

Gjestekommentar
- finansFinn Øystein
BerghHalvor
HoddevikTrym
RiksenEspen
SirnesKristoffer
Stensrud

Uventet trist forventning

Forventet avkastning på globale aksjer for en kronebasert investor kan være lavere enn vi tidligere har antatt.

Jeg har sett på avkastningen fra globale aksjer målt i norske kroner. Dette ble dessverre en oppdagelsesreise med skuffende resultat. Forventet avkastning på globale aksjer kan være hele ett prosentpoeng lavere enn mange har trodd.

Investorer fatter investeringsbeslutninger ved å treffe en avveining mellom forventet avkastning og risiko. For investorer basert i norske kroner er spørsmålet hva avkastningen kan vise seg å bli i kroner, ikke i dollar eller euro. Formuleringen av forventet avkastning begynner gjerne med å studere anerkjente kilders estimat på langsiktig aksjeavkastning, og da gjerne målt i dollar. En ikke uvanlig antagelse er fire prosent realavkastning på globale aksjer utover risikofrie investeringer, i dollar.

Hva blir dette for en kronebasert investor? Først må vi legge til forventet utvikling i den norske kronen i forhold til dollar. Ettersom vi er interessert i realavkastning må vi imidlertid også tenke på at norsk inflasjon i gjennomsnitt ikke er lik med inflasjon i resten av verden. Dersom norsk inflasjon er høyere enn amerikansk, må vi trekke differansen fra. Den amerikanske

Finans Halvor Hoddevik

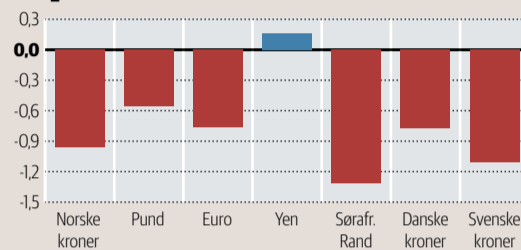


sentralbanken har et langsiktig inflasjonsmål på to prosent per år. Norges Bank har et offisielt inflasjonsmål som ligger et halvt prosentpoeng høyere enn våre handelspartnere. Om vi antar at bevegelsen i vekslingskursen over tid utligner inflasjonsdifferansen er vi tilbake på fire prosent forventet realavkastning, også observert fra kroner. Denne antagelsen omtales gjerne som «kjøpekraftsparitet», og er en vanlig forutsetning i langtids-

Avkastning_kroner = Avkastning_dollar + Avkastning_vekslingskurs + Avkastning_dollar * Avkastning_vekslingskurs

Valutaulempe

Effekt på gjennomsnittlig avkastning fra negativ samvariasjon aksjer vs vekslingskurs. Prosentpoeng.



2016 DN grafikk/Kilde: Rann Rådgivning as, basert på data fra januar 2001 - mars 2016

prognoser. Forutsetningen har den behagelige sideeffekten at vi ikke behøver å bekymre oss så mye om inflasjon og vekslingskurs når vi formulerer forventet avkastning.

Hva har så avkastningen vært? Siden 2001 til mars i år har MSCIs verdensindeks for aksjer levert 5,2 prosent per år i dollar. I samme periode har kronen i gjennomsnitt svekket seg 0,6 prosent per år. Da skulle man tro at gjennomsnittlig avkastning i kroner har vært 5,8 prosent. Hva er så observert avkastning i kroner? Den er 4,8 prosent per år. Hvorfor så lav?

Forklaringen ligger i en sterk og vedvarende negativ samvariasjon mellom den norske kronen og aksjer. Kronen svekker seg gjerne

når globale aksjer faller. I krisetider ønsker ikke globale investorer å sitte investert i en liten og lite likvid valuta i et perifert land. De selger seg ut og kronen faller, som bidrar positivt for den norskbaserte investoren. Hvordan kan effekten da bli negativ? Se på uttrykket for avkastning i kroner. Clouet ligger i rentes renteffekten i hver periode. I scenarier hvor aksjeavkastningen overrasker negativt, vil i gjennomsnitt vekslingskursen overraske positivt. Da blir produktet av de to avkastningene i denne perioden et betydelig negativt tall. I perioder uten overraskelser er produktet null. I gjennomsnitt bidrar dette med ett prosentpoeng negativ avkastning. Avkastningsusikkerheten blir noe lavere målt i

kroner enn i dollar, men effekten her er langt mindre enn på gjennomsnittlig avkastning.

