



Det norske obligasjonsmarkedet

- hva kan gjøres for å skape et mer
velfungerende marked?

Rapport fra arbeidsgruppe for obligasjonsmarkedet, nedsatt av
FNHs Bransjestyre kapitalforvaltning og finansmarked

November 2007

FINANSNÆRINGENS HOVEDORGANISASJON

Næringsorganisasjon for bank og forsikring

Kapitteloversikt

Til mottagere av rapporten	3
Sammendrag av rapportens innhold	5
1. Oversikt	7
2. Innledning	7
3. Overblikk over det norske obligasjonsmarkedet	9
4. Nærmere om sentrale forhold på etterspørselssiden	13
4.1 Etterspørsel fra forsikringsselskaper og pensjonskasser	13
4.2 Etterspørsel fra tilbydere av valutasikring	16
4.3 Etterspørsel fra utenlandske investorer	16
4.4 Etterspørsel fra andre større investorer	17
5. Nærmere om sentrale forhold på tilbudssiden	18
5.1 Staten	18
5.2 Andre utstedere	21
6. IMF's undersøkelse av sårbarhet i det finansielle systemet i Norge	23
7. Hovedutfordringer	25
7.1 Aktivitet og likviditet i det norske obligasjonsmarkedet	25
7.2 Det norske obligasjonsmarkedet som tilbyder av renterisiko	27
8. Mulige tiltak	28
8.1 Tiltak for økt aktivitet og likviditet i det norske Obligasjonsmarkedet	28
8.2 Tiltak for økt tilbud av lang renterisiko	29

Til mottagerne av denne rapport — myndigheter og andre brukere av det norske obligasjonsmarkedet

I de siste år er det gjennomført betydelige endringer i rammevilkår for norske finansinstitusjoner, som åpner for mer omfattende utstedelser av og investeringer i private norske obligasjoner og derivater med obligasjoner som underliggende. I den forbindelse nevnes spesielt:

- Norske kredittforetak fikk fra 1. juni 2007 adgang til å utstede obligasjoner med fortrinnsrett, sikret med bolighypoteklån, eiendomshypoteklån og offentlige lån. Obligasjonene oppfyller EØS-avtalens vilkår for ”covered bonds” og oppnår like høy internasjonal anerkjennelse og rating som tilsvarende obligasjoner i andre land.
- Obligasjoner med fortrinnsrett krever på 10 % vekt (mot tidligere 20 % for kredittforetaksobligasjoner) etter kapitaldekningsregelverket for norske finansinstitusjoner.
- Forsikringsselskaper kan investere inntil 20 % (mot tidligere 3 el. 4 %) av forsikringstekniske avsetninger i obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av ett enkelt kredittforetak.
- Forsikringsselskaper kan plassere i obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av kredittforetak i samme konsern (innenfor visse grenser).
- Verdipapirfond kan plassere inntil 25 % av fondskapitalen i obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av ett enkelt foretak.
- Verdipapirfond kan nå relativt enkelt endre sine vedtekter basert på passivt samtykke fra andelseierne, jf. rundskriv fra Kredittilsynet om endret tilsynspraksis 27. mars 2007.
- Obligasjoner med fortrinnsrett gir bankene meget gunstige finansieringsmuligheter i Norges Bank.
- Norske banker kan benytte kredittderivater for å avlaste kredittrisiko etter det nye kapitaldekningsregelverket (fra 1. januar 2007).
- Kredittderivater er definert som finansielt instrument etter den nye verdipapirhandelloven (fra 1. november 2007), og lovens bestemmelser om motregning gjelder nå for disse og de fleste finansielle derivater, dog med unntak av derivater med verdipapirer som underliggende.
- Det er ventet at forskriftsendringer i nær fremtid vil gjøre at forsikringsselskaper og verdipapirfond kan benytte både kredittderivater og andre finansielle derivater i sin kapitalforvaltning.

Hovedstyret i FNH oppfordrer norske utstedere av obligasjoner med fortrinnsrett til å benytte den norske markedsplassen for sine utstedelser.

Obligasjoner med fortrinnsrett gir også forbedrede vilkår for boliglånstagere som vil låne med fastrente over en lengre periode.

Hovedstyret i FNH oppfordrer på denne bakgrunn norske utstedere av obligasjoner med fortrinnsrett til å benytte den norske markedsplassen for sine utstedelser. Norske finansinstitusjoner oppfordres likeledes til å benytte de forbedrede rammebetingelsene til å plassere mer aktivt i det norske markedet. Obligasjoner med fortrinnsrett gir også forbedrede vilkår for de boliglånstagere som vil låne med fastrente over en lengre periode, og således sikre sine renteforpliktelser på dagens rentenivå.

Det vil være av meget stor betydning å få et større og mer likvid norsk statsobligasjonsmarked enn det vi har i dag.

Statsobligasjonsmarkedets begrensede omfang gjør at det private obligasjonsmarkedet og derivatmarkedet mangler et godt fungerende referansemarked.

For myndighetenes overvåkning av den finansielle stabilitet og tilsyn med markedene vil det være ønskelig med et effektivt obligasjonsmarked.

Så lenge det er en egen norsk valuta, bør norske myndigheter også legge vekt på at det er et velfungerende norsk obligasjonsmarked.

Parallelt med dette vil det være av meget stor betydning å få et større og mer likvid norsk statsobligasjonsmarked enn det vi har i dag. Staten står i en særstilling i forhold til det å være i stand til å tilby lån med lang rentebinding. Myndigheter i andre land uten konkret finansieringsbehov velger likevel å holde et stort statsobligasjonsmarked ut fra hensynet til et velfungerende finansmarked. Det er på myndighetshold i Norge en oppfatning at staten ikke kan øke sin obligasjonsopplåning eller sin rentebinding uten å påføre skatteyderne ekstra kostnader. Tatt i betraktning statens enestående posisjon som den som kan tilby risikofrie obligasjoner i det norske kronemarkedet, er det snarere grunn til å tro at staten går glipp av en gevinst ved ikke å tilfredsstille etterspørselen etter norske statsobligasjoner.

Statsobligasjonsmarkedets begrensede omfang gjør at det private obligasjonsmarkedet og derivatmarkedet mangler et godt fungerende referansemarked. Svakheterne gir seg ulike, uheldige utslag:

- Utenlandske og innenlandske investorers store etterspørsel etter norske statsobligasjoner fører til en vedvarende overskuddsetterspørsel.
- Det mangler en effektiv referanserente for store deler av rentekurven.
- Det oppstår feilprisinger i markedet.
- Markedet mangler likviditet.

Forskjellige grupper i samfunnet dels etterspør risikoavdekning, dels etterspør risiko i sin investeringsstrategi. Det gjelder likviditet, rente-, valuta- og kredittrisiko. For å etterkomme de ulike formål er det behov for et marked der ulike finansielle instrumenter kan utvikles, under betryggende kontroll og tilsyn. For myndighetenes overvåkning av den finansielle stabilitet og tilsyn med markedene vil det være ønskelig med et effektivt obligasjonsmarked.

For at norske finansinstitusjoner til enhver tid skal kunne ivareta sine samfunnsmessige og bedriftsøkonomiske oppgaver på en god måte, er det viktig å gi dem rammebetingelser på linje med det man finner i andre sammenlignbare land. Andre små – og store – europeiske land har felles valuta, euro, og dermed har de et stort felles obligasjonsmarked som investorer og låntagere i de landene kan benytte seg av. Så lenge det er en egen norsk valuta, bør norske myndigheter også legge vekt på at det er et velfungerende norsk obligasjonsmarked. Norske finansinstitusjoner og deres kunder, bedrifter og husholdninger, har behov for å benytte obligasjonsmarkedet i mange sammenhenger.

Sammendrag av rapportens innhold

En internasjonal sammenligning viser at det norske obligasjonsmarkedet er klart mindre enn tilsvarende markeder i våre naboland Sverige og Danmark..

Det er antatt at det er et samfunnsmessig gode å ha et marked der forskjellige, innenlandske og utenlandske investorer kan investere i sikre renteplasseringer med ulik løpetid.

Det internasjonale pengefond (IMF) uttaler i sin vurdering av det norske finansmarkedet at det ville være ønskelig med et bredere og mer effektivt obligasjonsmarked.

