

Gjestekommentar – finans	 Finn Øystein Bergh	 Halvor Hoddevik	 Jon Mjølhus	 Alexandra Morris	 Espen Sirnes	 Trym Riksen
-----------------------------	--	---	--	--	--	---

Børsoppturens bivirkning

Høyere børsverdier kommer med en kjedelig bivirkning: lavere fremtidig avkastning.

Finans

Trym Riksen



Farmaiselskapene må opplyse pasientene om medisinenes bivirkninger. Å holde negative fakta skjult kan friste, men det går sjelden bra i lengden. Dessverre leveres det ikke pakningsvedlegg med investeringer. Likevel finnes det bivirkninger også i markedsspørsmål, selv om det ikke er så populært å snakke om dem: Fra både praksis og teori vet vi at høyere pris betyr lavere forventet avkastning. Når det er lenge siden siste børsnedtur, er det fornuftig å spørre seg hvor mye verdi man får for en



investert krone i dag. En investor som ønsker å ta risiko på børs, kan velge å plassere pengene i aksjer og i kredittobligasjoner. Forventet avkastning i aksjer kan uttrykkes som prisen du betaler i dag for å ta del i foretakenes langsiktige inntjening. Amerikanske aksjer verdsettes nå til 29 ganger foretakenes langsiktige inntjeningspotensial. Det betyr at forventet realavkastning i aksjer er rundt 3,5 prosent på lang sikt (én delt på 29). I markedet for kreditt er effektiv rente i obligasjoner med høy risiko 5,8 prosent i USA. Til sammenligning ligger ti års

statsrente på 2,2 prosent. Med andre ord er risikopremien i høyrentemarkedet 3,6 prosent. Denne risikopremien gjenspeiler meravkastningspotensialet i kredittobligasjoner utover sikre statsrenter – i fravær av dårlige nyheter som mislighold og konkurser. De 3,6 prosentene er med andre ord ikke en sikker gevinst, men en kompensasjon for å eie gjeldspapirer inn i en ukjent fremtid. I stedet for å stirre seg blind på et øyeblikksbilde i markedet er det verdifullt å holde dagens tilstand i aksjer og kreditt opp mot historikken. Vi har historikk for både høyrente og aksjer i USA

”

Etter mange år med prisoppgang i både aksjer og kreditt er dagens avkastningspotensial mer utarmet enn på lenge

de siste 40 årene. Aksjedataene kommer fra professor Robert Shiller, mens høyrentedata kommer fra professor Edward I. Altman. Ifølge Shillers data er aksjer 0,8 standardavvik dyrere enn gjennomsnittet siden 1978. Altman-dataene forteller oss at også høyrenteobligasjoner er dyrere enn de normalt har vært de siste 40 årene; risikopremien i amerikanske høyrenteobligasjoner er et halvt standardavvik lavere enn gjennomsnittet fra 1978 til i dag. Hvis vi lager en samleskår for potensiell avkastning i aksjer og høyrente basert på Shillers og Altmanns data, finner vi et urovekkende mønster, jf. figuren. Linjen i figuren gjenspeiler de langsiktige avkastningsutsiktene i en portefølje med 50 prosent aksjer og 50 prosent høyrenteobligasjoner, år

for år siden 1978. Jo høyere verdi på linjen, desto bedre er avkastningsutsiktene i kombinasjonsp porteføljen på lang sikt: I etterpåklokskapens lys er det åpenbart at det var gode langsiktige avkastningsutsikter i aksjer og kreditt på 1970- og 1980-tallet. Fra 1990-tallet av har prisene på aksjer og høyrenteobligasjoner kommet såpass mye opp at de langsiktige avkastningsutsiktene ble redusert. I nyere tid var det kun i 2002 og 2008 – i kjølvannet av resesjoner – at det kombinerte avkastningspotensialet i aksjer og kreditt kom godt over normalen igjen. Etter mange år med prisoppgang i både aksjer og kreditt er dagens avkastningspotensial mer utarmet enn på lenge. Det er bare i 1997, 1998 og 1999 at avkastningsutsiktene var dårligere enn de er i dag. Urovekkende, vil noen si. Illustrasjonen er en påminnelse om at forventet avkastning går i bølger. Etter mange år med sterk prisoppgang i risikofylte verdipapirer bør man ha et nøkternt syn på langsiktig avkastning i markedene. Med litt flaks vil veien mot bedre langsiktige avkastningsutsikt skje uten dramatikk.

Trym Riksen, leder av strategisk og taktisk allokering i Formuesforvaltning

Kundenes interesser viktigst

Storebrands næringspolitiske direktør Jan Otto Risebrobakken mener myndighetene må legge til rette for endringer i regelverket for fripoliser som kan gi grunnlag for mer langsiktig forvaltning med høyere aksjeandel og dermed høyere forventet avkastning (innlegg i DN 6. april). H/Frp-regjeringens utgangspunkt er å ivareta kundenes interesser. Forslagene som Risebrobakken skisserer, gir i utgangspunktet større handlefrihet for livsforsikringsselskapene, ved blant annet å kunne dekke negativ avkastning ved bruk av kundenes tilleggsavsetninger. En fripolise er en ferdig betalt kontrakt som gir en garantert ytelse og muligheter for ytterligere pensjon dersom avkastnin-

gen blir høyere enn rentegarantien. Kostnaden ved at avkastningen er lavere enn garantert rente, dekkes av livselskapet, mens eventuell meravkastning deles mellom kunden og selskapet. Dersom markedsrenten er høy sammenlignet med rentegarantien, er det rom for mer risiko i forvaltningen. I motsatt fall vil vi forvente å se lavere aksjeandeler. Det grunnleggende problemet er at livselskapene har lovet en avkastning som er langt høyere enn det som er mulig å oppnå ved sikre investeringer. Når de så i tillegg har undervurdert økningen i levealder, blir fripolisene dårlig butikk. For å dekke opp sine manglende avsetninger for økende levealder har selskapene fått lov

Finansdepartementets unnlatesessynd



DN 6. april

til å benytte overskudd som ellers skulle tilfalt kundene. Det har vært den viktigste grunnen

til at mange kunder i liten grad har fått oppregulert sine pensjoner, men det var likevel nødvendig for å trygge de garanterte ytelsene. H/Frp-regjeringen har åpnet for at kunder som ønsker og evner å ta på seg mer risiko, kan bytte den garanterte ytelsen mot potensielt høyere avkastning gjennom fripoliser med investeringsvalg. Vi har nå solide livselskaper som er godt rustet til å dekke de ytelsene de har lovet. For kundene blir avveiningen mellom risiko og avkastning likevel ikke borte. Dersom forventet pensjon skal øke og sparingen være uendret, er det nødvendig å ta mer risiko. Det er et valg hver kunde må ta, blant annet gjennom å vurdere fri-

poliser med investeringsvalg. Kundene må likevel tenke seg godt om før de velger å gi opp den høye garanterte avkastningen som ligger i dagens fripoliser. I dagens rentemarked er dette en verdifull kontrakt for kunden. En kombinasjon av høy aksjeandel og garanterte ytelser gjennom fripoliser er ikke realistisk med et lavt rentenivå. Det forhindrer likevel ikke at vi kan vurdere fornuftige regelendringer som kan komme kundene til gode.

Tore Vamraak (H), statssekretær i Finansdepartementet

Se også side 16