

Gjestekommentar  
- kredittMaria  
GranlundSigmund  
HålandPål  
RingholmOle Einar  
StokstadHaseeb  
Syed

# Den nye investoren

## Kredittmarkedet vil preges av at ECB nå begynner å investere i bedrifters obligasjonslån.

**D**en kommende måneden vil Den europeiske sentralbank (ECB) begynne å gjennomføre støttekjøp av selskapsobligasjoner i euromarkedet. Da ECB for et par måneder siden annonserte disse kjøpene, bedret tilstanden i kredittmarkedene seg betraktelig. Risikopåslagene for europeiske obligasjoner begynte å falle igjen på tvers av flere ulike ratingklasser. Selv om deler av tiltakseffekten allerede er priset inn, vil iverksettelsen av støttetiltakene ha implikasjoner for både prisene og aktiviteten i kredittmarkedene fremover.

ECB har annonsert at det kun er lavrenteobligasjoner i euro, med såkalt investment grade-rating, som vil kvalifisere som investeringsobjekter i støtteprogrammet. Dette har ført til at risikopåslagene for europeiske lavrentepapirer etter annonseringen har falt mye mer enn høyrentepapirer, såkalte high yield-papirer.

Selskaper som blir nedgradert fra «investment grade» til «high yield», vil trolig være blant dem som er mest utsatt for høyere finansieringskostnader fremover. Det er likevel tilstrekkelig for ECB at låntageren er vurdert som «investment grade» av minst ett av de offisielle ratingbyråene.

Det finske kraftselskapet TVO ble for eksempel nedgradert til «high yield» av ratingbyrået S&P i forrige uke, men siden selskapet fortsatt er klassifisert som «investment grade» av Fitch, vil det fortsatt kunne komme gjennom nåløyet til ECB.

### Kreditt Haseeb Syed



På grunn av ECBs investeringspreferanser vil imidlertid de tryggeste «high-yield»-papirene kunne bli mer relevante for enkelte lavrenteinvestorer. Dersom ECB handler et betydelig volum av lavrenteobligasjoner i euro, vil det innskrenke andre investorer muligheter til å kjøpe slike papirer. Vi kan tenke oss at noen av disse investorene da vil handle lavrenteobligasjoner i andre valutaer.

Ettersom flere obligasjonseiere ikke ønsker å ta slik valutarisiko, kan vi ikke utelukke at disse heller vurderer «high yield»-papirer som tidligere har vært «investment grade» og som derfor er kjente navn for lavrenteinvestorene.

Alt i alt vil uansett etterspørselen etter lavrenteobligasjoner øke langt mer enn høyrentepapirer, noe som trolig vil heve forskjellen i risikopåslagene mellom disse risikoklassene.

For selskaper som blir nedgradert til «high yield», kan det være en klausul i låneavtalene som øker rentebetalningene til investorene ved nedgraderingen. ECB tillater imidlertid ikke en slik variert kuponstruktur i sitt støtteprogram. Derfor er denne klausulen fjernet fra låneavtalene i nær sagt samtlige nyutstedelser av euroobligasjoner de siste månedene.

Problemet er imidlertid at økte kuponger skåner investorene ved en nedgradering av låntageren. Da det fortsatt er langt flere selskaper som blir nedgradert enn oppgradert, kan det dermed være uheldig for andre investorer å miste en slik støtdemper.

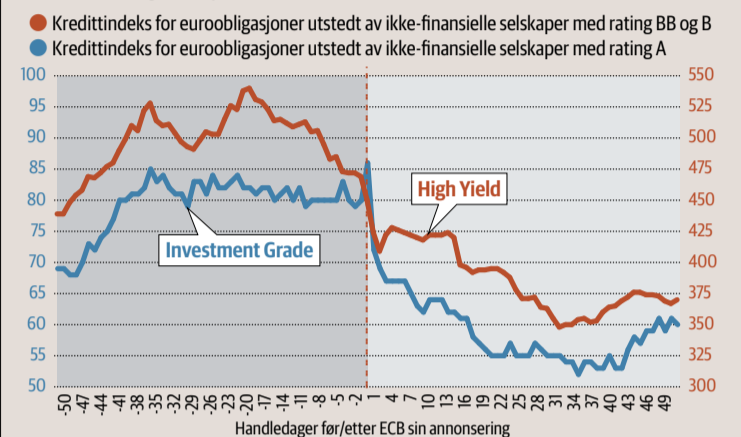
I tillegg til å velge relativt mer kredittsikre papirer vil ECB trolig foretrekke å investere i de største og mest likvide obligasjonene i begynnelsen av oppkjøpsprogrammet. I henhold til investeringsmandatet har sentralbanken anledning til å investere i opp mot 70 prosent av hver enkelt utstedelse, noe som betyr at sentralbanken kan sitte igjen som svært stor eier i enkeltpapirer.

Selv om ECB åpenbart ønsker å opprettholde markedsbalansen og være så forutsigbar som mulig, vil deres preferanser i favør av mer likvide papirer kunne øke påslagene for de mindre likvide obligasjonene ytterligere.