Jo dårligere det norske obligasjonsmarkedet fungerer, desto vanskeligere og dyrere blir det for livselskaper og pensjonskasser å levere de fremtidige pensjonene som norske bedrifter og privatpersoner etterspør.

Etter FNHs vurdering er det fortsatt behov for å arbeide for et mer velfungerende norsk kapitalmarked. En internasjonal sammenligning viser at særlig obligasjonsmarkedet er klart mindre enn hva det er i våre naboland Sverige og Danmark. At markedet for statsobligasjoner er mindre, følger spesielt av at den norske stat har lite lånebehov, men også den private del av markedet er ganske lite. Når markedet er så begrenset i omfang, kan det føre til at det er lite effektivt når det gjelder å formidle kapital, og det er derfor et mål å få markedet til å fungere bedre. Selv om bedrifter og husholdninger får den kreditt de trenger, blir markedet til dels ineffektivt når det gjelder å omfordele risiko. Det gjelder risiko knyttet til kreditt, renter og likviditet.

De fleste andre velutviklede industriland har et stort og likvid statsobligasjonsmarked. For de fleste lands vedkommende er det en følge av at staten har et løpende lånebehov av et visst omfang. Men også i enkelte land der staten ikke har noe lånebehov, legger staten ut nye obligasjoner i markedet for å dekke en markedsmessig etterspørsel av statslån (Australia, Singapore). Det er antatt at det er et samfunnsmessig gode å ha et marked der forskjellige, innenlandske og utenlandske investorer kan investere i sikre renteplasseringer med ulik løpetid (durasjon). Et stort og likvid statsobligasjonsmarked etablerer samtidig en rentekurve for risikofrie investeringer, som kan benyttes som referanse for prising av andre fordringer, spesielt private obligasjoner, og finansielle derivater, herunder valuta-, rente- og kredittderivater.

Også myndighetene, for de oppgaver de skal ivareta, vil ha nytte av et velfungerende obligasjonsmarked. Det gjelder bl.a. pengepolitikken og hensynet til den finansielle stabilitet. Det internasjonale pengefond (IMF) uttaler i sin vurdering av det norske finansmarkedet at det ville være ønskelig med et bredere og mer effektivt obligasjonsmarked, både av hensyn til den finansielle stabilitet og for at forsikringsselskaper og pensjonskasser skal kunne fylle sine oppgaver på en god måte. Staten som låntager har fordel av at den er den eneste som på en perfekt måte kan levere det som etterspørres i markedet, renteplasseringer med lang varighet, men uten kredittrisiko.

Som den største gruppen finansielle investorer etterspør livselskapene og pensjonskassene obligasjoner med lang renterisiko. Dette gjør de på vegne av sine kunder, de fremtidige pensjonistene. Siden deres forsikrings- og pensjonsforpliktelser er i kroner og med lang durasjon (varighet), trenger de å plassere i fordringer med lang varighet og denominert i kroner. Jo dårligere det norske obligasjonsmarkedet fungerer, desto vanskeligere og dyrere blir det for disse institusjonene å levere de fremtidige pensjonene som norske bedrifter og privatpersoner etterspør.

Tilsvarende gjelder for verdipapirfondene og foretak som tilbyr aktiv forvaltning for kunder. Deres kunder – privatpersoner, bedrifter og institusjonelle investorer – etterspør norske obligasjoner med ulik løpetid og risiko. Jo mer effektivt markedet virker, desto bedre vil de være i stand til å etterkomme etterspørselen fra kundene. Samtidig bør

Samtidig bør det også være enklere å etablere spesialfond som kan benytte seg av ulike derivater i sin plasseringsstrategi.

Åpningen for utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett forbedrer finansieringsmulighetene i betydelig grad.

For å utvikle et effektivt derivatmarked er det behov for et underliggende, effektivt obligasjonsmarked, og da aller helst et risikofritt obligasjonsmarked, dvs. statsobligasjonsmarked.

det også være enklere å etablere spesialfond som kan benytte seg av ulike derivater i sin plasseringsstrategi. Det vil bidra til at fondsnæringen får konkurransedyktige rammebetingelser, og til at kundene kan få tilfredsstilt sin etterspørsel innefor et betryggende lovverk og levert av institusjoner som er under tilsyn.

Norske kredittinstitusjoner (banker og kredittforetak) og verdipapirforetak har viktige roller i samfunnsøkonomien ved at de bidrar til å omfordele og transformere risiko og likviditet. Tradisjonelt tar kredittinstitusjoner imot kortsiktige innskudd og innlån fra allmennheten og låner pengene ut igjen langsiktig til publikum. Med den økende utlånsveksten og vokser kredittinstitusjonenes finansieringsbehov og behov for å kunne påta seg kredittrisiko.

Åpningen for utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett forbedrer finansieringsmulighetene i betydelig grad. Gjennomføringen av Basel II-regelverket bidrar til å effektivisere bruken av bankenes ansvarlige kapital, men fortsatt gjenstår det å bringe regelverket for store engasjementer og regelverket for bruk av kredittderivater i full harmoni med det som gjelder i andre EØS-land. Det vil være gunstig om kapitalmarkedet i større grad kan benyttes for kanalisering og avlastning av kreditten.

Banker og andre verdipapirforetak formidler kjøp og salg av obligasjoner (og andre verdipapirer), dels når det legges ut nye obligasjonslån (førstehåndsmarkedet), dels i annenhåndsmarkedet. I mer moderne og effektive markeder benyttes en lang rekke mer avanserte instrumenter, herunder kredittderivater og ulike rentederivater, slik at man lettere kan omfordele risiko. For å utvikle et effektivt derivatmarked er det behov for et underliggende, effektivt obligasjonsmarked, og da aller helst et risikofritt obligasjonsmarked, dvs. statsobligasjonsmarked.

1. Oversikt

Denne rapporten er resultatet av arbeid i Obligasjonsmarkedsgruppen i FNH nedsatt av Bransjestyre kapitalforvaltning og finansmarked (BKF) i juni 2005. Rapporten har vært behandlet av BKF og forelagt Hovedstyret FNH, som har gitt tilslutning til innholdet og forslagene, jf. sammendraget foran.

I kapittel 2 gis det en innledning med bakgrunn for arbeidsgruppens arbeid og dens mandat og sammensetning. I rapportens kapittel 3 gis det deretter en kort oversikt over det norske obligasjonsmarkedet basert på statistikk over utstedersiden og investorsiden.

Arbeidsgruppen drøfter mer inngående i kapittel 4 hvilke forhold som preger etterspørselssiden, og den videre utviklingen fremover. I kapittel 5 drøftes forholdene på tilbudssiden nærmere, både statens rolle og hvilken rolle andre utstedere spiller, og kan spille i fremtiden. IMF har avlagt det norske obligasjonsmarkedet en visitt i en vurdering av sårbarheten i det norske finansielle systemet i 2005. Deres vurderinger på dette området er gjengitt i kapittel 6. I kapittel 7 gir arbeidsgruppen en oppsummering av de hovedutfordringer det norske obligasjonsmarkedet står overfor i tiden fremover. Det er skilt mellom de generelle utfordringene knyttet til aktivitet og likviditet i det norske obligasjonsmarkedet og utfordringene knyttet til det norske obligasjonsmarkedet som tilbyder av renterisiko. Gruppen peker til slutt i kapittel 8 på mulige tiltak på de to nevnte områdene, for nærmere drøfting og oppfølging i FNH.

