

## Gjestekommentar

Porteføljefokus:

# Litt gravid

Risikofri rente spiller en nøkkelrolle i finans. Likevel er det forvirring om hva den er. Det er som om finansanalytikere tror det er mulig å bare være litt gravid.



Trym Riksen  
Gabler

Siden kapitalverdimodellen ble funnet opp på 1960-tallet, har det moderne finansfaget aldri vært det samme. Modellen forteller oss at det i grunnen er bare to investeringsalternativer, nemlig det risikofylte og det risikofrie. Her skal vi se nærmere på det risikofrie alternativet.

Definisjonen av risikofri rente burde være enkel, men i praksis spriker definisjonene. Merk at selve begrepet "risikofri" er sterkt og ekskluderende fordi det understreker at alt av risiko er fjernet. Spør du en kjemiker om det lokale kildevannet er helt rent, vil kjemikeren svare "nei". Poenget er at kildevannet inneholder andre ting enn hydrogen og oksygen. En lege vil likeledes være like kategorisk i graviditetsspørsmålet; enten er man gravid eller så er man det ikke.

### Definisjonene spriker

Mens kjemikere og leger har klare definisjoner på sentrale spørsmål, stiller det seg annerledes i finans. I PWCs årlige spørreundersøkelse "Risikopremien i det norske markedet" – basert på svar fra 151 medlemmer i Norske Finansanalytikeres Forening – spriker definisjonene av risikofri rente.

I den siste undersøkelsen, fra desember 2020, svarte 42 prosent av analytikerne at tiårig statsobligasjon er risikofri rente, 25 prosent bruker en såkalt normalisert risikofri rente, og 14 prosent bruker NIBOR. Se figuren for finansanalytikernes sprikende definisjoner.

Problemet med å bruke en lang statsobligasjon som representant for det risikofrie er at slike obligasjoner kan svinge mer i verdi enn aksjemarkedet. Jo leng-

re løpetiden er i en statsobligasjon, desto mer vil den svinge i verdi som følge av at løpetidsrisikoen øker. I Østerrike finnes statsobligasjoner med 100 års løpetid som illustrerer dette poenget; der svinger prisen på 100-åringen omtrent dobbelt så mye som aksjemarkedet.

Selv om de fleste norske aksjeanalytikere bruker en tiårig – og ikke en 100-årig – statsobligasjon som representant for risikofri rente, får eksemplet fra Østerrike med seg et vesentlig poeng: Det er en betydelig kursrisiko i statsobligasjoner med lang løpetid, og da kan man ikke lenger snakke om en helt risikofri rente. Du kan ikke være ti prosent gravid.

### Mislighold i bank

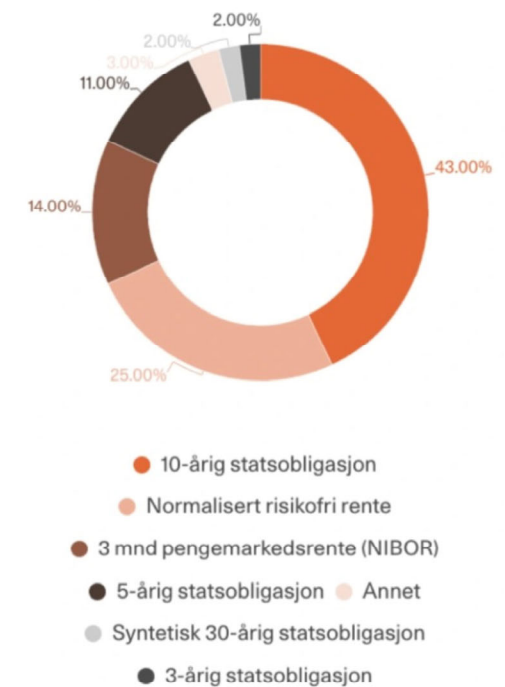
At så mange analytikere bruker tre måneders pengemarkedsrente, NIBOR, som risikofri rente er også litt rart. For denne renten inneholder et vesentlig kreditt-element som gjenspeiler markedets prising av mislighold i banksektoren. Mislighold i banksektoren smaker av alt annet enn "risikofri", all den tid banknæringen her hjemme og ute har gått rett i veggen en gang hvert tiår eller så.

Et svar som glimrer med sitt fravær på spørsmålet om risikofri rente, er statskasseveksler. Disse er garantert av staten og har en løpetid på maksimalt ett år. Med andre ord er kredittrisikoen svært lav og løpetidsrisikoen ubetydelig i de kortere papirene.

Renten på statskasseveksler med kort løpetid har erfaringsvis – og i tråd med teorien om risiko i finansmarkedene – vært klart lavere i forhold til lange statsobligasjoner og f.eks. kredittindeksen NIBOR med samme løpetid som statskasseveksler.

Tiårige statsobligasjoner har over tid hatt en rente som er omtrent en prosent høyere enn statskasseveksler, mens NIBOR-renten har ligget 0,3 til 0,4 prosent over statskasseveksler de siste 30 årene. Begge premiene over statskasseveksler gjenspeiler henholdsvis løpetidsrisiko og kredittrisiko.

### Finansanalytikernes sprikende definisjoner av risikofri rente



Kilde: PWC, "Risikopremien i det norske markedet", desember 2020

### Avkastning selger

Det er ikke så lett å si hvorfor ingen bruker statskasseveksler som definisjon på risikofri rente, selv om det er nettopp denne renten som er kjemisk fri for både kreditt- og løpetidsrisiko. Statskasseveksler er ikke gravide. Det er imidlertid klart at den lave renten i statskasseveksler reduserer anslag på forventet avkastning i investeringsprodukter. Avkastning selger, og derfor gjelder det å ha så høye avkastningsforventninger som mulig.

Hvis risikofri rente defineres som statskasseveksler, får man også frem at en essensiell del av finansmarkedet styres administrativt og sentralt, og ikke i en desentralisert markedsprosess. Kanskje mange misliker tanken på at en viktig del av markedet styres av en håndfull mennesker i en sentralkomiteé i stedet for gjennom det vi i læreboken kjenner som velfungerende markeder med tusener av smarte aktører som konkurrerer med hverandre? ■