

Gjestekommentar
- kredittMaria
GranlundStig
HelbergSigmund
HålandPål
RingholmOle Einar
StokstadHaseeb
Syed

Skummelt lave renter

Når rentene stiger igjen, kan obligasjonsmarkedet krasje. Drar det aksje- og boligmarkedene med seg?

Kreditt
Robert J. Shiller



Det er rart - og ikke særlig bærekraftig - at folk binder pengene sine i 20 eller 30 år, bare for å tjene lite eller ingenting utover sentralbankenes årlige inflasjonsmål på to prosent. Nå som obligasjonsmarkedet virker modent for en dramatisk korreksjon, lurer mange på om et krasj kan dra med seg markedene for andre langsiktige eiendeler, som boliger og aksjer.

Jeg får stadig dette spørsmålet på seminarer og konferanser.

Aktørene i bolig- og aksjemarkedene bestemmer tross alt priser med utgangspunkt i prisene på obligasjonsmarkedet, rentene, så smitte fra ett langsiktig marked til et annet virker som en reell trussel.

Obligasjonsmarkedet har vært i tankene mine i en god stund. Det langsiktige obligasjonsmarkedet var faktisk tema for doktorgradsavhandlingen min i 1972 og min første akademiske artikkel året etter, skrevet sammen med min veileder Franco Modigliani. Arbeidet vi gjorde med data fra 1952 til 1971 viste at det langsiktige obligasjonsmarkedet var enkelt å beskrive på den tiden. Det langsiktige rentenivået på en gitt dato kunne forklares som et visst vektet gjennomsnitt av de siste 18 kvartalenes inflasjon og de siste 18 kvartalenes kortsiktige renter. Når enten inflasjonen eller de kortsiktige rentene gikk opp, steg de langsiktige rentene. Når de falt, falt de langsiktige rentene.

Det er mer enn 40 år siden dette, og vi har fått mer data siden den gang. Jeg gikk nylig gjennom tallene for å finne ut om teorien fortsatt holder vann. Det viser seg at det vi beregnet den gang fortsatt gir utrolig nøyaktige resultater for de langsiktige rentene i de første 20 årene etter at vi ga ut artikkelen. Men på midten av 1990-tallet begynte teorien vår å ta feil. Ifølge vår modell burde de langsiktige rentene i USA



Når det gjelder aksje- og eiendomsmarkedet, kan det godt komme en kraftig korreksjon en dag. Men det kommer mest sannsynlig ikke til å ha noe å gjøre med et krasj på obligasjonsmarkedet.

Foto: Øyvind Elvsborg

være enda lavere enn de er nå, fordi både inflasjon og kortsiktige renter er omtrent null eller i minus. De langsiktige rentene er høyere enn forventet, selv hvis vi tar de såkalte kvantitative lettelsene med i beregningen.

Forklaringen vi kom frem til på 1970-tallet stemmer fortsatt såpass godt at jeg ikke tror vi kommer til å se et krasj i obligasjonsmarkedet, med mindre sentralbankene øker styringsrentene eller inflasjonen skyter i været.

Obligasjonsmarkedet krasjer

faktisk ganske sjelden, og når det først skjer, er det ikke så dramatisk. Det største fallet på ett år for amerikanske kredittobligasjoner i USA var bare 12,5 prosent (30 års obligasjoner). Fallet fant sted i de 12 månedene frem til februar 1980.

Det er verdt å merke seg hva slags hendelse som må til for å få til et fall på 12,5 prosent i det langsiktige obligasjonsmarkedet. Det ettårige fallet i 1980 kom rett etter at Paul Volcker tok over den amerikanske sentralbanken i 1979. Statistikk fra 1979 viser at

62 prosent av amerikanere så inflasjon som «landets største problem». Volcker tok radikale steg for å takle inflasjonen og økte kortsiktige renter så mye at det ga nedgangstider. Han fikk mange fiender og til og med dødstrusler. Mange lurte på om han kunne slippe unna med noe slikt eller om han kom til å bli kastet.

Når det gjelder aksje- og eiendomsmarkedet, kan det godt komme en kraftig korreksjon en dag. Men det kommer mest sannsynlig ikke til å ha noe å gjøre med et krasj på obligasjonsmarkedet. Det var tilfellet med de største korreksjonene i det amerikanske aksjemarkedet i forrige århundre (etter 1907, 1929, 1973, 2000 og 2007) og de største korreksjonene på boligmarkedet (etter 1979, 1989 og 2006).

