



Ernst Hagen
Gabler Investment Consulting

PORTEFØLJEFOKUS: Investorer har historisk sett på obligasjoner som en motvekt til aksjer i en balansert portefølje: Når aksjemarkedet faller sterkt som følge av konjunkturrell nedtur, settes gjerne renten ned og obligasjonskursene har en tendens til å stige. Dette vil ikke nødvendigvis skje ved neste aksjefall.

Ut med foretaksobligasjoner?

Rentene kan vanskelig falle mer. Ved et større aksjefall nå kan foretaksobligasjoner falle i verdi fordi kredittpremien øker. Norske investorer har typisk sin obligasjonsportefølje i norske foretaksobligasjoner. For å oppnå beskyttelse i dag må man velge statsobligasjoner uten kreditt risiko. Det smerter når forventet avkastning er under to prosent. Det kan likevel være lønnsomt.

Kredittpremien varierer over tid og representerer den ekstra betalingen investorer krever for å ta kreditt risiko. Grafen nedenfor viser påslaget i løpende rente for foretaksobligasjoner siden årtusenskiftet og viser at kredittpremien nå er lav. En av årsakene er at den europeiske sentralbanken har kjøpt foretaksobligasjoner og presset kredittpremien ned. Når støttkjøpene på et tidspunkt avtar eller reverseres, kan kredittspredene igjen øke med kursfall som resultat.

Grafen viser også at kredittspredene kan øke betydelig i perioder, noe som vil gi kursfall for foretaksobligasjoner sammenlignet med statsobligasjoner med samme løpetid. Under finanskrisen så vi at aksjemarkedet falt samtidig som vi fikk en kraftig utgang i spreadene, noe som tar bort en del av de risikodempende egenskapene obligasjoner har i en balansert portefølje. Mange mener at det nå bygges opp lokale kredittbobler, spesielt i Kina. Aksjefall kan også smitte over på fore-

taksobligasjoner, spesielt i "high yield"-markedet slik vi så i Norge i 2014 og 2015. Fallet i oljerelaterte aksjer smertet i norske "high yield"-fond med verdifall på over ti prosent.

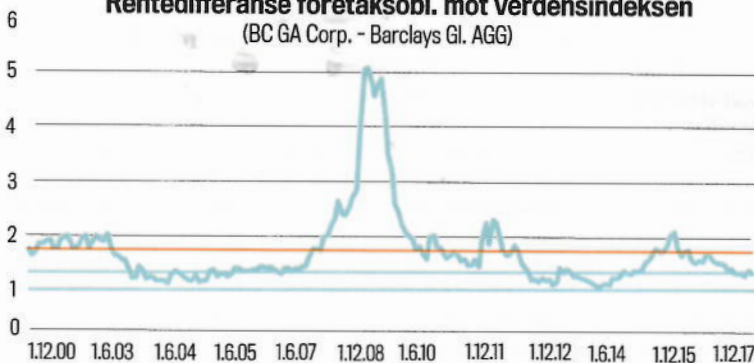
Risk/reward i foretaksobligasjoner synes nå å være svakt, og det kan være hensiktsmessig å plassere mer i statsobligasjoner med lengre rentebinding. Det koster i form av lavere yield, men er

og statsobligasjoner i porteføljen.

I porteføljer med lav aksjeandel må obligasjoner bidra til avkastning, og de mange investorer har de seneste årene økt kreditt risikoen, gjerne med innslag av "high yield"-obligasjoner. Ønsket om å opprettholde høy avkastning har vært begrunnelsen. I det norske obligasjonsmarkedet er det lite statsobligasjoner, og det er vanskelig å finne fond med diversifisert kreditt risiko (noe kommuner, samt OMF). Dette har vært lønnsomt, investorene har kunnet høste en god kreditt risikopremie i takt med inngangen i kredittspredene. Nå kan det være tid for å ta gevinst. En konsekvens vil være at investorene i større grad må velge globale obligasjonsfond for å få tilstrekkelig lav kreditt risiko.

Dersom man ønsker å bruke obligasjonene som avkastningskilde, kan et alternativ være globale obligasjonsfond med stor grad av taktisk allokering. Det vil si frie mandater hvor forvalteren kan bevege seg i markedet avhengig av sitt syn på rente- og kreditt utviklingen. Forvalter risikoen og honorarer er dog ofte høye i slike produkter. Gode globale forvaltere med betydelige analyseressurser har bedre forutsetninger for å skape god avkastning enn om man selv skal ha et markedssyn. Det er krevende å selv analysere markedene i forhold til rente- og kreditt risiko for så å sette sammen sin obligasjonsportefølje for å oppnå ønsket kreditt- og renterisiko. ■

Rentedifferanse foretaksobl. mot verdensindeksen
(BC GA Corp. - Barclays Gl. AGG)



en forsikringspremie som bør vurderes.

Oljefondet har tatt konsekvensen av situasjonen. Når aksjeandelen skal økes til 70 prosent, mener fondet at obligasjonenes oppgave ikke er å være avkastningskilde, men kilde til rebalansering ved aksjefall. SPU mener de har tilstrekkelig selskaps-spesifikk risiko i aksjer, og selger seg ut av foretaksobligasjoner.

Norske investorer med høy aksjeandel i porteføljen og rebalanseringsregler i sin strategi bør også vurdere obligasjonenes rolle: Skal obligasjonene være avkastningskilde eller kilde til rebalansering ved aksjefall? Svaret bestemmer forholdet mellom foretaks-