2. Innledning

Det norske obligasjonsmarkedet har, i likhet med andre lands obligasjonsmarkeder viktige roller for den nasjonale økonomien:

- En markedsplass for kreditt, et alternativ til bankmarkedet, hvor juridiske personer som ønsker å ta opp gjeld kan henvende seg til et investormarked.
- En markedsplass for investeringer i standardiserte rentebærende verdipapirer, hvor investorer kan få dekket behov for plasseringer med renterisiko og kredittrisiko.
- En markedsplass for verdipapirer som er velegnet som sikkerhet for andre forretningsmessige forhold.
- En markedsplass hvor det skjer en sentral rentedannelse, som har stor betydning for andre økonomiske beslutninger i samfunnet.
- En markedsplass for instrumenter som fungerer som byggesteiner eller referanser for andre finansielle instrumenter (avledede instrumenter), som dekker ulike behov hos institusjoner, selskaper og personer

Det norske obligasjonsmarkedets størrelse i forhold til landets økonomi er langt mindre enn hva som er vanlig i land det er naturlig å sammenligne seg med, f.eks. andre land i Norden. Lånebehovet til norske kredittinstitusjoner og foretak er imidlertid ikke vesentlig lavere, relativt sett, enn det som er vanlig i disse landene. Dette innebærer i praksis at norske kreditt-institusjoner og foretak henvender

seg til de internasjonale bank- og obligasjonsmarkedene i større grad enn hva som f.eks. er vanlig i våre nordiske naboland. Tilsvarende gjelder for de som har plasseringsbehov, dvs. norske institusjonelle investorer som forsikringselskaper og andre investorer med større plasseringsbehov i rentebærende plasseringer. Disse henvender seg i større grad til de utenlandske markedene for sine rentebærende plasseringer enn det som er vanlig i Norden.

Det begrensede omfanget av det norske obligasjonsmarkedet, både i forhold til størrelse og omsetning, var en viktig årsak til at Hovedstyret i Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) i desember 2004 besluttet at arbeid knyttet til et mer velfungerende kapitalmarked skulle være et satsningsområde for FNH, jf. FNHs næringspolitiske handlingsprogram for 2005 og 2006. Bransjestyre kapitalforvaltning og finansmarked (BKF) fikk i oppgave å følge opp dette satsningsområdet. Som ledd i BKF's oppfølging besluttet bransjestyret på møte 15.06.05 å nedsette en egen arbeidsgruppe for obligasjonsmarkedet med bred representasjon fra medlemsmassen, for å drøfte nærmere hva som kan gjøres for å skape økt aktivitet i det norske obligasjonsmarkedet. Arbeidsgruppen ble sammensatt slik at utstedersiden, investorsiden og mellommannsiden ble representert i gruppen.

BKF ga arbeidsgruppen følgende mandat:

"Bransjestyre kapitalforvaltning og finansmarked (BKF) oppnevner en obligasjonsmarkedsgruppe. Dette er en arbeidsgruppe som opprettes i første omgang for en periode på 12 måneder. Formålet med arbeidsgruppen er å utrede forslag til tiltak med sikte på å fremme et mer velfungerende norsk obligasjonsmarked. I dette arbeidet skal gruppen søke kontakt med andre interessenter som kan tenkes å arbeide for samme mål, herunder bl.a. Oslo Børs, Norske Finansanalytikeres Forening, Norges Bank m.fl. Forslag fra arbeidsgruppen kan gå ut på felles tiltak som bedriftene i finansnæringen kan gjennomføre, og det kan også innebære forslag som andre, herunder myndighetene, anmodes om å gjøre. BKF ber obligasjonsmarkedsgruppen om en foreløpig vurdering av mulige tiltak i løpet av 2005. Arbeidsgruppen skal være et rådgivende organ for BKF."

Følgende personer fra medlemsbedriftene har deltatt i arbeidsgruppen:

Stig Helberg, BN-bank (leder frem til mars 2006)
Halvor S. Liaaen, Terra Boligkreditt (leder fra april 2006)
Jan Breivik, SpareBank 1 Livsforsikring
Julie Ellneby (i 2005) / John Arne Wang (i 2006), SEB
William Härter, Handelsbanken Markets
Unni Johnsen, Landkreditt
Jacob Børs Lind, Danske Capital
Harald Riise-Hanssen, KLP Kapitalforvaltning
Kristian Semmen, Storebrand Kapitalforvaltning
Oliver Siem, Eksportfinans
Torgeir Stensaker, Nordea Investment Management
Jan Krogh Vennemo, DnB NOR Markets

Stein Sjølie og Tor Hvidsten fra Finans og juridisk avdeling i FNH har vært sekretariat for arbeidsgruppen. I tillegg har Knut H. Jellum fra samme avdeling bidratt til arbeidet.

Arbeidsgruppen har hatt seks møter i løpet av 2005, 2006 og 2007. Gruppen har hatt møte med en representant fra Oslo Børs. I tillegg har administrasjonen hatt separate møter med Kredittilsynet, Finansdepartementet, Norges Bank og Statens pensjonsfond Norge i tilknytning til arbeidet.

Bransjestyre kapitalforvaltning og finansmarked (BKF) har behandlet rapporten og gitt støtte til at den publiseres og distribueres, sammen med sammendraget foran. Rapporten har også vært forelagt Hovedstyret i FNH, som har sluttet seg til at rapporten publiseres, som et ledd i arbeidet for å styrke det norske kapitalmarkedet, og med en oppfordring til medlemsbedriftene og andre utstedere om å bruke det norske obligasjonsmarkedet i størst mulig utstrekning. I sammendraget foran er FNHs budskap til markedsaktører og myndigheter om å bruke det norske obligasjonsmarkedet, gjengitt.

3. Overblikk over det norske obligasjonsmarkedet

I dette kapitlet gir arbeidsgruppen en kort beskrivelse av det norske obligasjonsmarkedet og sertifikatmarkedet basert på tilgjengelig tallmateriale. En nærmere beskrivelse av bakenforliggende forhold på etterspørselstiden og på tilbudssiden følger i de to etterfølgende kapitlene.

Det norske obligasjonsmarkedet består av omsettelige obligasjoner og sertifikater, noterte og unoterte, som er utstedt av norske eller utenlandske utstederer til investorer som er tilstede i det norske markedet. Obligasjoner utstedt i utenlandsk valuta av norske utstederer i utlandet, regnes i vår sammenheng ikke med i det norske obligasjonsmarkedet.

a) Obligasjonsmarkedet

Tabellen nedenfor viser volumet av obligasjoner opptatt i norske kroner fordelt på utstedersektor og på eiersektor.

Tabell: Obligasjoner i norske kroner—beholdningstall pr. 30.06.07.

	Utstedersektorer		Eiersektorer	
	Pålydende Mrd.kr.	Verdier Andel %	Markedsverdier Mrd.kr.	Andel %
Stats- og trygdeforvaltningen	168	23	37	5
Norges Bank	0	0	0	0
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0
Banker	233	32	102	14
Forsikringsselskaper	0	0	234	32
Kredittforetak	58	8	16	2
Finansieringsselskaper	0	0	0	0
Verdipapirfond	0	0	90	12
Andre finansielle foretak	7	1	6	1
Kommuneforvaltning og -foretak	54	7	21	3
Statsforetak	37	5	2	0
Andre private foretak	94	13	31	4
Husholdninger	0	0	31	4
Utlandet	86	12	169	23
I alt	739	100	742	100

Kilde: VPS og Norges Bank

Tilbudssiden - utstedere

Ifølge tall fra Verdipapirsentralen utgjorde den pålydende verdi av obligasjonsgjelden i norske kroner pr. 30.06.2007 knapt 740 milliarder kroner. Av denne hadde *staten* knapt 170 milliarder kroner eller 23 %. Staten er normalt en stor og viktig utsteder i ethvert nasjonalt obligasjonsmarked. I Norge er statens deltagelse på obligasjonsmarkedet relativt begrenset i forhold til mange andre land. Dette har nær sammenheng med den norske stats gode finansielle stilling, jf. nærmere omtale i punkt 5 nedenfor.

