



■ **NOMINERT.** Janet Yellen har vært visepresident for USAs sentralbank Federal Reserve siden 2010 og ble i oktober nominert til bankens leder. Foto: Jacquelyn Martin, AP/NTB Scanpix

om en toårsavtale som skal øke pengebruken på kort sikt og redusere underskuddet på lang sikt.

Det er sannsynlig at markedene vil reagere på dette og andre gode nyheter ved å ignorere sentralbankens signaler om fremtiden og fokusere på nedtrappingen og økninger i de langsiktige rentene. På kort sikt kan dette føre til en kraftig børskorleksjon, slik som i 1980 og 1987.

■ Hvordan vil andre sentralbanker reagere på endringer i pengepolitikken i Washington?

Den europeiske sentralbanken vet at periferilandene i EU ikke er klare for høyere renter, selv om Spania, Irland og Hellas viser tegn på mer økonomisk aktivitet. Arbeidsledigheten i eurosonens utkantland er fortsatt sjokkerende høy.

Den største politiske risikoen i Europa er fortsatt populistene, som vil få en gylden mulighet ved neste års valg til Europaparlamentet.

■ Vil populistene gjøre det godt nok til å forstyrre den komplekse utviklingen av en bankunion i EU?

Sannsynligvis ikke. Populistenes suksess vil kanskje heller oppfordre sosialdemokratene og kristendemokratene til å opprette en «storkoalisjon» i Europaparlamentet. Det er i så fall nok et skritt i retning av «germanifisering» av EU.

I Japan er det enda mindre entusiasme for monetær rehabilitering. Shinzo Abes regjering har klare forventninger om mer, ikke mindre, stimulus

fra sin sentralbank.

■ Vil Japan være i stand til å opprettholde sine kvantitative lettelsener, samtidig som USA trapper ned?

Sannsynligvis. Men hvorvidt lettelsene bidrar til å skape bærekraftig vekst og høyere inflasjon er avhengig av den «tredje pilen» i Abes strukturelle reformer, som ennå ikke har oppnådd sine mål.

Kontrasten til Japans naboland og strategiske rival, Kina, er slående. Det finnes i det minste litt bevis for at den kinesiske sentralbanken allerede har strammet inn pengepolitikken, i et forsøk på å sette i gang en kontrollert kredittstramning i landets skyggebankssektor. Det leder til de tre siste spørsmålene.

■ Kan Kina virkelig opprettholde veksten samtidig som det deflaterer en kredittboble og innfører strukturelle reformer?

■ Hvordan vil Kinas enorme, nye middelklasse reagere hvis svaret på forrige spørsmål er «nei»?

■ Vil lederskapet i Beijing reagere på misnøye hjemme ved å rasle med sablene i utenrikspolitikken, slik de har gjort i år? Jeg skal ikke late som om jeg har svarene på de siste punktene. Men nettopp disse spørsmålene kan vise seg å være nøkkelen til hvor godt – eller dårlig – en «tørrelagt verden» vil gjøre det.

■ *Niall Ferguson, professor i historie ved Harvard University, forfatter av boken The Great Degeneration. Copyright: Project Syndicate, 2013.*

■ ■ ■ Jens, Lars og Karsten sitter sigarrøykende dypt konsentrert over pokerens grønne felt. Jens vinner og vinner. Lars taper alt han har med seg.

Varierende garantigehalt



KREDITT HALVOR HODDEVIK

Lars ber om å få spille på kreditt. Jens aksepterer ikke dette uten videre. Lars er kjent som en dårlig betaler, og må i så fall betale ti prosent rente. Det synes Lars er litt i overkant.

Hva om Karsten garanterer? Overfor Karsten krever Jens kun to prosent rente – Karsten er en solid betaler.

Karsten og Lars er imidlertid gode venner, og Jens har selvsikt nok til å vite at de begge egentlig kan styre seg for ham, spesielt nå som de begge skylder ham penger. Dersom Lars ikke gjør opp overfor Jens kan det hende Karsten velger å la være også, i solidaritet med Lars. Det er en avhengighet mellom de to.

Hvilken rente skal Jens kreve fra Lars når han er garantert av Karsten? Hvilken verdi har den doble sikkerhetslinjen?

Spørsmålet har anvendelse langt utover pokerbordet, og har å gjøre med hvor avhengig de to aktørenes kredittverdighet er. John Hull og Alan White klargjorde dette spørsmålet da de i 2001 publiserte en artikkel i Journal of Derivatives som stilte nettopp dette spørsmålet: Hva er effekten på markedsmessig garantipremie av at garantistens og den garantertes kredittverdighet henger sammen?

I finanskrisens verste periode i 2008–2009 var premien man måtte betale for å forsikre mot tap på obligasjoner vesentlig lavere enn rentemarginen som de samme forsikrede obligasjonene betalte utover risikofrie renter. Årsaken var blant annet muligheten for at motparten på kredittderivatet, en bank, ville misligholde samtidig med den forsikrede låntageren.

Spørsmålet kommer også til anvendelse i internprising i konsern. Hvilken garantipremie betalt av et datterselskap til mor er markedsmessig, for at mor garanterer for datter overfor en tredjepart?

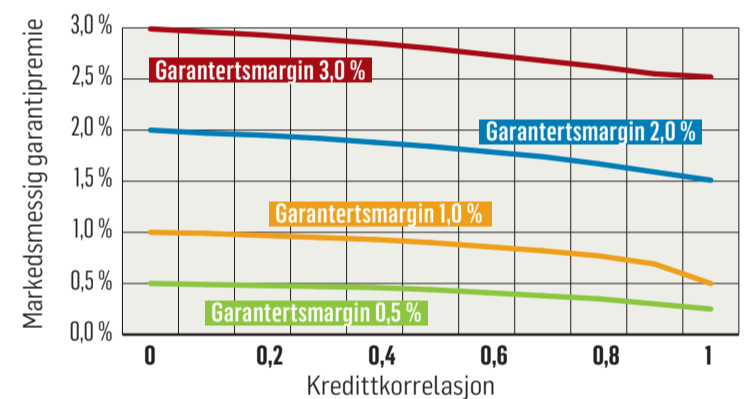
La oss si at et selskap, garantisten, betaler ett prosentpoeng utover risikofrie renter på sin gjeld. Garantisten skal garantere for et annet selskap, den garanterte, som har kapital-kostnad på tre prosentpoeng



RENTE OG TILLIT. Hvilken rente skal Jens kreve fra Lars når han er garantert av Karsten? Hvilken verdi har den doble sikkerhetslinjen, spør Halvor Hoddevik. Foto: Colourbox

Tillit og avhengighet

Hvor mye skal et datterselskap betale til et morselskap for en garanti til långiverne? Sannsynligheten for at mor og datter skal få betalingsproblemer samtidig, påvirker prisen.



20/13 DagensNæringsliv grafikk/Kilde: Macrobond

utover risikofrie renter. Rentemarginen kan ses som et uttrykk for markedets vurdering av låntagers kredittverdighet.

Dersom det ikke er noen avhengighet mellom de to selskapenes betalingsevne, skal garantien koste omtrent tre prosentpoeng. Et fascinerende resultat er at dette gjelder uavhengig av garantistens kredittverdighet.

Årsaken er at dersom garantisten – morselskapet – går konkurs underveis i avtalen, uten at den garanterte – datterselskapet – har misligholdt, kan innehaveren av garantien alltså inngå en ny garantikontrakt med en ny motpart.

Når det ikke er noen avhengighet mellom garantistens og den garantertes kredittverdighet, vil det være like sannsynlig at denne nye kontrakten kan etableres til lavere som til høyere garantipremie enn den gamle kontrakten. Men full uavhengighet er som regel urealistisk.

Ved å variere kredittavhengigheten kan vi evaluere hvordan markedsmessig garantipremie påvirkes. Dette er illustrert i grafen for varierende rentemargin på den garanterte aktøren – datterselskapet.

Vi observerer at så lenge den

garantertes rentemargin er høyere enn garantistens, går markedsmessig garantipremie mot den garantertes rentemargin minus halvparten av garantistens rentemargin, når avhengigheten går mot perfekt.

Dette kan forklares med at dersom det er (nær) perfekt avhengighet mellom de to betyr det bare at de vil gå konkurs i de samme scenariene. Man vet at dersom den ene faller, ryker den andre, men man vet ikke hvem som ryker først.

■ Dersom garantisten går først, får garantimottageren ingen fordel av garantien.

■ Dersom den garanterte går først, kan man kanskje forutsette at garantibeløpet kommer til utbetaling.

I snitt kan man si at det er like sannsynlig at garantist ryker for garantert, gitt at de begge skal misligholde.

Tilliten over pokerbordet er lavere enn røyken er tykk. Jens patter på sigaren og ber om at Lars må betale én prosent rente, garantert av Karsten.

Jens råder Karsten til å be om en garantipremie på ni prosent.

■ *Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as*