



■ ■ ■ Solen skinner både på aksje- og obligasjonsinvestorer og har gjort det lenge. Vi får håpe den ikke er kunstig.

Billige penger og dårlig vær



**FINANS
HALVOR
HODDEVIK**

I følge folkemeteorologien betyr en pinse med godt vær en sommer med dårlig vær. Med den strålende perioden vi har lagt bak oss sitter særlig vi som skal på sjøen i sommer med en litt dårlig magesfølelse om kommende tøvær, men håper på det motsatte.

Det samme gjelder vår følelse overfor kapitalmarkedene.

Realøkonomisk er det ikke mye å rope hurra for. Frykten for at Kina skal sprekke, er påtagelig blant kapitalmarkedsaktører, i takt med fallende vekstrater og økende gjeldsgrader fra Midtens rike. Europa og USA snubler så vidt videre. Mange går med en frykt for at det er en tiltagende frikobling mellom realøkonomien og finansøkonomien i verden.

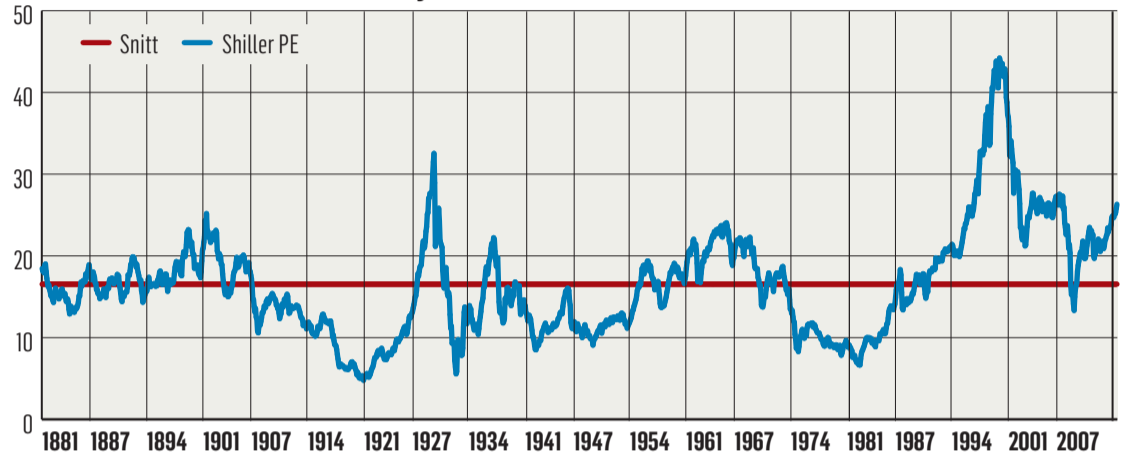
Den ekstreme penge- og rentepolitikken som har vært ført siden kredittkrisen i 2008/2009 skal i teorien føre til økt investeringsevne og -vilje blant bedriftene, økt produksjon og redusert arbeidsledighet. Men hva om bedriftene ikke investerer så mye mer? Hva om de billige pengene primært fører til appresiering av eksisterende aktiva, og da særlig de lettest omsettelige aktiva, nemlig finansaktiva som aksjer og obligasjoner?

Prisen på en aksje er en kombinasjon av rasjonelle forventninger til selskapets fremtid og den risikopremie investor krever for å kjøpe aksjen. Det er fra risikopremien aksjeinvestoren høster verdier. Problemet er bare at denne ikke kan observeres. Mange forsøk er derfor gjort på å forsøke å estimere den. Robert Shiller forbindes blant annet med bruk av syklisk justerte forholdstall mellom aksjemarkedets pris og selskapenes inntjening, såkalt Shiller PE. Forholdstallet er ment å si noe om aksjemarkedet er høyt eller lavt prissatt, altså om risikopremien er høy eller lav. Shiller PE forteller oss at det amerikanske aksjemarkedet er 50–60 prosent overvurdert nå om dagen.

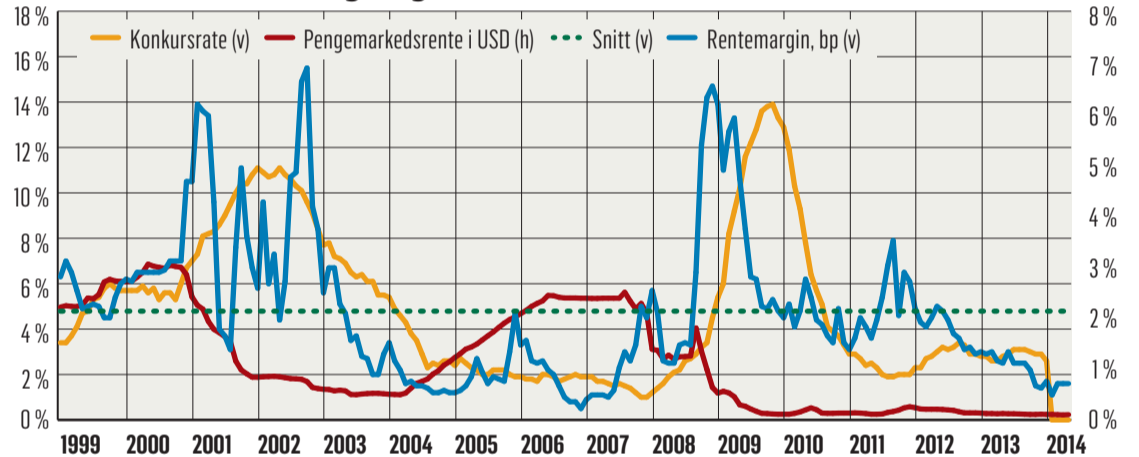
Rentemarginen over interbankrenter som en obligasjon tilbyr, forteller også noe om risikopremier. Rentemarginen er i prinsippet en kompensasjon mot de tap man må påregne

Kunstig godvær?

