

## High Yield – Attraktiv aktivaklasse eller bare «dum» egenkapital?

Med nærmere 400 mrd. NOK i utestående obligasjonsgjeld har det nordiske høyrentemarkedet vokst frem til å bli en vesentlig kilde for kapital. Investorer som søker høyere avkastning i rentemarkedet har fått en tilgang til en aktivaklasse som gir en risikopremie som nesten er for god til å være sann.

Når noe ser ut til å være for godt til å være sant, har det jo en tendens til å ikke være det. Skeptikere til høyrenteobligasjoner vil hevde at instrumentet i praksis er en hybrid bestående av en aksjedel og en rentedel, og at denne kan replikeres ved hjelp av aksjer og statsobligasjoner. Man sitter da igjen med et risikoelement som minner mest om aksjerisiko, men med lavere avkastningspotensial og andre likviditetsegenskaper.

Kombinasjonen av en begrenset oppside, ved at man jo aldri kan få tilbake mer enn hovedstol og avtalt rente, og risiko for mislighold, konkurser og varige tap, skaper noen utfordringer. For å adressere dette, er det nyttig å dekomponere aktivaklassen i ulike kredittkvaliteter. Til dette formålet benyttes kredittrating. Høyrente som begrep er i denne sammenhengen mer villedende enn veiledende. Høyrentemarkedet er definert som alle obligasjoner med kredittkvalitet tilsvarende BB+ eller lavere. Kort fortalt er dette basert på en skala som strekker seg fra AAA, høyeste kredittkvalitet, til D, «default» eller konkurs. Spennet i risiko mellom BB+ og CCC, er svært stort. Med en sannsynlighet for mislighold det neste året som går fra 1 % til 20 %. Med andre ord svært stor forskjell i risiko!

Risiko kvantifiseres ved å måle svingninger i form av standardavvik og dermed sammenligne avkastning og risiko mellom aksjer, høyrente og de ulike kredittkvalitetene innenfor høyrente. Vi har tatt utgangspunkt i amerikanske data der vi har historikk tilbake til 1980. I denne perioden har standardavviket i høyrenteobligasjoner vært 11 % mot 17 % i aksjer. Årlig avkastning har vært henholdsvis 9 % og 11,5 %. Årlig avkastning er imidlertid et dårlig parameter, ettersom rentenivået var betydelig høyere i første del av perioden. Dersom vi ser på meravkastning ut over kort risikofri rente, lander vi på ca. 6 % for aksjer og 4 % for høyrenteobligasjoner. Litt forenklet kan man si at risikjustert avkastning for aksjer og høyrenteobligasjoner har vært noenlunde lik.

Om vi ser på de ulike kredittkvalitetene innenfor høyrente er forskjellene større. Her har vi, uheldigvis, litt kortere historikk, men lang nok til å belyse forskjeller mellom kreditter. BB har siden 1998 hatt et standardavvik på 9 %, mot 24 % i CCC. Årlig avkastning har imidlertid vært lik, 7 %. Vesentlig høyere risiko i CCC, men altså ingen kompensasjon i form av høyere avkastning.

Obligasjoner med svakere kredittkvalitet vil normalt betale en høyere rente, men på den andre siden gi høyere tap. Det ser ut til at investorene ikke får godt nok kompensert for svakere kredittkvaliteter, men jakten på avkastning forleder oss til å kjøpe disse obligasjoner med for lav kompensasjon for risiko.

Hva så med det nordiske markedet. Er det forskjellig fra det amerikanske? Trolig ikke. Vi ser mye av de samme karakteristikaene, men med noen forskjeller. Det nordiske markedet er yngre. Obligasjonene som utstedes har kortere tid til forfall (lavere løpetidsrisiko) og det er i større grad flytende rente (lavere renterisiko). På toppen av dette er kompensasjonen, eller renten som betales, for samme kredittkvalitet høyere.

Et umodent marked som i sin levetid har vært dominert av sykliske sektorer der kredittrisiko og misligholdssannsynlighet til tider trolig har vært undervurdert, og en tidvis dårlig likviditet, kan se ut til å ha skapt en ekstra premie og dermed høyere avkastning i det nordiske høyrentemarkedet.

Jakten på avkastning kan gjøre tilsynelatende attraktive gjeldsinstrumenter til «dum» egenkapital, men riktig vurdering av kredittrisiko og tilhørende prising og kompensasjon, inkludert den nordiske tilleggspremien, synes vi utgjør en attraktiv aktivaklasse, gitt at man kan leve med tidvis svak likviditet.

## Avkastning aktivaklasser i USA