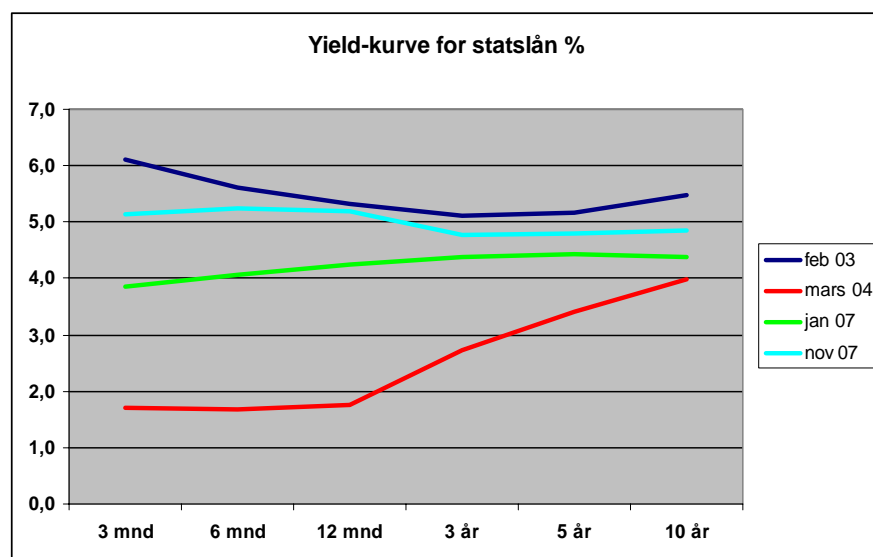
Staten utsteder annethvert år nye statslån med 11 års løpetid samtidig som eksisterende lån utvides. Pr november 2007 hadde staten utestående 5 lån som forfaller med 2 års mellomrom. Tabellen nedenfor viser sammensetningen av statens obligasjonslån pr. 31.10.07.

Statens obligasjonsgjeld 31.10.07

Statslån	Durasjon	Lånets Størrelse Mrd.kr.
NST468	1,5	45,0
NST469	3,2	34,9
NST470	4,7	45,2
NST471	6,3	33,8
NST472	7,8	23,4
Gj.sn./sum	4,3	182,3

Durasjonen for en obligasjon måles som en vektet gjennomsnittlig løpetid på alle utbetalinger fra obligasjonen. Durasjon er videre et uttrykk for hvor stor renterisiko en investering i en obligasjon medfører for investor. De enkelte norske statsobligasjoner har løpetider som varierer fra 0 til 11 år. Durasjonen for alle statsobligasjoner i oktober 2007 var samlet sett 4,3 år, og er på mellom 1,5 og knapt 8 for de enkelte obligasjonslånene.

Figuren nedenfor viser rentekurvene (effektiv rente) for statslån på fire ulike tidspunkter de siste 4 år. Figuren viser at det har vært store bevegelser i statsrenten i perioden.



Bankene, som ved utgangen av 2. kvartal 2007 hadde en kroneobligasjonsgjeld på ca. 230 milliarder kroner eller 32 % av markedet, har passert staten som største utstedersektor på det norske obligasjonsmarkedet. Den viktigste årsaken til bankenes engasjement i obligasjonsmarkedet er behovet for finansieringen av utlån, ettersom innskuddsdekningen de siste årene har gått nedover.

For deler av *kommuneforvaltningen og kommuneforetak* er obligasjonsmarkedet viktig. Ved utgangen av 2. kvartal 2007 var kroneobligasjonsgjelden på 54 milliarder kroner. Mange kommuner finansierer seg imidlertid også via Kommunalbanken og Eksportfinans. Disse to institusjonene finansierer imidlertid sine utlån i hovedsak i de internasjonale lånemarkedene.

Andre kredittforetak finansierer seg hovedsakelig på obligasjonsmarkedet i Norge, eller låner fra sine morbanker. De fleste av dem er eid av banker.

De *statlige og private foretak* hadde en kroneobligasjonsgjeld pr. 30.06.2007 på vel 130 milliarder kroner eller 18 % av markedet. Dette er en liten del av foretakenes gjeld. Mesteparten av deres gjeld tatt opp direkte som lån i bank eller som obligasjonslån i utlandet.

Etterspørselssiden - investorer

På eiersiden er *forsikringselskapene* den største i gruppen med en beholdning på vel 230 milliarder kroner eller 32 % av markedet for kroneobligasjoner ved utgangen av 2. kvartal 2007. Forsikringselskapene plasserer hovedsakelig i statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av finanssektoren.

Bankene eide norske obligasjoner for rundt 100 milliarder kroner eller 14 % av markedet ved utgangen av juni 2007. Banker sitter med obligasjoner for likviditetsformål, blant annet som sikkerheter for lån i Norges Bank og for betalingsoppgjørene i Norges Bank. Bankene bruker imidlertid i første rekke utenlandske verdipapirer i denne sammenheng, ca 65 %, mens resten består av norske papirer. Banker og verdipapirforetak nytter obligasjoner også for kortsiktig handel (trading), plasseringer og avdekning av rentederivater.

Verdipapirfondene har i de siste årene økt sine beholdninger av kroneobligasjoner som i juni 2007 var kommet opp i vel 90 milliarder kroner eller 12 % av markedet.

Utlandet er betydelige eiere av norske obligasjoner, spesielt statsobligasjoner. Utenlandske investorer har mer norske obligasjoner enn bankene i Norge, dvs. ca. 170 milliarder kroner, eller 23 % av markedet.

Øvrige sektorer hadde mindre beholdninger av obligasjoner ved utgangen av 2. kvartal 2007. Stats- og trygdeforvaltningens hadde 5 prosent av markedet mens foretakenes og husholdningenes andeler var neste like store, 4 prosent hver. Disse sektorene plasserer også i noen grad i verdipapirfond som kjøper obligasjoner.

Hvem eier statsobligasjoner?

Utenlandske investorer var iht. VPS den største eieren av statsobligasjoner ved utgangen av 2006. Deres andel var drøyt 40 %. Forsikringsselskapene var den nest største eieren av statsobligasjoner med drøyt 35 %. Bankene hadde en langt mindre andel, i overkant av 5 %. Den resterende andelen statsobligasjoner på i underkant av 20 % er eid av andre sektorer.

b) Sertifikatmarkedet

Tabellen nedenfor viser volumet av sertifikater opptatt in norske kroner fordelt på utstedersektor.

Tabell: Sertifikater i norske kroner -beholdningstall pr.30.06.07

	Utstedersektorer		Eiersektorer	
	Pålydende verdier Mrd.kr.	Andel %	Markedsverdier Mrd.kr.	Andel %
Stats- og trygdeforvaltningen	47	48	9	9
Norges Bank	0	0	0	0
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0
Banker	16	16	16	17
Forsikringsselskaper	0	0	24	25
Kredittforetak	5	6	0	0
Finansieringsselskaper	0	0	0	0
Verdipapirfond	0	0	24	24
Andre finansielle foretak	0	0	5	5
Kommuneforvaltning og -foretak	12	13	1	1
Statsforetak	6	6	2	2
Andre private foretak	11	11	3	4
Husholdninger	0	0	1	2
Utlandet	1	1	11	12
I alt	99	100	97	100

Kilde: VPS og Norges Bank

Tilbudssiden - utstedere

Markedet for kortsiktige rentepapirer i norske kroner utgjorde til sammen i underkant av 100 milliarder kroner. *Staten* utsteder statskasseveksler, som er nullkupongpapirer. Slike papirer har en dominerende andel på ca. 48 prosent, nær 50 milliarder kroner, ved utgangen av 2. kvartal 2007. Staten legger ut nye lån stort sett hvert kvartal og eksisterende lån blir utvidet ved behov. For tiden har staten 4 lån utestående – alle med 12 måneders opprinnelig løpetid.

Bankene finansierer seg også ved sertifikater. Bankenes sertifikatgjeld utgjorde 16 milliarder kroner, eller 16 prosent av markedet, ved utgangen av 2. kvartal 2007.

Statlige og private *foretak* til sammen har vel 17 prosent av markedet. *Kommune-forvaltningen og kommuneforetak* henter også inn midler på sertifikatmarkedet og har en andel på 13 prosent av markedet.

Etterspørselssiden - investorer

På eiersiden er forsikringsselskapene og verdipapirfond de største med andeler på henholdsvis ca. 25 og 24 prosent ved utgangen av juni 2007. Bankenes andel av markedet er ca. 17 prosent.