Det stemmer at usedvanlig lave langsiktige obligasjonsrenter betyr at dagens situasjon ikke er helt det samme som det vi har sett tidligere. Men det har heller aldri skjedd at et plutselig krasj i obligasjonsmarkedet drar med seg prisene på aksjer og boliger. Når noe aldri har skjedd, er det lite troverdig å spå at det kommer til å skje nå.

Robert J. Shiller, nobelprisvinner i økonomi, professor i økonomi ved Yale University og medskaper av den amerikanske boligprisindeksen Case-Shiller Index. Copyright: Project Syndicate, 2015.

Om å huske riktig

Karl Eirik Schjøtt-Pedersen, nyslått sjeflobbyist og hærfører for Norsk Olje og Gass, mener i DN den 27. mars at jeg husker feil når det gjelder hans håndtering av Snøhvit-saken. Han mener det var Per-Kristian Foss som sto for norgesrekorden i politisk og juridisk helomvending. Det er riktig at Foss var finansminister da regjeringen gjorde om lovgrunnlaget for å innvilge særskilte skatteordninger for Snøhvit. Historien er derfor Foss måtte rydde opp etter Schjøtt-Pedersen.

Når det gjelder å huske, så bør Schjøtt-Pedersen huske at det var han selv som fremmet et kokkelimonkeforslag for å

endre skatteordningene for Snøhvit for å få det lønnsomt. Som finansminister fremmet han et forslag som ble vedtatt i statsråd 5. oktober 2001. Forslaget skulle gi anledning til langt raskere avskrivning for Snøhvit. Bellona avslørte vinteren 2002 at Schjøtt-Pedersens spesialtilpassede skatteopplegg for Snøhvit var et grovt brudd på EØS-avtalens regler om statsstøtte. Bellona klaget saken inn for Esa som var enige at Schjøtt-Pedersens lovendring ikke var i henhold til lovverket. Store norske investeringer sto på spill.

Som følge av at Bellona vant frem i Esa måtte etterfølgende finansminister Per-Kristian Foss derfor i all hast rydde opp ved å døpe om støtteordningene til Snøhvit til distriktsstøtte som bare gjaldt Finmark. Dette skjedde på et regjeringsmøte 26. mai 2002. Bellona var ikke glad for dette, blant annet

fordi det betød at en svært stor andel av midlene som Norge kan benytte til distriktsstøtte i nord gikk til oljeindustrien istedenfor en bredere satsing i landsdelen. Men Foss hadde ihvertfall det juridiske i orden.

I dag er Per-Kristian Foss fortsatt opptatt av at ting skal gjøres etter boka som landets Riksrevisor.

Schjøtt-Pedersen på sin side er blitt redusert til sjef for en lobbyorganisasjon som ikke skyr noen midler når det gjelder å vri lovverket i retning av fossile interesser. Når NRKs «Nytt på Nytt» har spurt hvor Schjøtt-Pedersen er, har Bellona spekulert på om han har vært ute på gangen med oljeindustrien. Nå er svaret her. Det kan fort bli flere ryddeoppdrag for Per-Kristian Foss.

Frederic Hauge, leder i Bellona

Kunne stanset Ica-Coop-fusjonen

DN antyder på lederplass 28. mars at Konkurransetilsynet ikke hadde virkemidler til å stoppe fusjonen mellom Coop og Ica. Det hevdes at grunnen til dette er at Konkurransetilsynet bare kan gripe inn mot fusjoner som fører til en vesentlig begrensning av konkurransen. Det er feil.

Konkurransetilsynet skal også gripe inn mot fusjoner som forsterker en allerede vesentlig begrensning av konkurransen. Dersom man har vurdert konkurransesituasjon før oppkjøpet som allerede vesentlig begrenset, skal det normalt svært lite til før tilsynet skal gripe inn.

Hvordan tilsynet har vurdert dette spørsmålet i denne saken, vet vi ikke, og vi får antageligvis

ikke vite det heller. Dersom man for eksempel hadde vurdert konkurransesituasjonen før oppkjøpet som allerede vesentlig begrenset, og at det å gå fra fire kjeder til tre mer jevnstore kjeder hadde økt faren for nasjonal priskoordinering i markedet, krever loven at fusjonen forbys.

Det mest sannsynlige utfallet da - ifølge tilsynet - var at Ica hadde blitt i Norge og dannet et innkjøpsamarbeid med Coop eller Rema.

Nå blir dette litt som å diskutere snøen som falt ifjor. Vi får ha tiltro til at tilsynet har vurdert dette spørsmålet, og vi kan bare håpe på at de har falt ned på rett konklusjon. Sett fra utsiden er det ikke åpenbart.

Tommy Staahl Gabrielsen, professor ved Universitet i Bergen og Bergen Center for Competition Law and Economics (BECCLE)