

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg

Sekretariat:
Næringslivets Hovedorganisasjon

Vår dato
21.04.2010

Vår referanse
DM 263051

Deres dato

Deres referanse

BEHOV FOR ET MER OMFATTENDE STATSOBLIGASJONSMARKED

I alle velutviklede finansielle markeder finnes det et betydelig statsobligasjonsmarked. I utgangspunktet er dette markedet der fordi stater har et lånebehov, og dette tilfredsstilles best ved at den enkelte stat henvender seg til en alminnelig krets av investorer i kapitalmarkedet.

Statsobligasjonene i markedet har imidlertid flere roller enn bare å finansiere det statlige lånebehovet. Derfor ser man også at stater som ikke har et umiddelbart lånebehov, legger ut lån i markedet for å fylle de andre oppgavene som statslånene har. (Blant stater som legger ut nye statslån uten å ha et konkret lånebehov, er Australia og Singapore de mest kjente.)

Således legger også den norske staten ut nye statslån, etter hvert som eldre lån forfaller, selv om staten strengt tatt ikke har behov for det. Lånene kunne lett ha vært tilbakebetalt ved å trekke på kontantbeholdningen eller andre likvide midler. Hensynet til balansen i pengemarkedet og hensynet til valutakursen er de viktigste argumenter som myndighetene benytter for å ta opp nye lån etter hvert som eldre lån forfaller. Finansdepartementet nevner også hensynet til et velfungerende finansmarked i proposisjonene om lånefullmakt. Dette siste argumentet synes likevel å være lite påaktet og bare i begrenset grad fulgt i den politikk som faktisk gjennomføres.

Statsobligasjonene er regnet for å være uten kredittrisiko, og er således egnede instrumenter for norske og utenlandske investorer som ønsker å investere i rendyrket rente- og valutarisiko. Statsobligasjonene er også de mest likvide verdipapirene i markedet og tjener således som reserve for investorer med behov for likvide plasseringer. Spesielt kan statspapirene benyttes av banker som sikkerhet for lån i sentralbanken og således gi grunnlag for kortsiktig sentralbanklikviditet.

Det er derfor en stor underliggende etterspørsel etter obligasjoner i NOK utstedt av den norske stat. Utenlandske sentralbanker og andre investorer har store, til dels permanente beholdninger av norske statslån, til tross for at avkastningen er lavere enn de aller fleste alternativer. Utenlandske investorer kjøper seg stadig opp og har i dag samlet 60 % av utestående norske statsobligasjoner. Også norske investorer etterspør langsiktige statsobligasjoner i NOK, spesielt livselskaper, som har behov for å plassere pensjonsmidler.

En viktig rolle for statsobligasjonene er at de tjener som referanse for andre obligasjoner og renteinstrumenter i markedet. Med et stort og likvid statsobligasjonsmarked kan man få en referanseindeks og en referansekurve for risikofrie renter i den aktuelle valuta. Dette bidrar til at øvrige rentemarkeder kan virke effektivt, ved at de prissettes i forhold til risikofri rente, gitt ved referansekurven. (Dette er et viktig argument for bl.a. australske myndigheters statslånspolitikk.) I Norge har man bare en begrenset løpetidskurve for norske statslån, og

Postadresse
Sekretariat: Næringslivets Hovedorganisasjon
Postboks 5250 Majorstua
N-0303 OSLO

Kontoradresse
Middelthunsgt. 27
0368 OSLO

Telefon 23 08 80 00
Telefaks 23 08 80 01

likviditeten i statsobligasjonsmarkedet er til tider så dårlig at man ikke får en effektiv fastsettelse av renten. Dette skyldes at staten legger ut langt mindre nye lån enn det er etterspørsel til i markedet. Når utenlandske investorer samtidig legger beslag på stadig større del av utestående statslån, blir det mindre igjen til norske investorer og til løpende handel i det norske markedet.

Obligasjonsmarkedet har en viktig rolle å fylle som en alternativ finansieringskilde for norske bedrifter og kredittinstitusjoner. De store bedriftene har et betydelig behov for langsiktig finansiering, som man ikke kan regne med at bankene kan dekke. De trenger derfor et effektivt obligasjonsmarked for å tilfredsstille det behovet.

Man kunne tenke seg at når den norske stat låner lite, vil det være desto lettere for private låntakere å finne kjøpere til sine obligasjonslån, men slik er det i praksis ikke. Mangelen på en effektiv og likvid referansekurve i norske statslån gjør at store norske låntagere opplever det norske marked som utilstrekkelig, og heller går til utenlandske markeder for å legge ut obligasjonslån. Også norske livselskaper plasserer en svært stor del av sine rentemidler utenlands, til tross for at de har hovedtyngden av sine forpliktelser i NOK. Plasseringene i utenlandsk valuta må valutasikres, men selskapene velger likevel å plassere utenlands fordi det norske markedet er så begrenset. Norske banker og kredittforetak og mange andre norske bedrifter har sin virksomhet basert i hovedsak på norske kroner og har derfor behov for lån i NOK. For å få henholdsvis lån og plasseringer i NOK når aktørene bruker utenlandske markeder, benyttes derivatmarkedene. Aktørene klarer således å tilpasse seg, men det fremstår som en uheldig omvei at låntagerne og investorene går via utlandet.