4. Nærmere om sentrale forhold på etterspørselssiden

4.1 Etterspørsel fra forsikringselskaper og pensjonskasser

I land med store fonderte pensjonsordninger i privat eller offentlig regi, vil pensjons-ordningene normalt stå for den største etterspørselen av langsiktig rentebærende investeringer i landets valuta. I Norge er forsikringselskapene de største tilbyderne av kommunale og private pensjonsordninger. Pr. 30. juni 2007 utgjorde livsforsikringselskapenes forsikringsmessige avsetninger (til dekning av ytelser) ca. 590 mrd. kroner. Gjennomsnittlig årsvekst i de siste 10 årene har vært om lag 9 %. Private og kommunale pensjonskasser tilbyr også pensjonsordninger, men omfanget av virksomheten er mer begrenset. Pr utgangen av 2006 var deres samlede forsikringsmessige avsetninger på 123 mrd. kroner.

Hittil har norske pensjonsordninger i all hovedsak vært ytelsesbaserte ordninger, hvor selskapet eller pensjonskassen garanterer for en årlig minsteavkastning og for at de samlede pensjonsytelsene blir på et visst nominelt nivå. Avsetningene knyttet til slike ordninger utgjør 545 mrd. av totalt 590 mrd. kroner i avsetninger i livsforsikringselskaperne, dvs. 92 % pr. 30. juni 2007. For pensjonskasser er tallet 100 %.

I innskuddsordninger bærer den forsikrede selv hele avkastningsrisikoen. Ved utgangen av 2006 utgjorde de forsikringsmessige avsetningene knyttet til slike ordninger kr. 41 mrd. Innføring av obligatorisk tjenstepensjon, hvor det i svært stor grad ble valgt innskuddspensjonsprodukter, og en fortsatt overgang i privat sektor fra eksisterende ytelsesbaserte ordninger til innskuddsbaserte ordninger, slik man har observert de senere år, vil trolig medføre at den *prosentvise* veksten i innskuddsordninger vil overstige veksten i ytelsesbaserte ordninger betydelig de neste årene. Flere forhold taler imidlertid for at veksten i forsikringsmessige avsetninger *målt i kroner* vil være langt høyere innen ytelsesbaserte ordninger enn innskuddsbaserte ordninger i mange år fremover. Dette skyldes at:

- Forpliktelsene knyttet til ytelsesbaserte ordninger i dag er helt dominerende i forsikringselskapenes balanser. Disse forpliktelsene vil vokse mange år fremover før de kommer til utbetaling. Veksten vil komme som følge av årlige innbetalinger av premie og gjennom årlig avkastning på forsikringsmidlene.
- Overgang fra ytelsesbaserte ordninger til innskuddsbaserte ordninger i privat sektor vil skje gradvis.
- Det er ingen utsikter til overgang fra ytelsesbaserte ordninger til innskuddsbaserte ordninger innen offentlig sektor. Kommunale ytelsesbaserte pensjonsordninger sto for 36 % av de samlede forsikringsmessige avsetningene i livsforsikringselskapene ved utgangen av 2006.

Det vil med andre ord i årene fremover fortsatt skje en vesentlig vekst i de forsikringsmessige forpliktelsene knyttet til ytelsesbaserte ordninger i norske livsforsikringsselskaper og det vil ta mange år før forpliktelsene og kapitalen knyttet til slike ytelsesbaserte pensjonsordninger vil begynne å avta. Beregninger utført av Kredittilsynet tilsier at forvaltningskapitalen knyttet til ytelsesbaserte ordninger i livsforsikringsselskapene under konservative forutsetninger vil utgjøre om lag kr. 1 060 mrd. ved utgangen av 2011, dvs. om lag en fordobling fra 2006. I tillegg vil det være en betydelig vekst i forvaltningskapitalen til de private og kommunale pensjonskassene.

Ved forvaltning av ytelsesbaserte pensjonsordninger må selskapet eller kassen forvalte midlene på en måte som er tilpasset dets forpliktelser. I og med at forsikringsselskaper og pensjonskassers forpliktelser knyttet til de ytelsesbaserte ordningene er renteavhengig (garantert minsteavkastning), er renterisiko den mest fremtredende risikofaktor for slik virksomhet. Myndighetene fastsetter i dag et tak for den årlige garanterte renten, med utgangspunkt i rentenivået i statsobligasjonsmarkedet. Denne renten benyttes også til å beregne størrelsen på selskapets eller kassens forpliktelser. Dette regelverket gjør utviklingen i forpliktelsene relativt forutsigbar og medfører at selskapene innretter forvaltningen for å oppnå en best mulig avkastning på midlene gitt risikobærende evne (bufferkapital) og gitt beskrankningen om at den regnskapsmessige avkastningen hvert år skal overstige den garanterte renten.

Fra EU planlegges det innført et nytt solvensregelverk for alle forsikringsselskaper innen EØS-området (Solvency II), som vil kunne tre i kraft fra om lag 2012. Innføringen av dette regelverket vil sammenfalle med innføring av nye internasjonale regnskapsregler for beregning av forsikringsforpliktelser. Fra det aktuelle tidspunkt vil det være verdivurdering etter virkelig verdi-prinsippet på begge sider av balansen til forsikringsselskaper. Denne overgangen vil medføre at forsikringsforpliktelsene knyttet til ytelsesbaserte ordninger ikke lenger skal beregnes med utgangspunkt i en fast myndighetsfastsatt rente, men i stedet markedsbaserte renter med matchende løpetid som forsikringsforpliktelsene. Overgangen vil gjøre at forsikringsforpliktelsene vil kunne variere kraftig over tid, ettersom de vil bli direkte påvirket av endringer i rentekurven.

Innføringen av dette nye regelverket vil medføre stort behov hos selskapene for å dekke renterisikoen på passivasiden (forsikringsforpliktelsene) direkte gjennom matchende rentebærende plasseringer på aktivasiden. Livsforsikringsselskapene har i dag forpliktelser med gjennomsnittlig løpetid på minst 10-15 år, mens deres rentebærende plasseringer har en løpetid eller rentebetingelser som er langt mer kortvarige. Under det nye regelverket vil slik åpen renterisiko kunne innebærer så sterke svingninger i regnskapsresultatene at en videreføring av gjeldende renteportefølje vil kunne være i strid med kravet til forsvarlighet i kapitalforvaltningen. Videre vil slik åpen renterisiko i livselskapenes balanser under det nye regelverket bli møtt med et nytt kapitalkrav, som vil kunne være vanskelig å oppfylle. De beregninger som Kredittilsynet foretok høsten 2005 i tilknytning til forslaget om midlertidige kapitalkrav for norske forsikringsselskaper i perioden 2007-2009, tilsier at norske livsforsikrings-selskaper må fo-

reta en avdekning av store deler av renterisikoen på passivasiden gjennom rentebærende plasseringer i på aktivasiden, dersom de skal oppfylle de kapital-kravene som vil komme med Solvency II.

Flere europeiske land har allerede gjennomført, eller er i ferd med å gjennomføre, tilpasninger i forkant til det nye solvensregelverket, ved bl.a. å innføre beregninger av virkelig verdi på passivasiden. Erfaringene fra bl.a. Danmark, som har vært tidlig ute i så måte, har vært at det fra forsikringsselskapenes side har oppstått et meget stort behov for nye plasseringer i rentebærende verdipapirer med fast rente og lang løpetid, og for derivat-kontrakter som gir tilgang til lang fast rente.

Norske livsforsikringsselskaper og pensjonskassers forpliktelser er for alle praktiske formål i norske kroner. Både regulatoriske og bedriftsøkonomiske hensyn tilsier at selskapene og kassene ikke bør ta betydelig valutarisiko, men bør foreta matching mellom valuta på aktiva- og passivasiden. Plasseringer i utenlandske obligasjoner uten valutasikring vil normalt medføre en valutamessig mismatch mellom aktiva og forpliktelser. I tillegg vil det oppstå en mismatch knyttet til renteforskjeller, jf. at forpliktelsene vil være knyttet til norsk rente, mens slike plasseringer vil være knyttet til utenlandsk rente. Plasseringer i utenlandske obligasjoner vil derfor ikke være særlig godt egnet som et plasseringsalternativ. Utenlandske obligasjoner kan derimot benyttes dersom man gjennom valutasikring kan konvertere de lange utenlandske rentene til lange norske renter. Som vi omtaler nærmere nedenfor er problemet at tilbydere av denne type valutasikring sjelden er reelle tagere av lang renterisiko, men primært mellommenn som foretar en avdekning gjennom det norske obligasjons-/rentemarkedet.

