletter innføres – mindre regulering.

De sosioøkonomiske barrierene bevares imidlertid: For å eie sager og handle trelast må en ha bevilling fra myndighetene, laugstvangen videreføres. Markedene blir mer frigjorte utover i 1790-årene, en frihet som i stor grad gir de rike og etablerte anledning til å utnytte de fattige. Den nyvunne rikdommen samles på færre hender – nessekonger, trelastmagnater og redere. Viktige handelshus skapes.

I 1807 fører britenes flåteran i København til at Danmark-Norge dras inn i krigen på Napoleons side, med England og Sverige som hovedfiender. Etter dette underlegges vi den ved Terje Vigen legemliggjorte omfattende britiske handelsblokkade som fører til hungersnød og finanskriser.

Den viktigste inntektskilde for landet, plankeadelens englandseksport, bortfaller. Redernes skip ligger i opplag. Fisk blir ikke solgt til utlandet. I tillegg kommer uår i 1807 og spesielt i 1812, da kornet fryser i store deler av landet. Det er hungersnød – fra 1807 til 1814

synker det norske folketallet. Det er desperate tilstander blant «vanlige folk» i store deler av landet ved inngangen til 1813. Med handelsblokkaden kommer underskudd og gjeldsoppbygging i næringslivet. Krigen fører også til at Kong Frederik 6. – som til da hadde forstått stabilitetens verdi og vært disiplinert med den ikke-konverterbare pengemengden – lar seddelpressen løpe fritt. Det blir devaluering flere ganger og tilliten til pengene forsvinner.

I en situasjon uten banker blir penger derfor i stadig større grad erstattet med bilateral kreditt, noe kun de gode låntagerne får nytte godt av. Veksler er et sentralt instrument. En veksler kan ses som en form for nullkupongobligasjon. Skyldneren (trassaten) lover å betale et bestemt beløp til innehaveren av vekselen innen en frist.

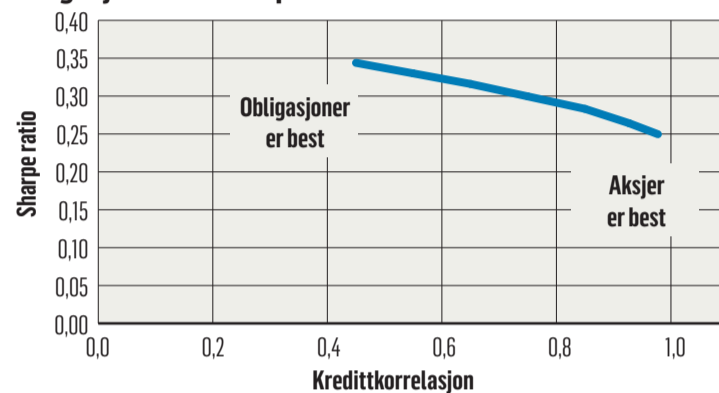
Slike veksler kan innløses mot en «diskonto» i banker eller selges ved overdragelse til andre (endossement) til den verdi annenhåndsmarkedet tilbyr. En norsk kapitalist i 1814, kanskje en handelshusherre, må ha hatt betydelig eksponering mot trelastvirksomhet, fisk og jernverk. Vi kan forestille oss ham med en stor bunke veksler. Han har god finansiell selvtilit fordi alle hans fordringer er mot mange forskjellige låntagere. Men har han spredt risikoen høvelig? Er han ikke egentlig bransjemessig og geografisk sterkt avhengig av noen få faktorer?

Hans låntagere er sårbare for de samme usikkerhetsfaktorene. Svikter én, svikter flere. På fagspråk heter det «høy kredittkorrelasjon».

Jeg har tidligere vist at med 10–15 forholdsvis uavhengige låntagere er risikoen godt spredt i en portefølje av låntagere med middels kredittverdighet (dobbel-B-ratede

### Sharpe ratio

Forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet, obligasjonenes «sharpe ratio»



20©14DagensNæringsliv grafikk/Kilde: Rann Rådgivning

obligasjoner). Det forutsetter imidlertid god kreditttriskospredning.