IMF påpekte lenge før finanskrisen ("Norway: Financial System Stability Assessment", juni 2005) svakheter ved det norske obligasjonsmarkedet. At et dypere og mer likvid norsk obligasjonsmarked ville være en fordel for den finansielle stabilitet, fikk man til fulle illustrert under finanskrisen 2007-2009. Store investorgrupper forsøkte da å flykte fra internasjonale markeder og i stedet søke trygg havn i hjemmemarkedet. I de fleste land var det nok av statslån å investere i, og for øvrig tilgang på private obligasjoner med god kvalitet. Norske bedrifter som tidligere hadde vært vant til å få lån internasjonalt, kom på døren til norske banker og ba om hjelp. Bankene selv hadde imidlertid betydelige problemer med å refinansiere seg internasjonalt. Myndighetene bidro til å løse problemene i pengemarkedet ved at bankene fikk byttelåne kortsiktige statslån (statskasseveksler) mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), utstedt av kredittforetak. Finansdepartementet og Norges Bank har imidlertid uttalt at banksystemet burde ha klart seg uten denne hjelpen fra staten.

Med et dypere og mer likvid statsobligasjonsmarked ville det være lettere å få satt opp også et større og mer effektivt marked for private obligasjoner. Dette kan således sees på som et tiltak for å styrke den finansielle stabilitet. Hvis norske låntagere og norske investorer i hovedsak benytter det norske obligasjonsmarkedet for sine lån og renteplasseringer, vil de være mindre sårbare neste gang det bryter ut uro på internasjonale markeder. Et i utgangspunktet velfungerende og dypt norsk obligasjonsmarked vil være bedre egnet til å takle de utfordringer som da oppstår. Et større og mer likvid statsobligasjonsmarked er ikke alene nok for at det private markedet skal fungere mer effektivt, men det er en bunnplanke for et bedre marked. Det må også treffes tiltak blant private utstedere, banker og andre mellommenn og investorer for at den private delen av markedet skal virke godt under skiftende markedsforhold.

For den norske stat innebærer det ikke noen problemer og ikke noe offer å skulle utstede mer statsobligasjoner. Tvert imot, rentene på norske statslån ligger i gjennomsnitt alltid lavere enn de aller fleste alternative plasseringer. Staten vil således, via statlige pensjonsfond eller andre statlige fond, kunne plassere midlene fra låneopptakene i norske eller internasjonale markeder med positiv margin, selv hensyn tatt til kredittrisiko. Man kan således si at staten går glipp av inntekter ved ikke å låne mer enn den gjør i dag. Dette henger sammen med at den norske staten har en form for monopolstilling, idet den er den eneste staten som kan utstede i egen valuta i NOK. Andre stater og private bedrifter kan også utstede i NOK, men deres papirer vil ikke vurderes som risikofrie i samme grad som de norske statspapirene. Denne monopolstillingen må staten selvsagt forvalte med varsomhet. Det finnes mange eksempler på at stater har misbrukt sin monopolstilling og ødelagt nasjonale kapital- og pengemarkeder. Den norske stat har for sin del en god, nesten 200 år lang historie å vise til, noe som virker betryggende for investormarkedet.

Større opplåning vil føre til større brutto beholdninger av statlige midler. Tidligere var finansministre og embetsmenn i Finansdepartementet engstelige for at pengeriklighet i form av stor kontantbeholdning på statens hånd eller store valutareserver skulle friste uansvarlige politikere til å lytte til krav om mer bruk av penger. I dag har staten en kontantbeholdning som er mer enn 100 mrd. kroner over det departementet selv har satt som mål. Statens pensjonsfond – Utland (SPU) er på 2 600 mrd. Det er således ikke lenger tilgangen på kontanter eller andre likvide midler som setter grenser for pengebruken i Norge. Handlingsregelen har overtatt den rollen.

Til sammenligning med SPU har Statens pensjonsfond – Norge (SPN) bare 100 mrd. kroner til forvaltning, hvorav halvparten i obligasjoner. En større statlig opplåning kan ha som konsekvens at SPN får en større portefølje, med de positive virkninger det vil ha for det private norske obligasjonsmarkedet. Alternativt kan midlene kanaliseres via Statens pensjonskasse, som i dag ikke er fondert, eller andre statlige fond.