De nevnte forhold gjør at norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har et grunnleggende behov for å dekke sine langsiktige renteforpliktelser gjennom plasseringer i obligasjoner utstedt i norske kroner. I den grad det skulle vise seg *ikke* å være mulig for forsikringsselskapene å foreta en hensiktsmessig avdekning av renterisikoen på passivasiden gjennom plasseringer i markedet frem til det nye regelverket trer i kraft, blir alternativene enten å bygge opp økte buffere i selskapene basert på tilbakeholdt overskudd på de forvaltede kundemidlene innen kollektiv-porteføljen, eller å bygge opp ny egenkapital gjennom driften (f.eks. ved å prise rentegarantien slik at den gir grunnlag for oppbygging av nye selskapsbuffere) evt. supplert gjennom innskudd av ny kapital fra eierne. Hvor vidt eierne vil bidra til oppbygging av tilstrekkelig ny egenkapital i selskapene gjennom drift eller tilskudd, vil være usikkert. Dette avhenger både av konkurranse-messige forhold og eiernes vurdering av selskapenes evne til å skape en god avkastning over tid, og risikoen for at egenkapitalen kan gå tapt, jf. at en betydelig åpen renterisiko i selskapenes balanser øker sannsynligheten for det sistnevnte.

Det vil føre for langt å gå nærmere inn på de sistnevnte problemstillingene i denne rapporten. Gruppen ønsker imidlertid å påpeke at dersom det skulle vise seg å være strukturelle hindringer for å få til en hensiktsmessig matching av renterisikoen knyttet til de pensjonsordninger som forsikringsselskapene og pensjonskassene forvalter, vil dette raskt ramme kundene gjennom de premier som må betales. Faren er videre stor for at dette til syvende og sist også vil ramme de forsikrede (arbeidstagerne) gjennom de ytelser som vil bli tilbudt av arbeidsgivere, f.eks. gjennom stengning av ytelsesbaserte ordninger.

4.2 Etterspørsel fra tilbydere av valutasikring

Norske og utenlandske banker og verdipapirforetak som tilbyr valutasikring til forsikrings-selskaper og andre, er normalt kun mellommenn i slike handler, dvs. de absorberer i liten grad selv den valutarisikoen som forsikringsselskaper og andre søker å avdekke gjennom bruk av valutasikringskontrakter. Dersom banken eller verdipapirforetaket ikke selv har motgående poster som den ønsker å matche mot en kundes behov for valutasikring, eller har slike motgående behov hos sine øvrige kunder, vil institusjonen måtte lage en motgående posisjon. Dette gjøres gjennom en kombinasjon av kjøp og salg i de norske og utenlandske statsobligasjonsmarkedene, samt valutamarkedet.

Det ovennevnte betyr i praksis at et forsikringsselskaps valutasikring av en utenlandsk obligasjonsinvestering, i svært stor grad vil medføre en økt etterspørsel etter plasseringer i norske kroner med tilsvarende renterisiko (durasjon). Derivatmarkedet vil med andre ord ikke kunne regnes som selvstendig tilbyder av lang renterisiko.

4.3 Etterspørsel fra utenlandske investorer

Som nevnt i kapittel 3 er det betydelig etterspørsel etter norske rentebærende plasseringer fra utenlandske investorer, jf. at disse eide om lag 23 % av det totale utestående volumet av norske obligasjoner registrert i VPS pr. utgangen av annet kvartal 2007. Noe forenklet kan det sies at etterspørselen fra utlandet dels er av langsiktig karakter og dels av kortsiktig karakter. Etterspørselen har vært økende den senere tid.

Langsiktig. Etter innføring av euro ble antallet valutaer fra industriland redusert kraftig. I tillegg er valutaene til noen EU-land utenfor euroområdet nær bundet opp til euro. Dette gjør at antallet valutaer som er tilgjengelig for investorer som ønsker en valutamessig diversifikasjon av rentebærende plasseringer i industriland, har blitt mer begrenset enn tidligere. Også utenlandske sentralbanker har interesse for rentebærende plasseringer i norske kroner, blant annet har Sveriges Riksbank føyd norske kroner inn i sin valutaportefølje (opptil 10 %). Asia-tiske sentralbanker, blant annet Kinas sentralbank, vurderer for øvrig å diversifisere sin valutaportefølje, som til nå i hovedsak har bestått av dollar. Norske kroner utgjør i noen tilfeller også en særlig interessant valuta på grunn av at utviklingen i norsk økonomi avviker fra utviklingen i mange andre europeiske land. Dette skyldes primært at staten og næringslivet har store direkte og indirekte inntekter fra oljerelatert virksomhet. Disse forhold kan føre til stigende etterspørsel etter langsiktige norske kroneobligasjoner fra utlandet i tiden fremover.

Kortsiktig. Det finnes en rekke aktører i finansmarkedene som tar kortsiktige taktiske posisjoner i valuta, bl.a. gjennom plasseringer i statsobligasjoner. Posisjonene tas ut fra et relativt kortsiktig spekulativt syn på den videre utviklingen i valutakursene og rentenivå. På grunn av den norske stats gode økonomiske stilling, kan kredittrisikofrie investeringer i norske kroner (statspapirer) også bli sett på som en sikker havn i mer turbulente tider. Den kortsiktige handelen vil variere kraftig over tid. I noen perioder vil denne type investorer være helt fraværende, mens de i andre perioder vil kunne være inne med store posi-

sjoner. Denne type handel bidrar til økt aktivitet og likviditet i visse finansielle instrumenter, hvilket er positivt. På den annen side, kan slik kortsiktig spekulativ handel påvirke prising av norske obligasjoner negativt i form av store bevegelser over kort tid. Etterspørsel fra denne type investorer kan videre presse ned renten på statsobligasjoner under det som er et normalt nivå. Endringer i statsobligasjonsrenten, vil igjen kunne påvirke renten på andre rentebærende investeringer, ettersom statsobligasjonsrenten benyttes som referanse for prisingen av andre typer rentebærende investeringer. En sterk økning i etterspørselen etter sikre investeringer denominert i norske kroner fra denne type utenlandske investorer vil medføre at tilgjengelig renterisiko i norske kroner blir trukket ut av det innenlandske obligasjonsmarkedet og over på utenlandske investorers hender. I slike situasjoner blir det vanskeligere for norske institusjonelle investorer med behov for å foreta plasseringer med norsk renterisiko å plassere nye midler på en hensiktsmessig måte.

4.4 Etterspørsel fra andre større investorer

4.4.1 Statens pensjonsfond - Norge

Dette fondet, som forvaltes av Folketrygdfondet, hadde 109 mrd. kroner til forvaltning ved utgangen av 2006, hovedsakelig plassert i norske verdipapirer. Markedsverdien av den norske renteporteføljen utgjorde til sammen 45 mrd. kroner, hvorav 15 mrd. i statspapirer, 19 mrd. i finanspapirer og 8 mrd. kroner i industripapirer. Inntil desember 2006 besto fondet også av om lag 110 mrd. kroner i kontolån fra staten, som i praksis fungerte som investeringer i statsobligasjoner, ettersom disse lånene hadde identiske vilkår som utestående statsobligasjoner. Samtidig som disse lånene ble inndratt, ble fondet tilført 10 mrd. kroner i markedsbaserte statsobligasjoner.

I henhold til de gjeldende retningslinjene for investeringene kan inntil 50 % av fondets forvaltningskapital (målt etter anskaffelsespris) investeres i aksjer og aksjerelaterte investeringer i Norge og øvrige nordiske land. Inntil 10 % kan plasseres i obligasjoner i de øvrige nordiske land. Resten skal plasseres i rentebærende fordringer i Norge. I første halvår 2007 har Folketrygdfondet omallokert noe av renteplasseringene, slik at 4 mrd. kroner er investert i andre nordiske land, og norske statsobligasjoner er tilsvarende redusert. Regjeringen har i Nasjonalbudsjettet 2008 lagt frem en vurdering av investerings-retningslinjene for Statens pensjonsfond – Norge. I praksis innebærer regjeringens forslag en nærmere formalisering av gjeldende retningslinjer og forvaltning.

