

Mandag
KREDITTTirsdag
LEDELSEOnsdag
FINANSTorsdag
ØKONOMIFredag
STUDENTLørdag
FORSKNING

37

■ ■ ■ Høy risiko gir ikke nødvendigvis høy avkastning. Høyere risiko i aksjemarkedene enn tidligere antatt gir ikke grunn til styrket tro på god aksjeavkastning.

Reduser risikable aksjer



FINANS
HALVOR
HODDEVIK



DN 25. april.

Espen Henriksen i Norges Bank Investment Management (NBIM), som forvalter oljefondet, omtalte i denne spalten 25. april en artikkel som forteller om høyere aksjerisiko på lang sikt enn tidligere antatt. Han konkluderer med at aksjer derfor har høyere forventet avkastning.

Besynnerlig.

Artikkelen er skrevet av Lucas Pastor og Robert Stambaugh og drøfter hvor risikable aksjeinvesteringer anses å være på lang sikt. Henriksen ga en god pedagogisk gjennomgang av artikkelens hovedpoeng: Det er usikkert hvor usikker fremtidig aksjeavkastning er.

Det er altså forskjell på hvor risikabel aksjeavkastningen har vist seg å være historisk – den kan observeres med sikkerhet – i forhold til hvor risikabel investorer vurderer den til å være i fremtiden – må antas.

De senere år har globale aksjer svingt i verdi med rundt 20 prosent per år. Når vi ser fremover, tør vi å legge dette til grunn, eller vil vi anta en høyere kursrisiko?

Pastor og Stambaugh viser at blant annet fordi vi er usikre på

hvilken ventet avkastning aksjer vil ha, så vil vi som investorer legge til grunn mye høyere usikkerhet i aksjeavkastningen enn bare 20 prosent per år. Dess lengre frem vi ser, dess mer usikre blir vi.

I artikkelen demonstrerer forfatterne at dess mer usikker man er på hvilken risiko som kommer til å prege aksjer fremover, dess lavere bør sparekapitalens aksjeandel være. I herværende avis kom jeg for et par år siden i skade for å antyde at 60 prosent i aksjer kanskje var noe i overkant for langsiktige sparere, oljefondet inkludert. Dette mobiliserte selve arktitekten bak ideen om 60 prosent i aksjer, NHH-professor Thore Johnsen, til å fremme sine syn på saken.

For å maksimere langsiktig formue, uavhengig hvor glad investor er i å ta risiko eller ikke, skal investoren matematisk sett maksimere ventet (geometrisk) avkastning på porteføljen. Svaret fra dette regnestykket for hva som er beste aksjeandel, avhenger radikalt av hvilken risiko aksjer forutsettes å ha i fremtiden.

Johnsen anførte at investorer synes denne strategien virker

for risikabel på kort til mellomlang sikt, og derfor velger en lavere aksjeandel.

Et i mine øyne vel så viktig aspekt er at den ventede (geometriske) avkastningen knapt stiger når man beveger seg utover 30–40 prosent i aksjer, mens risikoen stiger dramatisk. På grunn av usikkerhet rundt parameteren for aksjerisiko bør andelen aksjer derfor begrenses.

Dette kan illustreres av at en antatt årlig kursvariasjon for aksjer på 20 prosent per år, gir 70 prosent i aksjer som formuesmaksimerende andel, mens en antatt kursvariasjon på 15 prosent per år gir 150 prosent som formuesmaksimerende aksjeandel (lånefinansiert).

Svaret er ekstremt avhengig av parameterforutsetningen, de årlige kurssvingningene.

Og det er nettopp parameterusikkerhet som er kjernen i Pastor og Stambaugh's artikkel. Investoren er hverken sikker på hvilken ventet avkastning aksjer kommer til å ha, eller hvilken variasjon omkring denne forventningen aksjene kommer til å ha.

Forfatterne viser at investoren derfor bør investere

mindre av kapitalen sin i aksjemarkedene enn om han på forhånd vet hvilken kursvariasjon aksjer kommer til å ha.

Oljefondet og dets rådgivere synes å ha etablert en kompromissløs tillit til at langsiktige risikopremier er relativt stabile og at langsiktig risikotagning derfor er bra. Så er det Henriksens lodd at han (kanskje) føler seg forpliktet til å skrive at når aksjer vurderes som risikable på lang sikt, så må de også gi god avkastning.

Det mener jeg er å snu Pastor og Stambaugh's artikkel på hodet.

Årsakssammenhengen går andre veien. Dersom en investering har høy ventet avkastning, har den også høy risiko. Det er ikke nødvendigvis slik at en investering med høy risiko har høy ventet avkastning. Det er nok av investeringer der ute med høy risiko og lav ventet avkastning.

Henriksens påstand hviler på at tyngdepunktet i investormassen har en korrekt vurdering av fremtidig risiko og krever seg betalt deretter når de fordeler midler på ulike aktivaklasser. Men investorer kan ta feil. Dersom Johnsen og de andre store porteføljes komponister legger til grunn for lav risiko på aksjer, så fordeler de for mye på aksjer.

60 prosent i aksjer er i overkant, men motspørsmålet reises umiddelbart: Hva skal man ellers investere i?

Der er det ikke noe entydig svar, men det finnes gode alternativer.

■ Halvor Hoddevik, rådgiver, forvalter i Rann as

■ **FASTLEGEFORSLAG.** Helseminister Anne-Grete Strøm-Erichsen foreslår blant annet at fastlegene skal bli mer tilgjengelige og delta på flere tverrfaglige møter og dialogmøter enn i dag. Foto: Gunnar Bløndal

ningen og pasientorganisasjonene. Om helseministeren velger å tvinge dagens forslag gjennom for å demonstrere at hun er politisk hardhudet, vil hun skade både primærhelsetjenesten og folks tillit til myndighetene. En slik makt demonstrasjon vil trolig sikre Strøm-Erichsen et ettermæle som ministeren som ødela Norges mest populære, billigste og best fungerende helsetjeneste.

■ *Edvin Schei, fastlege, professor og spesialist i allmennmedisin, Bergen, Bente Bjørnhaug Pedersen, fastlege, spesialist i allmennmedisin, Hamar, og Sven Richard Haugvik, fastlege, spesialist i allmennmedisin, Larvik*



HAV EIENDOM AS BJØRVIKA Utviklingseiendom

SØRENGA felt D I a selges

Sørenga felt D I a utgjør et kvartal i Bjørsvika. D I a er sentralt plassert i forhold til adkomst, parkdrag, sjøen og øvrig utbygging i Bjørsvika.

Felt D I a omfatter eiet tomttegrunn på 6.647 m². Det er i bebyggelsesplanen tillatt et samlet utbygningsvolum på 22.500 m² BRA, hvorav minimum 17.500 m² BRA er regulert til boligformål og maksimalt 5.000 m² BRA til næringsformål. Det legges opp til todeling av kvartalet med gang- og siktlinje fra adkomstvei og ned mot havnepromenaden. Byggehøyden har en variasjon mellom 5-7 etasjer.

For ytterligere informasjon se, www.hadrian.no

HADRIAN Hadrian Eiendom AS

Øivind Solbakken
Mobil: 913 70 606

Årstein Holthe
Mobil: 913 24 181

Nina Hage
Mobil: 926 56 228