I den grad ECB får bukt med deflasjonstrusselen, kan

## Annonseringseffekten

**Risikopåslag for «Investment grade» og «High yield» med henholdsvis A og BB/B rating (4-5 års løpetid), før og etter ECBs annonsering av nye kvantitative lettelsener.** Basispunkter over swap-renten.



2016 DN grafikk/Kilder: iBoxx, Merrill Lynch og Danske Bank Markets



**Dersom Den europeiske sentralbank (ECB) handler et betydelig volum av lavrenteobligasjoner i euro, vil det innskrenke andre investorers muligheter til å kjøpe slike papirer.** Foto: Martin Leissl/Bloomberg

støttekjøpene bidra til å øke inflasjonsforventningene og derigjennom trigge flere lavrisikoselskaper til å øke belåningen gjennom mer obligasjonsgjeld. Det utestående volumet i det amerikanske kredittmarkedet doblet seg for eksempel som andel av bnp på grunn av de kvantitative lettelsene etter finanskrisen i USA.

Det gjenstår å se om ECBs tiltak er istand til å få en tilsvarende respons i det europeiske kredittmarkedet, uten samtidig å øke gjeldsbelastningen så mye at det forringer den finansielle stabiliteten.

**Haseeb Syed**, analysesjef for kredittobligasjoner i Danske Bank Markets

## Grensekontroll blir dyrt

Hvert tiende minutt døgnet rundt, 365 dager i året, ruller en trailer med norsk sjømat inn i EU. Dersom EU innfører fast grensekontroll på alle grenseoverganger i Schengen-området, vil det i verste fall koste norsk fiskerinæring 2,7 milliarder kroner hvert år. Tallet kommer frem gjennom en utredning gjennomført av Handelshøgskolen Nord, finansiert av Fiskeri- og havbruksnæringsens forskningsfond.

Norsk fiskerinærings adgang til EU er blitt stadig bedre, men det gjenstår fortsatt barrierer som begrenser adgangen for ferdige produkter. Derfor er det stort sett lite bearbejdet sjømat som ekspor-

teres til EU fra Norge. Nytt nå er usikkerheten som er oppstått etter at EU- og Schengen-landene har signalisert at de vil kunne komme til å innføre nasjonal grensekontroll. Det vil kunne gi betydelige merkostnader for norsk sjømatnæring, på grunn av forsinkelser i transporten og betydelig ventetid på grenseovergangene.

EU er Norges viktigste markedsregion med to tredjedeler av den totale norske sjømat-eksporten i 2015, tilsvarende cirka 50 milliarder kroner. Det er fersk oppdrettslaks som er det desidert største produktet, foran torskeprodukter. Totalt representerer sjømateksporten 145 trailere daglig, året rundt.

Tidsforbruket under transporten er avgjørende for prisen på transporten og dermed også

prisen på varene når de kommer frem til kunden. Vi har funnet at innføring av nasjonal grensekontroll i Schengen vil gi en potensiell økt kostnad på mellom 546 millioner og 2,7 milliarder kroner årlig.

Heldigvis er også EU interessert i å ivareta et mest mulig friksjonsfritt transportsystem. Mye vil avhenge av hvordan utviklingen av situasjonen med Schengens yttergrensekontroll fungerer etter tiltakene som EU allerede har etablert der.

**Frode Nilssen**, professor ved Handelshøgskolen Nord, Nord universitet

## Gass om 25 år

I DN 24. mai forkynner Anders Bjartnes at markedet for norsk

gass vil bli borte om 25 år. Bastante påstander om gassmarkedet om 25 år er en risikosport. Hvordan så gassmarkedet ut for 25 år siden? Skifergass var kun av teoretisk interesse, og de fleste trodde på økt knapphet på naturgass, særlig i Nord-Amerika. Ellers var det ikke så veldig forskjellig fra i dag.

La meg trekke opp et scenario for gassmarkedet om 25 år som er minst like sannsynlig som det Bjartnes tror på.

Selv om sol- og vindkraft i teorien kunne dekke Europas hele elektrisitetsbehov, er det ikke til å komme forbi at vi trenger andre kilder når solen ikke skinner og vinden ikke blåser. Vinden har den leie uvane ikke å blåse i kuldeperioder om vinteren da oppvarmingsbeho-

vet er som størst. Selv om all kraftintensiv industri i Norge ble avvirket, ville ikke norsk vannkraft være i nærheten av å kunne fungere som «batteri» for det europeiske elektrisitetsmarkedet.

Gasskraft er den suverent beste alternative kilde til elektrisitetsproduksjon når solen og vinden ikke strekker til. Det trengs all den stund vi ikke har teknologi som billig og i stor skala kan lagre elektrisitet. Vi er ikke i nærheten av å ha slik teknologi i dag, og vi bør forberede oss mentalt på at den ikke blir tilgjengelig i overskuelig tid.

**Rognvaldur Hannesson**, professor emeritus, Norges Handelshøgskole