Etter omleggingen ved årsskiftet 2006/2007 forvaltes renteporteføljen i Folketrygdfondet i konkurranse med andre investorer i obligasjonsmarkedet, og kan dermed i større grad enn tidligere påvirke etterspørselen i det norske obligasjonsmarkedet. I og med at det ikke betaler utbytte, vil fondet øke sine plasseringer etter hvert som verdiene i fondet øker. Den høye aksjeandelen medfører videre at fondets verdier i perioder kan komme til å øke betydelig og i andre perioder falle, noe som også kan føre til behov for omallokering mellom aksjer og rentepapirer.

4.4.2 Verdipapirfond

Norske verdipapirfond er en betydelig investor i det norske obligasjonsmarkedet. Dette gjelder først og fremst norske obligasjonsfond og pengemarkedsfond. Fondene hadde pr. 4. kvartal 2006 plassert 95 milliarder kroner i det norske sertifikat og obligasjonsmarkedet. Tabellen nedenfor viser fordelingen av midlene:

Tabell: Norske verdipapirfonds investeringer i det norske rentemarkedet

Pr. 4. kvartal 2006	Millioner kr.
Sertifikater, herav	23 290
Stats- og trygdeforvaltningen og statlige låneinst.	4 399
Andre innenlandske sektorer	18 891
Obligasjoner, herav	72 178
Stats- og trygdeforvaltningen og statlige låneinst.	5 165
Andre innenlandske sektorer	67 013
Sum	95 468

Kilde: SSB

Tall fra Verdipapirfondenes forening pr. 4. kvartal 2006 viser at langt over halvparten av midlene i disse fondene er tilhørende norske institusjonskunder, slik som forsikringsselskaper, pensjonskasser, kommuner og foretak.

5. Nærmere om sentrale forhold på tilbudssiden

5.1 Statens rolle som utsteder av statsobligasjoner

Staten har en svært viktig rolle som utsteder i et hvert obligasjonsmarked. Norske statsobligasjoner anses, i likhet med mange andre vestlige lands statsobligasjoner, å være uten kredittrisiko. Dermed gir de tilgang til rendyrket rente- og valutarisiko. Obligasjonene er således svært godt egnet for posisjonstakning i forhold til fremtidig renteutvikling. For investorer med annen basisvaluta enn norske kroner er norske statsobligasjoner også egnet til å ta kombinerte posisjoner i forhold til både rente- og valutakursutvikling. Obligasjonene er videre svært anvendelige som byggesteiner for andre finansielle instrumenter.

En annen viktig funksjon for statsobligasjonsmarkedet er å etablere en rentekurve for risikofrie investeringer, som kan benyttes som referanse ift. prising av fordringer med kredittrisiko, f.eks. kredittobligasjoner eller industriobligasjoner. Ingen andre en staten kan i dag etablere en slik rentekurve ettersom det fordrer utstedelse av likvide papirer uten kredittrisiko. En slik rentekurve er viktig for en god samfunnsøkonomisk utnyttelse av kapitalen, ettersom den gjør det mulig for offentlige og private beslutningstakere å skille mellom alminnelig krav til avkastning for et lån og krav til avkastning som følge av kredittrisiko knyttet

til et slikt lån. For at en slik rentekurve skal kunne fylle sin funksjon må det være likviditet i de underliggende papirene, slik det er mulig å handle i markedet på de effektive rentene som vises på kurven.

Etter det arbeidsgruppen kjenner til har man i land som Australia og Singapore, hvor staten ikke har noe stort finansieringsbehov, lagt til grunn at opprettholdelse av en (kreditt-)risikofri rentekurve bestående av referansestatsobligasjoner har en så stor egenverdi for økonomien, at man likevel opprettholder et stort statsobligasjonsmarked. Rent forretningsmessig er det også sannsynlig at de enkelte statene tjener penger på å utstede statsobligasjoner og samtidig plasserer i midlene i kredittobligasjoner med samme løpetid eller i internasjonale markeder.

Retningslinjene for den norske statslånspolitikken fremkommer gjennom de budsjettpolitiske retningslinjene, gjennom forvaltningspraksis og den årlige stortingsproposisjonen om fullmakt til å ta opp statslån (låneproposisjonen), jf. sist St.prp. nr. 7 (2006-2007) av 10.11.06. Dagens politikk bygger på at uttak fra oljefondet benyttes til å dekke opp det oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet. Opptak av statsgjeld benyttes kun til å dekke opp finansielle poster i budsjettet. Disse postene omfatter først og fremst avdrag på statsgjelden, netto finansieringsbehov i statsbanker og netto kjøp og salg av aksjer i norske bedrifter (utenom kjøp og salg foretatt av Statens pensjonsfond Norge og utenom aksjer i Statoil). Statsgjeldspolitikken innebærer i praksis at dagens statsgjeld ikke nedbetales, men refinansieres.

I låneproposisjonen angis det flere grunner til at staten skal låne i det innenlandske markedet samtidig som staten sparer i oljefondet:

- *”Omsynet til ein velfungerande finansmarknad.* Statspapir blir rekna som risikofrie verdipapir å investere i, og tener som ein referanse i prisinga av andre finansielle instrument (f.eks. finansielle derivat og private obligasjonar). Eksistensen av statsobligasjonar medverkar til ein effektiv kapitalmarknad i Noreg og har på denne måten ein samfunnsøkonomisk eigenverdi.
- *Omsynet til kronkursen.* Statens pensjonsfond – Utland er utelukkande plassert i utanlandsk valuta. Dette er grunngeve med at ein skal unngå ei unødig styrking av den norske krona. Omsynet til kronkursen tilseier soleis at ein ikkje bør nytte kapitalen som er plassert i utlandet til å dekkja innanlandsk finansieringsbehov.
- *Omsynet til balansen i pengemarknaden.* Når staten betaler avdrag på gjelda eller aukar netto utlån til statsbankane, blir pengemarknaden tilført likviditet. Over tid bør ein ha som siktemål at transaksjonane til staten skal verke nøytralt på likviditeten i pengemarknaden. I dag blir dette ivareteke ved at avdrag på statens lån og netto utlån til statsbankane og liknande blir finansierte ved opptak av nye lån. Likviditets-tilførselen frå staten si side blir på denne måten nøytralisert. Statsopplåninga blir tilpassa Noregs Banks operasjonar for å styre likviditeten i banksystemet. I periodar kan omsynet til balansen i pengemarknaden tilseie at staten låner meir eller mindre enn det som følgjer direkte av eit likviditetsnøytralt opplegg.
- *Omsynet til staten si kontantbeholdning.* Staten si kontantbeholdning i Noregs Bank svingar kraftig. Den kortsiktige opplåninga i marknaden sikrar at staten har tilstrekkelege midlar til å møte betalingskyldnadene sine til ei kvar tid.”

Arbeidsgruppen legger til grunn at det er de tre sistnevnte hensynene som i praksis er førende for den løpende utformingen av statsgjeldspolitikken. Praksis viser at hensynet til et velfungerende finansmarked i liten grad vektlegges ved fastsettelsen av størrelsen på statsgjelden. Dette hensynet synes først og fremst å bli tillagt vekt ved fastsettelsen av løpetidsstruktur på statsgjelden, jf. at man har etablert en praksis med referanselån spredt ut over rentekurven opp til om lag 10 års løpetid.

I låneproposisjonen er statens gjeldsforvaltning nærmere omtalt. Den overordnede målsetningen for den er å dekke statens lånebehov til så lave kostnader som mulig. Under forutsetning gjort av Finansdepartementet om en normalsituasjon med stigende rentekurve, vil målsetningen kun oppnås ved at staten opptar lån med kort løpetid. Det fremgår av låneproposisjonen at gjeldsforvaltningen også skal ta hensyn til statens renteinntekter og nettoeksponeringen for endringer i rentenivået i gjeldsforvaltningen. Man benytter med andre ord en ALM-tankegang (Asset and Liability Management), som benyttes i finansinstitusjoner og andre bedrifter, hvor man søker å matche renteksponering på aktiva og passiva. Målet er å begrense åpen renterisiko, som kan gi institusjonen et regnskapsmessig tap. Beregninger foretatt av Finansdepartementet, og omtalt i låneproposisjonen, tilsier at statens renterisikoeksponering vil bli redusert til om lag null dersom den gjennomsnittlige rentebindingen på statsgjelden blir redusert til om lag ett år.