Diagrammet viser forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet (obligasjonenes «sharpe ratio», i en portefølje av 20 obligasjoner, med dagens obligasjonsprising). Dette forholdet uttrykker hva slags kompensasjon långiver får ved å ta kreditttrisiko. Diagrammet viser at kompensasjonen faller jo mer sårbare låntagerne er for de samme usikkerhetsfaktorene. Aksjemarkedet tilbyr forholdstall i området 0,2 til 0,3.

Diagrammet viser forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet (obligasjonenes «sharpe ratio», i en portefølje av 20 obligasjoner, med dagens obligasjonsprising). Dette forholdet uttrykker hva slags kompensasjon långiver får ved å ta kreditttrisiko. Diagrammet viser at kompensasjonen faller jo mer sårbare låntagerne er for de samme usikkerhetsfaktorene. Aksjemarkedet tilbyr forholdstall i området 0,2 til 0,3.

Diagrammet viser forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet (obligasjonenes «sharpe ratio», i en portefølje av 20 obligasjoner, med dagens obligasjonsprising). Dette forholdet uttrykker hva slags kompensasjon långiver får ved å ta kreditttrisiko. Diagrammet viser at kompensasjonen faller jo mer sårbare låntagerne er for de samme usikkerhetsfaktorene. Aksjemarkedet tilbyr forholdstall i området 0,2 til 0,3.

Diagrammet viser forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet (obligasjonenes «sharpe ratio», i en portefølje av 20 obligasjoner, med dagens obligasjonsprising). Dette forholdet uttrykker hva slags kompensasjon långiver får ved å ta kreditttrisiko. Diagrammet viser at kompensasjonen faller jo mer sårbare låntagerne er for de samme usikkerhetsfaktorene. Aksjemarkedet tilbyr forholdstall i området 0,2 til 0,3.

Diagrammet viser forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet (obligasjonenes «sharpe ratio», i en portefølje av 20 obligasjoner, med dagens obligasjonsprising). Dette forholdet uttrykker hva slags kompensasjon långiver får ved å ta kreditttrisiko. Diagrammet viser at kompensasjonen faller jo mer sårbare låntagerne er for de samme usikkerhetsfaktorene. Aksjemarkedet tilbyr forholdstall i området 0,2 til 0,3.

Diagrammet viser forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet (obligasjonenes «sharpe ratio», i en portefølje av 20 obligasjoner, med dagens obligasjonsprising). Dette forholdet uttrykker hva slags kompensasjon långiver får ved å ta kreditttrisiko. Diagrammet viser at kompensasjonen faller jo mer sårbare låntagerne er for de samme usikkerhetsfaktorene. Aksjemarkedet tilbyr forholdstall i området 0,2 til 0,3.

Diagrammet viser forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet (obligasjonenes «sharpe ratio», i en portefølje av 20 obligasjoner, med dagens obligasjonsprising). Dette forholdet uttrykker hva slags kompensasjon långiver får ved å ta kreditttrisiko. Diagrammet viser at kompensasjonen faller jo mer sårbare låntagerne er for de samme usikkerhetsfaktorene. Aksjemarkedet tilbyr forholdstall i området 0,2 til 0,3.

■ **Å spre risikoen blant dårlige låntagere som er sårbare for de samme risikofaktorene, hjelper like lite nå som for 200 år siden**

I dagens marked tilbyr låntagere med middels kredittverdighet (altså dobbel-B-ratede obligasjoner, fortsatt min favoritt) knappe tre prosentpoeng rentemargin utover interbankrenter. Det er ett prosentpoeng mindre enn for ett år siden. Da blir risikospredning desto viktigere. Forholdet mellom forventet avkastning og usikkerhet er i dag 0,35 i en portefølje av slike obligasjoner – gitt god risikospredning. I en primært olje- og offshore-dominert portefølje, som mange av de såkalte obligasjonsfondene tilbyr, er den vesentlig lavere. Kanskje så mye lavere at du bør begynne å vurdere aksjer.

Å spre risikoen blant dårlige låntagere som er sårbare for de samme risikofaktorene, hjelper like lite nå som for 200 år siden.

■ **Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning**