

MAKRO

Norske høyrenteobligasjoner

Bør man unngå norske høyrenteobligasjoner av frykt for at rentebunnen er nådd og at elendigheten innen oljeservice fortsetter? Antagelig ikke.

Gjesteskribent

ERLEND LØDEMEL
ANSVARLIG PORTEFØLJE-
FORVALTER I FONDSFINANS
KAPITALFORVALTNING



NORGES BANK MELDTE NYLIG at norsk økonomi går bedre enn ventet og at utsiktene har blitt lysere. Etter nullvekst i fjor høst har den økonomiske veksten tatt seg klart opp i år. I tillegg har arbeidsmarkedet holdt seg bedre enn fryktet og boligprisene økt friskt. Kombinert med at inflasjonen har gjort et overraskende kraftig byks, var dette nok til at sentralbanken valgte å droppe det tidligere varslede rentekuttet og signalisere at rentebunnen trolig er nådd. Selv om Norges Bank ser for seg at første renteøkning først kommer om tre år, kan det være grunn til å spørre seg om lange renter også har passert bunnen.

Tross bedring i den samlede makrosituasjonen sliter deler av økonomien med svake utsikter. Dette gjelder ikke minst oljeservice-sektoren, som vil lide under et ytterligere fall i neste års oljeinvesteringer. Det er lite som tilsier at etterspørselen etter oljerigger og supplyskip vil ta seg opp med det første. På tilbudssiden er det et betydelig antall nye skip og rigger under bygging – bestilt da tidene var gode. For oljeservice er det derfor ikke særlig håp om bedring før tidligst i 2018. I mang en vestlandsbygd ristes det nok derfor på hodet over at Norges Bank kan mene at det ikke lenger er behov for rentekutt, og at til og med rentehevinger kan bli aktuelt. Sterkere krone og økte renteutgifter er ikke hva disse selskapene trenger nå.

For enkelte oljeserviceselskaper er utsiktene så dårlige at egenkapitalen og deler av lånekapitalen er tapt. Obligasjonsgjeld blir nå i visse tilfeller omsatt til kurser som ligger så langt under pari at den beregnede renten er det mangedobbelte av renten på forbruksgjeld. En finansiell restrukturering av selskapene synes uunngåelig.

NÅ SOM HØYRENTEMARKEDET har fått en smell fra oljeservice, frykter enkelte at en eventuell renteoppgang nærmest kan bety dødsstøtet. I en avis stod det nylig at dersom de lange rentene stiger, må man forvente en reversering av renteeffekten på selskapsobligasjoner, aksjer og eiendom. Men i den grad uttrykket selskapsobligasjoner her var ment å omfatte norske høyrenteobligasjoner, er det en gedigen misforståelse å tro at en renteoppgang vil bidra til å redusere avkastningen. De aller fleste norske høyrenteobligasjoner er nemlig lån med flytende rente, ikke fastrentelån. De kalles obligasjoner fordi de løper i mer enn ett år, gjerne fem, men renten endres som



IKKE SÅ ILLE: Høyrentemarkedet har fått en slagside fra oljeservice, men heldigvis flytter det.

regel kvartalsvis, basert på den gjeldende tremåneders pengemarkedsrenten (Nibor) pluss en fast margin. Kuponrenten på en typisk høyrenteobligasjon blir derfor gjerne uttrykt som «3m Nibor + 5,0 prosentpoeng». Om Norges Bank hever styringsrenten slik at pengemarkedsrenten øker, så øker også kupongen, noe som er positivt for obligasjonseierne.

For statsobligasjoner er frykten for renteoppgang mer relevant. Tyske 30-års statsobligasjoner – som er fastrenteobligasjoner – ga i første halvår en avkastning på hele 30 prosent. Disse obligasjonene steg i kurs fordi renten falt markant: investorene var villig til å akseptere ett prosentpoeng lavere rente årlig. Dersom rentefallet reverseres, må man selvfølgelig regne med en tilsvarende reversering av

avkastningen. Men slike ekstreme rentedrevne kurseffekter vil man ikke kunne observere for obligasjoner med flytende rente.

Eventuelle renteøkninger fra Norges Bank er riktignok ikke helt uten betydning for utstedere av høyrenteobligasjoner. Høyere renter vil kunne svekke selskapsresultatene via økte rentekostnader. På den annen side vil en renteoppgang trolig komme fordi økonomien bedres, noe mange bedrifter også vil dra nytte av.

Kort sagt er den største faren for det norske høyrentemarkedet dårlige tider, ikke høyere renter.

NÅR DET GJELDER OLJESERVICE er det ikke utenkelig at det verste er over og at de svake utsiktene er

Vårt økonomipanel skriver hver uke om makroøkonomi, markeder og økonomisk politikk:

24. september: **Kari Due-Andresen**

Man kan falle og slå seg

17. september: **Roger Bjørnstad**

Hvorfor vente på kommunen?

10. september: **Kyrre Aamdal**

Inflasjonsmål til revisjon

3. september: **Jørgen Gudmundsson**

Tilbake til fremtiden for norsk økonomi

27. august: **Egil Herman Sjørnsen**

Husker du Norsk Data og Bergen Bank?

20. august: **Kyrre M. Knudsen**

Boligfesten er (snart) over

13. august: **Øystein Børsum**

Hvorfor kom ikke renteoppgangen?

6. august: **Erik Bruce**

Fare for overdose

30. juli: **Tormod Andreassen**

Bølge av usikkerhet kan gi EU-resesjon

23. juli: **Jan L. Andreassen**

The Two Towers

flyter godt



FOTO: NTB SCANPIX

fullt priset inn i obligasjonskursene. To år etter at oljeprisen stupte begynner det å bli ganske klart hvilke effekter det vil gi for selskapene. Det kan tenkes at pessimismen har tatt overhånd, og at bunnen i markedet allerede kan være nådd. Tross høy risiko innen dette segmentet, finnes det flere gode kjøpsmuligheter.

Om det brer seg en oppfatning av at høyrentepapirer er en god investering, kan obligasjonsinvestorer få en ekstra hyggelig reise fremover. Det var mange sparere og investorer som tok ut pengene fra høyrentefond for et års tid siden, noe som i seg selv bidro til svakere avkastning. Denne negative flyten ser nå ut til å snu. En positiv driver er at rentenivået på norske høyrenteobligasjoner er forlokkende høyt sammenlignet med resten av Europa – også eksklusiv oljeservice.

OPPSUMMERT SYNES UTSIKTENE for det norske høyrentemarkedet å være langt bedre enn mange tror. De svake utsiktene for oljeservice er trolig allerede priset inn, mens en eventuell oppgang i lange renter neppe vil ha særlig betydning.

Tross kraftig slagside fra oljeservice, flyter det norske høyrentemarkedet fortsatt godt.

→ SKATT



FOR TREDJE GANG: Reduserer Siv Jensen selskapsskatten når hun legger frem statsbudsjettet 6. oktober? FOTO: IVAN KVERME

Ekstraordinært utbytte i høst?

Torsdag 6. oktober legger finansminister Siv Jensen frem statsbudsjettet for 2017. Da offentliggjøres også regjeringens forslag til skatte- og avgiftsordning for neste år.

Gjesteskribent

MARTIN WIKBORG OG ALF BAKKE-LØYNING
ADVOKATER I VISMA



VI ER MIDT I en skattereform. Derfor er det grunn til å regne med at statsbudsjettet inneholder flere endringsforslag enn det som er vanlig. For oss skatteadvokater er det mye spenning knyttet til den varslede oppmykingen av formuesskatten, innføring av en ny finansskatt, nye regler for å følge opp OECDs forslag om å bekjempe internasjonal skatteplanlegging (BEPS-prosjektet) samt regler om skatterådgivernes opplysningsplikt.

For den vanlige aksjonær er det vel så spennende å følge med på endringer i utbytteskatten.

I vårens skatteforlik på Stortinget var det bredt flertall for å redusere selskapsskatten fra 25 prosent til 23 prosent innen 2018. Begrunnelsen er at Norge skal tilpasse seg et internasjonalt skattnivå. Til sammenligning nevnes at selskapsskatten er 20 prosent i Storbritannia og Finland samt 22 prosent i Danmark og Sverige.