Shiller PE amerikanske aksjer



Rentenivå, rentemargin og konkursrater



2014 DagensNæringsliv grafikk/Kilde: Robert Shiller, Rational Exuberance og <http://www.multip.com/shiller-pe/table>, Bloomberg, Moody's og Rann

ikke å følge de til enhver tids rådende politiske mål.

I tillegg til de prinsipielle problemene reiser NENTs uttalelse en rekke mer praktiske, men like fullt særdeles vanskelige spørsmål: Hvilken forskning er det som i praksis hindrer klimaomstilling og derfor er uetisk? Er det de miljøene som bidrar til å få mer ut av hver brønn? Dette må jo kunne sies å bidra til å forlenge oljealderen og hindre omstilling. Det finnes mye forskning i samme retning. Og hva med klimaskeptikerne – de hindrer vel også en nødvendig omstilling? I så tilfelle er forskningen deres uetisk, og bør forbyes. Er NENT sikre på at dette er i tråd med forskningens og etikken idealer? Og vil det i tilfelle bidra til økt tillit til FN's klimamål?

Selv tror jeg ikke klimaskeptikerne har rett. Men jeg vil absolutt forsvare deres rett til å forske, og argumentere for sin posisjon. Et slikt ståsted ville jeg også trodd og ment at en etisk komité ville stått opp for og forsvare. Men i stedet for at jeg som miljøforsker skal argumentere, forskningsmiljøene gjøre sine strategiske disposisjoner og politikere vedta hva det skal bevilges forskningsmidler til, mener NENT at løsningen ligger i etikken. Dermed hever NENT seg over politikken (etikken er en vitenskapelig disiplin) samtidig som komiteen fullstendig underlegger seg den.

■ *Kristin Asdal, professor, Senter for teknologi, innovasjon og kultur, Universitetet i Oslo*

som følge av konkurser, pluss en risikopremie i tillegg. Om tap fra konkurser er konstante over tid, betyr lave rentemarginer lave kredittrisikopremier.

Jeg mener det er naturlig å legge til grunn at obligasjonsinvestorenes risikopremier henger tett sammen med aksjemarkedets risikopremier, at de er høye og lave på de samme tidspunktene.

Rentemarginen på «BB»-ratede obligasjoner i euro, med løpetid 1–3 år, er p.t. omtrent 1,6 prosentpoeng over interbankrenter. Historisk gjennomsnitt de siste 15 år er 4,8 prosentpoeng. Lavere har den ikke vært siden toppen av feberdagene før kredittboblen sprakk i 2008.

Grafen viser også den korte pengemarkedsrenten i dollar. Dot com-boblen sprakk med dunder og brak i 2000 og ga vedvarende fallende kapitalmarkeder helt frem til høsten 2002. Selskaper som WorldCom, Enron og Arthur Andersen gikk konkurs, bl.a. som følge av regnskapsjuks. Rentemarginene var ditto høye.

Alan Greenspan stimulerte økonomien med kraftige rentekutt. I takt med stadig billigere penger ble obligasjoner dyrere og rentemarginene falt, etterhvert til historiske bunnivåer. Investorer med minimumsavkastningskrav, som livselskaper og andre, ble presset inn i

CDO'er og andre gearede kredittinstrumenter for å fortsatt generere nødvendig avkastning. Vi hører tilsvarende historier fra livselskaper i dag.

Det var veldig få konkurser i 2005–2007 fordi bedrifter stort sett fikk refinansiert lånene i stedet for at långiverne slo selskapene konkurs.

Etter en god periode, med jevn renteheving, hvor amerikanske boliglånstagere etterhvert ikke greide å betjene sin stadig høyere boliglånsgjeld, sprakk kredittboblen i 2008. Renten ble igjen satt ekstremt lavt, og har vært der siden.

Jeg synes det er slående hvordan periodene med

ekstremt lave rentemarginer synes å komme etter en forutgående periode med svært billige penger. Nå er konkursfrekvensene igjen lave. Kan det like gjerne være på grunn av et usunt lånevillig obligasjonsmarked som på grunn av god økonomisk utvikling for bedriftene?

Obligasjonsmarkedet ser dyrt ut. Men det gjør også aksjemarkedet. Så hva skal man gjøre?

Det blir vel som med båtferien: Vi sørger for en god beholdning likvide midler så familien overlever en lang periode som værfast i Kragerø.

■ *Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning*

Etterga Kværner-gjeld

INNLEGG Finans

I et intervju med avtroppende konserndirektør Leif Teksum i DNB står det at banken etterga noe gjeld i forbindelse med restruktureringen av Kværner for over ti år siden. Det skal presiseres at gjelden som den gang ble ettergitt var til det «gamle» Kværner, som var i en akutt likviditetskrise, og ikke til

Kjell Inge Røkke eller Aker. Gjennom en omfattende redningsaksjon høsten 2001, der Aker og andre aksjeeiere, kunder, kreditorer og ansatte alle spilte viktige roller, ble Kværner reddet ut av krisen. Aker og Kjell Inge Røkke var sentrale for å få til en god industriell løsning som reddet tusenvis av arbeidsplasser.

■ *Thomas Midteide, kommunikasjonssjef i DNB*