Det er ingen grunn til å tro at denne effekten vil forsvinne. Om vi antar kjøpekraftsparitet, er konsekvensen av dette at forventet realavkastning på globale aksjer utover risikofrie plasseringer i kroner er ett prosentpoeng lavere enn i dollar. Jeg kan ikke huske å ha sett denne effekten problematisert tidligere. I tråd med vanlig kapitalmarkedsteori er dette en «straff» vi pådrar oss ved å sitte basert i en valuta som har visse aksjelignende egenskaper. Effekten er av betydning for investorer basert i de aller fleste av verdens valutaer unntatt de i yen og dollar. For å ha en langsiktig forventet avkastning i kroner på linje med den vi har i dollar må vekslingskursen i gjennomsnitt ikke bare kompensere for inflasjonsforskjellen, men i tillegg svekke seg med ytterligere ett prosentpoeng per år. Hvorvidt det er rimelig å legge til grunn er jeg tvilende til. I så fall er forventet fremtidig aksjeavkastning i kroner vesentlig lavere enn i dollar.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning

Kontrollkomiteens rolleforståelse

De siste ukene har Stortingets kontroll- og konstitusjonskomité fått kritikk for manglende rolleforståelse og aktivistisk opptreden. Vi har fremmet en slik kritikk (27. mai), og mener Vimpelcom-saken (Telenor) illustrerer problemet. Åge Johnsen kommenterer dette og Stein Thraning kritiserer det i DN 15. og 17. juni.

Diskusjonen om Riksrevisjonens mandat og rolleforståelse og vår kommentar til kontrollkomiteens rolle i Vimpelcom-saken, er to forskjellige diskusjoner. Når det gjelder kontrollkomiteens praksis, som er det vi har kritisert, ser vi for det første at komiteen tiltar seg en rolle som er i strid med den rollen den skal ha i Stortinget. Dens sentrale oppgave er å undersøke om statsrådene kan holdes konstitusjonelt ansvarlige for feil som er begått av regjeringen og dens forvaltning, og som i sin ytterste konsekvens kan ende i en riksrettssak. Dette er noe annet enn den politiske kontrollen Stortinget hele tiden utøver overfor regjeringen gjennom de vanlige politiske

prosessene, og som i prinsippet når som helst kan føre til politisk mistillit (parlamentarisme). Vårt argument er at fremfor å føre kontroll med statsrådenes konstitusjonelle ansvar, har kontrollkomiteen i tiltagende grad blitt en arena for vanlige (parti) politiske markeringer og diskusjoner, slik Vimpelcom-saken er et eksempel på.

For det andre utfordrer Kontrollkomiteens praksis med å gjennomføre rettssakslignende høringer av representanter for børsnoterte selskaper prinsippene om maktfordeling mellom storting, regjering og domstolene. Når de som forhøres synes de må ringe Økokrim for å sjekke hva de kan svare, fungerer ikke Stortingets kontrollsystem etter intensjonen.

Johnsen mener kontrollkomiteen bør kunne «prøve og feile videre». Muligens, hvis det var grunn til å tro at de medlemmene av komiteen som blir kritisert har evne til å lytte og diskutere substansielle argumenter rundt komiteens rolle. Men holdningen fra flertallet i

komiteen og dens leder er ikke slik. Martin Kolberg mener at «all kritikk av (ham) har vært grunnløs» og ser kritikk fra det han omtaler som «høyresiden i norsk samfunnsliv» som et bevis på at han «gjør noe riktig». Slike kommentarer kan være underholdende, men er lite konstruktive i saklig debatt.

Hva er den «prinsipielle forskjellen» mellom kontrollkomiteens praksis og måten store private eiere opptrer på, spør Thraning. Vel, ifølge eierskapsprinsippene vedtatt av Stortinget, hører forvaltningen av statens eierportefølje inn under regjeringen, mens Stortingets oppgave er å kontrollere denne. Stortinget går altså utover sitt mandat når kontrollkomiteen spør styreledere og konsernsjefer om interne retningslinjer i børsnoterte selskaper, mens det hele live-streames og dekkes av pressen. Det er ingen private eiere som har anledning til å gjøre noe lignende.

Torstein Ulserød og Jan Erik Grindheim, Civita

REAL ESTATE SEGARRA & BRÅTENG

HEIDI CH. BRÅTENG



Din norske
megler på
costa del sol!

Kjøp/Salg/Leie

Etablert i Marbella siden 1985

Tel: +34 666 44 22 22
brateng@segarrabrateng.com
WWW.EIENDOM-MARBELLA.COM