

10-årsjubileum for undersøkelsen om markedsrisikopremie i Norge

Lavere markedsrisikopremie i Norge enn i Sverige

Norske finansanalytikeres syn på markedsrisikopremien forblir uendret og synes å være uavhengig av rentenivået i Norge. Respondentene anslår premien til å ligge på 5,0 %, i likhet med de ti foregående årene.



MSc, applied economics and finance
Karen Fastbø
Senior Manager PwC



Statsautorisert revisor/
siviløkonom
Henrik Gran
Partner PwC

Mye tyder på en sammenheng mellom økonomisk vekst og rentenivå. Med lave rentenivåer og økt usikkerhet i markedene, ville vi forventet en økt markedsrisikopremie. Til sammenligning, ser vi at markedsrisikopremien i Sverige stiger i takt med reduksjon i risikofri rente.

Det er PwC som – i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) – har gjennomført undersøkelsen der norske finansanalytikere er blitt spurt om sentrale forhold knyttet til verdsettelse av selskaper.

Anslår høyere markedsrisikopremie i Sverige enn i Norge

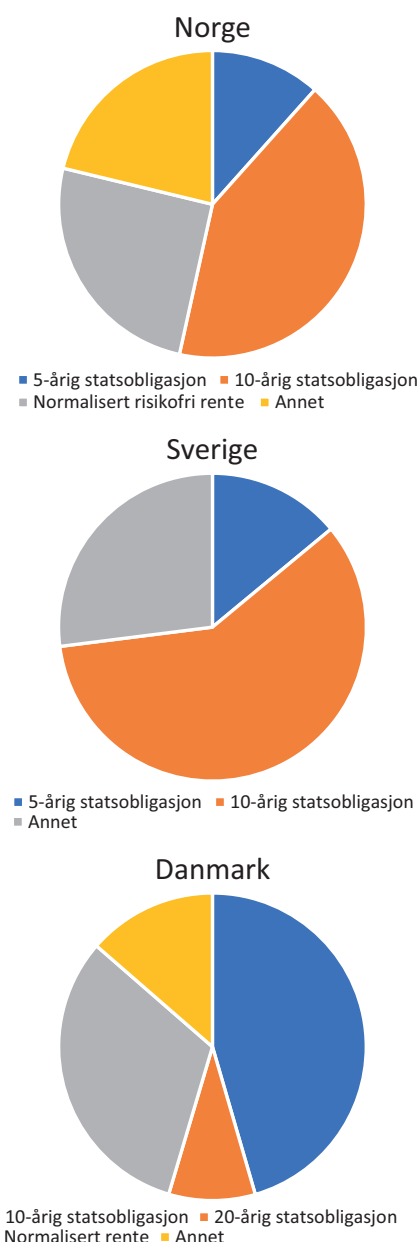
Markedsrisikopremien er et mål på avkastningen en investor forventer og krever i markedet utover risikofri rente. Markedsrisikopremien reflekterer både fundamentale økonomiske størrelser og investorenes risikoaversjon, og varierer med usikkerhet knyttet til langsiktige vekstutsikter. Finanskrisen i 2008, oljekrisen i 2014 og den pågående koronakrisen er alle hendelser som påvirker nettopp disse faktorene i det norske markedet. De nevnte krisene har resultert i lave renter og kvantitative lettelser

fra sentralbankene, brukt som virkemiddel for å stimulere til høyere økonomisk aktivitet.

De siste ti årene har nivået på risikofri rente i Norge gått fra ca. 3 % til under 1 %, her angitt ved tiårig norsk statsobligasjon. I samme periode har vi spurt medlemmer i NFF hva de vurderer som markedsrisikopremie i det norske markedet. Uavhengig av utviklingen i økonomien og rentenivået oppgir respondentene en stabil markedsrisikopremie i Norge på 5 % for hele perioden.

Sentralbanken satte nylig ned renten til null prosent for å dempe tilbakeslaget i norsk økonomi. Dette sammenfaller med historisk høy volatilitet i aksjemarkedet. Dette er faktorer som isolert sett kan tenkes å øke investorenes krav til avkastning utover risikofri rente (markedsrisikopremien). Dermed ville vi forventet en økt markedsrisikopremie hos våre respondenter.

PwC Sverige har til sammenligning publisert en tilsvarende undersøkelse, hvor resultatene viser at anslått markedsrisikopremie har steget i takt med



at risikofri rente har blitt redusert. I mai 2020 anslo respondentene markedsrisikopremien til å være 7,7 % i Sverige. Tiårig svensk statsobligasjon var på samme tidspunkt negativ. Det skal sies at den svenske undersøkelsen ble utført i mai 2020, midt under koronakrisen, da usikkerheten var på sitt høyeste.

Hvordan kan det ha seg at vi har så ulikt syn på markedsrisikopremien i Norge og Sverige?

Ulikt rentenivå i Norden

I Norge er tiårig statsobligasjonsrente det mest foretrukne grunnlaget for risikofri rente i avkastningskravet, ifølge undersøkelsen. 42 % av respondentene svarer at de benytter denne. Tilsvarende ser vi i Sverige og Danmark. I alle tre landene svarer om lag 70 % av respondentene at de benytter en form for observert rente.

Sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie

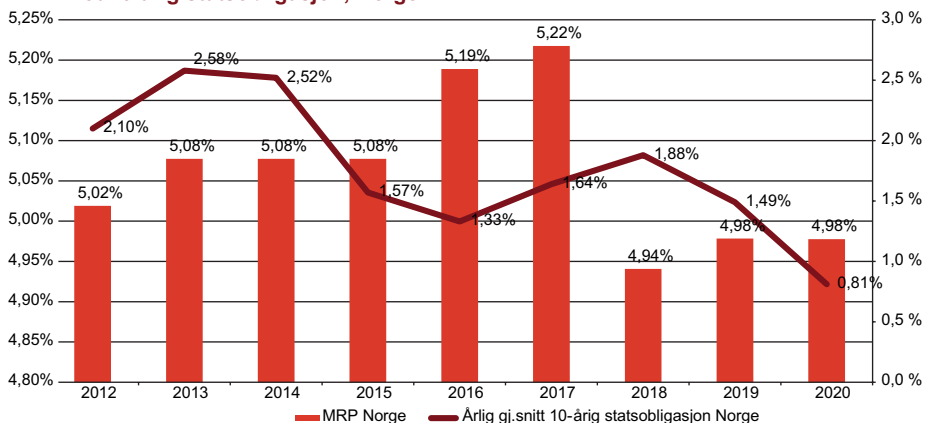
På spørsmål om det er sammenheng mellom markedsrisikopremie og risikofri rente svarer 45 % av de norske respondentene ja. Av disse er det igjen delt oppfatning om risikopremien økes (60 %) eller reduseres (40 %) som følge av en økning i risikofri rente.

Dette kan tenkes å skyldes tre grunnleggende oppfatninger av markedsrisikopremien:

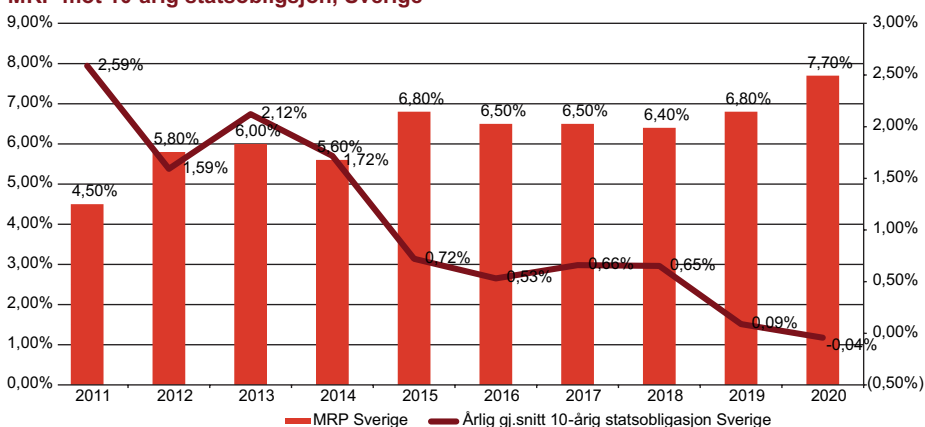
- Markedsrisikopremien er en konstant størrelse
- Markedsrisikopremien varierer over tid og vil reflektere midlertidige forhold i markedet, for eksempel økt usikkerhet
- Markedsrisikopremien beregnes ut fra gjeldende prising i markedet (eks. P/E, dividendemodeller, etc.)

For å vurdere om det er sammenheng mellom risikofri rente og markedsrisikopremie i avkastningskravet, er det interessant å se på tilsvarende undersøkelse for Danmark. PwC i Danmark har bedt respondentene skille mellom underliggende markedsrisikopremie og eventuelt risikotillegg for å reflektere midlertidige markedsforhold. Respondentene svarer at underliggende risikopremie ligger

MRP mot 10-årig statsobligasjon, Norge



MRP mot 10-årig statsobligasjon, Sverige



nærmere 5 %, i tråd med svarene fra den norske undersøkelsen. I tillegg kvantifiserer respondentene et variabelt risikopåslag på markedsrisikopremien.

Man kan tenke seg at respondentene i Sverige ser på markedsrisikopremien som summen av disse elementene og dermed justerer for økt risiko direkte i markedsrisikopremien, mens respondentene i Norge ser på underliggende markedsrisikopremie som en mer langsiktig størrelse. Vi vurderer det slik at man da heller legger til grunn en separat risikopremie eller en normalisert rente i avkastningskravet. Når man ser avkastningskravet som en helhet, ser det dermed ut til at de nordiske landene har relativt likt syn på avkastningskrav og markedsrisiko, men regner dette inn på litt ulike måter.

Sammenheng mellom risikofri rente og langsiktig vekstforutsetning

Nå som dagens langsiktige rentenivå i Norge har falt til under 1% i løpet av 2020, er det viktig å være oppmerksom på at forutsetningen for langsiktig

vekst i terminalleddet henger sammen med hva som legges til grunn som risikofri rente i avkastningskravet. Langsiktig vekst i terminalleddet skal i teorien ikke overstige veksten i markedet eller økonomien som helhet. Tidligere har nok mange lagt til grunn en forutsetning for langsiktig vekst i terminalleddet i tråd med Norges Banks inflasjonsmål på 2 %, uten å tenke noe nærmere over dette. I skrivende stund vil ukritisk bruk av inflasjonsmålet som langsiktig vekstforutsetning i kombinasjon med observerbare langsiktige renter, implisere en negativ realrente. Det vitner om at markedet ikke tror på sentralbankens inflasjonsmål.

Et fall i langsiktige renter er en sterk indikator på at man bør nedjustere den langsiktige vekstraten brukt i terminalleddet i en DCF-analyse. Alternativt kan man legge til grunn en normalisert risikofri rente eller en økt risikopremie i avkastningskravet. Det viktige er at disse forutsetningene sees i sammenheng.