

Debatt

debatt@dn.no

Boblerenter?

Lave renter gir høyere børs- og eiendomsverdier. Det er ikke nødvendigvis det samme som bobler.

«Jesus, you can't make a buck in this market, the country's goin' to hell faster than when that son of a bitch Roosevelt was in charge. Too much cheap money sloshing around the world.»

Lou Mannheim i filmen «Wall Street» fra 1987 (Fra 1981 til 1986 falt renten på lange statsobligasjoner i USA fra 15 prosent til syv prosent.)

Det sies og skrives mye om at finansaktiva inflateres til boblenivåer om dagen. Dette skyldes primært den ekstreme pengepolitikken verdens sentralbanker bedriver, som ikke synes å gi de økte realinvesteringer den er ment å gi. Det er imidlertid nødvendig å skille verdistigning som følger av irrasjonell overentusiasme eller uansvarlig kredittvekst, altså bobleeffekter, fra den som følger av lave renter. En eiendel kan verdsettes ved å diskontere dens forventede kontantstrømmer med et avkastningskrav ned til i dag. Dette avkastningskravet er summen av det man anser å være avkastningen på det risikofrie alternativet, tillagt en rimelig risikopremie.

Den lange, risikofrie renten skal i teorien reflektere markedets forventning til økonomiens nominelle vekst på lang sikt - summen av en lang realrente og forventet inflasjon.

Et rimelig avkastningskrav bør reflektere en antatt risikofri rente på lang sikt i det aktuelle kapitalmarkedet. I USA har man luksusen av å kunne observere den effektive renten på en 30 år lang statsobligasjon utstedt av en forutsetningsvis kredittverdig låntager i amerikanske dollar, den amerikanske stat. Det samme kan vi ikke i Norge. Selv om den norske stat er kredittverdig så det holder, spesielt på forpliktelser i norske kroner, forfaller den lengste norske statsobligasjonen om knappe ti år. Den omsettes i dag til priser som tilsvarer en effektiv rente på 1,45 prosent. Men dette er en gjennomsnittrente over ti år. Ikke en svært lang norsk rente.

Jeg har gjort en liten øvelse på hva som kan være mulig å lese ut av det norske rentemar-

kedet i dag. Grafen viser observasjoner for effektiv rente på norske statsobligasjoner slik de er omsatt den senere tiden. Problemet er at kurven stopper på ti år.

Hvordan ville den sett ut for lengre løpetider? Vi kan her se på hvordan markedet for rentebytteavtaler (det såkalte swap-markedet) prissetter lange renter mellom banker. I grafen har jeg forlenget kurven ved å anta at norske statsrenter med eksempelvis 20 års varighet ville blitt prissatt lik tiårsrenten pluss påslaget vi observerer mellom ti- og 20-års renten i swapmarkedet.

Denne kurven sier noe om markedets forventede korte renter frem i tid. Om ettårsrenten er én prosent, mens toårsrenten er 1,5 prosent, peker det mot en ettårsrente om ett år på to prosent. På tilsvarende vis kan vi ut fra vår estimerte lange statskurve utlede hvilke renter denne rentekurven predikerer for korte renter om veldig mange år.

Nivået konvergerer rundt to prosent. Det er et ganske annet tall enn fire-fem prosent, som i mange år har vært god latin på anslaget for «likevektsrenten».

Med rimelige inflasjonsforventninger betyr lange, risikofrie renter negative realrenter i Norge i overskuelig fremtid.

Så er det en større diskusjon, som jeg ikke går i dybden på her, om hvilken risikopremie som bør tillegges dette lange risikofrie rentetallet. Om vi bruker et oppdatert rentetall, må vi også bruke et oppdatert anslag på risikopremien. Enkelte hevder at denne er høy for tiden. Det mener jeg imidlertid har formodningen mot seg.

Ser vi til markedet hvor risikopremier synliggjøres mest eksplisitt i vår del av verden, kredittobligasjonsmarkedet, er det ingen tegn til høye risikopremier om dagen. Tvert imot. Rentemarginen for låntagere i det europeiske obligasjonsmarkedet er godt under historiske gjennomsnitt. Med mindre man forventer vesentlig redusert fremtidig misligholdsfrekvens, forteller dette om lavere, ikke høyere, enn gjennomsnittlige risikopremier i kapitalmarkedene.

Noen hevder rentene er kunstig lave grunnet sentralbankmanipulasjon og ikke



Fra venstre Lou Mannheim (Hal Holbrook) og Bud Fox (Charlie Sheen) i filmen «Wall Street» fra 1987.

Finans Halvor Hoddevik



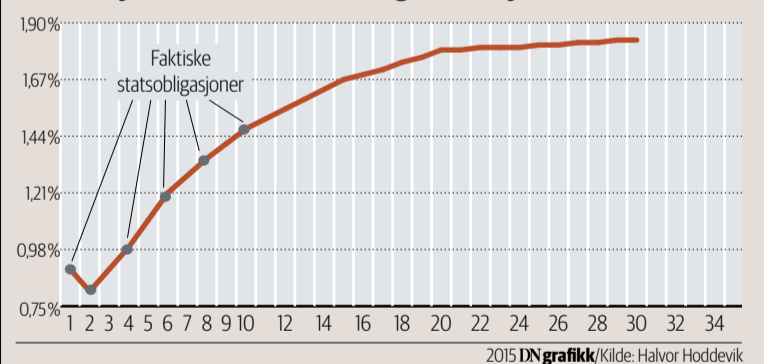
reflekterer reelle forventninger til vekst og inflasjon. Lavrisikoalternativets rente er likevel det man henviser til om risiko er uønsket.

I så fall er det kanskje ikke urimelig å forvente litt høyere verdsettelse, slik man eksempelvis er blitt vant med i Japan.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning

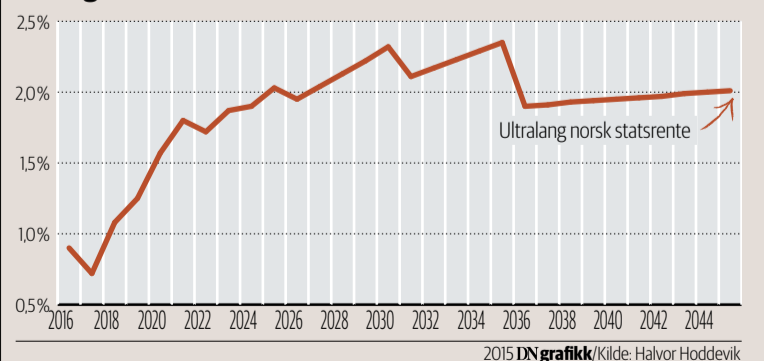
Lange norske statsrenter - i teorien

Observerte renter på norske statsobligasjoner, forlenget med informasjon fra markedet for lange rentebytteavtaler.



Fremtidens korte renter

Korte statsrenter i fremtiden, ut fra det som impliseres av lange renter.



Gjestekommentar
- finans



Finn Øystein
Bergh



Halvor
Hoddevik



Trude
Myklebust



Trym
Riksen



Espen
Sirnes



Kristoffer
Stensrud