I og med at det er stortingsvalg høsten 2017, blir vi ikke forbauset om Regjeringen ønsker å gjennomføre reduksjonen til 23 prosent allerede fra neste år. Dette blir i så fall tredje gang selskapsskatten reduseres siden 2014.

Selv om det er begrensede muligheter for å posisjonere seg før en reduksjon i skattesatsen, bør selskapene vurdere om det lar seg gjøre å fremskynde fradragsposter til i år og om inntekter kan skyves på til 2017.

Det er også naturlig at personlige aksjonærer vurderer om det lønner seg å ta ut ekstraordinært utbytte før årets slutt. Grunnen til dette er at skattelettelsen kun er ment å komme selskapet til gode. «Det man taper på gyngen tar man igjen på karusellen», og derfor vil den personlige aksjonæren få økt utbytteskatt.

Dette er i 2016 gjort slik at utbytte justeres med en multiplikator på 1,15, og det er det oppjusterte tallet som skattlegges med 25 prosent. Effektiv utbytteskatt er derfor 28,75 prosent, og effektiv skattesats for selskapet og personlig aksjonær sett under ett blir da cirka 46,56 prosent. Dersom denne effektive samlede skattesatsen skal beholdes etter en mulig satsreduksjon til 23 prosent neste år, vil justeringsfaktoren på utbytte måtte økes til 1,33. Dette gir en økning i utbytteskattesatsen

på 1,84 prosentpoeng til 30,59 prosent og samlet skatt blir da ca. 46,56 prosent også fra 2017.

Finansdepartementet tok ved siste lovendring ikke hensyn til at selskapene hadde opptjent beskattet egenkapital, som allerede har vært gjenstand for høy selskapsskatt.

Skattelettelsen for selskapene er i realiteten en skattekjerpelse samlet sett dersom det heller ikke denne gangen gis overgangsregler. Hvis ikrafttredelsestidspunktet blir det samme for både selskapsskatte-reduksjonen og utbytteskatteøkningen vil det innebære at utbytte som kan tas ut på grunnlag av 2016-regnskapet, blir gjenstand for en merskatt på 1,84 prosent. Solberg-regjeringen kan løse dette på en elegant måte ved å utsette ikrafttredelsestidspunktet for utbytteskatteøkningen til for eksempel 1. juli 2017. Da blir det balanse i systemet ved at selskapets overskudd i 2016 skattlegges med 25 prosent og aksjonærens ordinære utbytte som utdeles våren 2017 skattlegges med 28,75 prosent og ikke 30,59 prosent. Dersom det ikke gis overgangsregler må aksjonærene vurdere om det kan lønne seg å beslutte utdeling av ekstraordinært utbytte før nyttår.

DEN FORMUENDE AKSJONÆREN vil måtte ta hensyn til om en ekstra utbytteutdeling på tampen av året vil medføre økt formuesskatt. Formuesskatteverdien av aksjene for skatteåret 2016 fastsettes normalt på grunnlag av selskapets skattemessige formue den 1. januar 2016, og omfatter opptjent egenkapital på dette tidspunktet. Dersom denne egenkapitalen utdeles som ekstraordinært utbytte før nyttår, vil utbytte øke aksjonærens formuesskatteposisjon pr. 31. desember. Beløpet vil da bli gjenstand for dobbel formuesskatt. Formuesskatten er i år på 0,85 prosent og spiser opp store deler av utbytteskattebesparelsen på 1,84 prosent.

Det er imidlertid mulig å planlegge seg rundt denne dobbeltbeskatningen av formue. Etter skatteloven skal man ikke ta med utbytte av aksje som skattepliktig formue så lenge kravet ikke er forfalt til betaling. Dersom vedtaket i den ekstraordinære generalforsamlingen er at utbetalingen først skal skje i januar 2017 vil aksjonæren således slippe dobbel skatt.

FORUTSATT AT MAN UNNGÅR den ekstra formuesskatten vil skattebesparelsen ved å ta ut ekstraordinært utbytte likevel kun være 1,84 prosent. Med mindre utbytte skal gå til privat forbruk eller investeringer, bør man derfor nøye overveie om det i det hele tatt lønner seg å utløse utbytteskatningen allerede nå, fremfor å vente til behovet melder seg.