Arbeidsgruppen vil bemerke at disse beregningene er partielle ettersom de kun er basert på en sammenligning av rentebinding på statsgjelden med rentebindingen på statens fordringer på Husbanken og Statens lånekasse for utdanning. Gruppen konstaterer videre at målsetningene Finansdepartementet har trukket opp for gjeldsforvaltningen tilsier at staten har et underliggende behov for å redusere gjennomsnittlig rentebinding på statsgjelden til om lag ett år.

Arbeidsgruppen vil peke på at de overordnede målsetningene for gjeldspolitikken står i et klart motsetningsforhold til det uttalte hensynet om at statsgjelden skal bidra til et velfungerende finansmarked. En forutsetning for et velfungerende norsk obligasjonsmarked er at det finnes likvide referansepapirer i form av risikofrie statsobligasjoner, fordelt ut over hele rentekurven. Behovet for slike papirer er spesielt stort i den lange enden av rentekurven, hvor usikkerheten knyttet til kredittrisikoelementet hos utstedere med kredittrisiko kan være betydelig, noe som gjør at obligasjoner med kredittrisiko ikke kan tjene som referansepapirer. I låneproposisjonen blir det imidlertid fremstilt som om man har funnet god og varig løsning på denne potensielle konflikten. Løsningen innebærer fortsatt opptak av statslån fordelt ut over rentekurven, samtidig som man benytter rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statsgjelden. I låneproposisjonen for budsjettåret 2008 fremgår det at staten pr. 30.09.07 hadde inngått rentebytteavtaler som omfatter 52 mrd. kroner av statsgjelden, og at disse avtalene hadde en løpetid på 5 – 10 år. Dette har redusert den gjennomsnittlige rentebindingen på statsgjelden fra 4,21 år til 2,75 år. Durasjonen, som er et annet, mer presist mål på renterisikoen på statsgjelden, er videre redusert fra 3,63 til 2,42.

Etter arbeidsgruppens syn har Finansdepartementet ved utformingen av gjeldsforvaltningen ikke tatt tilstrekkelig hensyn til en annen sentral forutsetning for et velfungerende finansmarked, nemlig tilgang på renterisiko. Statsobligasjonene fungerer som det viktigste tilbudet av lang renterisiko i finansmarkedet. Når staten benytter rentebytteavtaler til å redusere rentebindingen på statsgjelden, blir lang renterisiko, som ellers ville vært tilgjengelig, trukket ut av markedet. Statsobliga-

sjonene gir dermed ikke lenger netto tilførsel av lang renterisiko til det norske obligasjonsmarkedet, som tidligere. Omfanget av rentebytteavtalene nevnt ovenfor utgjør til sammenligning mer enn halvparten av samlet utestående volum i de to lengste statsobligasjonsseriene. Finansdepartementet tar i følge den siste låneproposisjonen sikte på å bringe rentebindingen ytterligere ned.

Det fremkommer også av låneproposisjonen av departementet legger vesentlig vekt på ikke å påvirke prisingen i markedet på uheldig måte gjennom bruk av rentebytteavtaler. Arbeidsgruppen noterer at departementet synes å legge til grunn at denne type aktivitet kan gjennomføres uten påvirkning av rentedannelsen i markedet. Dette er arbeidsgruppen uenig i. Bruk av rentebytteavtaler i det omfang det her er snakk om, påvirker prisingen av renterisiko i markedet over tid på en uheldig måte, selv om man ikke kan se direkte utslag prisene fra dag til dag. Redusert tilbud av lang renterisiko fører over tid til økte priser på den renterisikoen som er tilgjengelig, eller med andre ord til en lavere effektiv rente på obligasjoner med lang rentebinding.

Arbeidsgruppen noterer for øvrig at staten ved å ta opp lån med lang rentebinding, for så å bytte renten kort, trolig kan oppnå en enda lavere løpende finansieringskostnad enn ved direkte å ta opp korte lån. Årsaken er at spreaden på rentebytteavtaler er langt høyere i den lange enden av rentemarkedet enn den korte, noe som staten nyter godt av når den bytter bort lange renteforpliktelser mot kortere forpliktelser gjennom rentebytteavtaler.

5.2 Andre utstedere

Banker og kredittforetak

Norske banker og kredittforetak benytter det norske obligasjonsmarkedet for finansiering av sin kredittvirksomhet. For bankenes del er innskudd den viktigste finansieringskilden. På grunn av strukturen på banksiden og investorsiden i Norge, blir de største bankenes låneopp- tak i meget stor grad tatt opp i det internasjonale markedet. De høyt ratede spesialinstitusjonene Eksportfinans og Kommunalbanken tar for sin del opp nesten alle lån i utlandet. Dette skyldes bl.a. at de, som nest beste utstederne i Norge etter staten, drar nytte av statens fravær fra de internasjonale lånemarkedene.

Banker og kredittforetaks kjernevirksomhet er å være mellommenn i finansmarkedene. Som mellommenn har de behov for å tilpasse rentebindingen på sine innlån til renterisikoen på utlånssiden. I og med at norske bankkunder - husholdninger og bedrifter - i hovedsak tar opp lån med flytende rente, er bankobligasjonene utstedt med relativt kort rentebinding. Innenfor næringseiendom er det en høyere etterspørsel etter lån med fast rente enn i andre sektorer, noe som gjør at enkelte kredittforetak spesialisert på finansiering av selskaper i denne sektoren, utsteder obligasjoner med lengre rentebinding.

Det nye norske regelverket for såkalte *obligasjoner med fortrinnsrett* trådte i kraft fra 01.06.2007. I løpet av de etterfølgende måneder har tre nye norske kredittforetak, etablert i forkant av det nye regelverket, emit- tert for mer enn 30 mrd. kroner (frem til 30.09.2007). Foreløpig er det meste av obligasjonene plassert i utlandet, men mer vil etter hvert komme også i det norske markedet. De nye foretakene overtar bolig- lån fra banker, eller gir nye lån, som igjen danner grunnlaget for utste- delse av obligasjoner med fortrinnsrett. De nevnte obligasjonene har fått beste rating hos ratingbyråene, og det meldes om at de er godt

mottatt både i det norske og i utenlandske markeder. Vilklårene er fullt på høyde med hva de beste tilsvarende utenlandske såkalt "covered bonds" har oppnådd. Lånevilkårene er klart gunstigere enn hva norske banker kan oppnå i Norge eller i utlandet. Regelverket for finansinstitusjoners plasseringer i slike obligasjoner er også lagt vel til rette. Obligasjoner med fortrinnsrett har lavere risikovekt i kapitaldekningsregelverket og høyere investeringsgrenser i regelverket for forsikrings-selskaper og verdipapirfond enn tradisjonelle obligasjoner utstedt av banker og kredittforetak. Imidlertid gjenstår det å åpne opp for at forsikringsselskap kan investere i obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av kredittforetak i samme konsern.

Den største aktøren, DnB NOR Boligkreditt, har varslet at den forventer å utstede obligasjoner tilsvarende om lag 50 mrd. kr. allerede i 2007, økende til et samlet volum på 180 mrd. kroner i løpet av tre til fire år. De to andre aktørene Sparebank 1 Boligkreditt og Terra Boligkreditt vil over tid også ta opp betydelige obligasjonslån. Flere andre aktører – Nordea og Glitnir (BN-bank) – vil ventelig komme til etter hvert. Ut fra de signaler selskapene så langt har gitt, vil imidlertid langt over halvparten av lånene bli tatt opp i valuta i utenlandske obligasjonsmarkeder, mens det resterende vil bli tatt opp i det norske obligasjonsmarkedet. En årsak til dette er at de internasjonale kapitalmarkedene er større og dypere enn de norske, jf. at det planlegges utstedelse av relativt store volumer av bolighypoteklån fra norske kredittforetak. Det er antatt at utstedere av obligasjoner med fortrinnsrett kan oppnå de beste prisene ved å legge ut hoveddelen av obligasjonslånene i utenlandske markeder, bl.a. fordi det i dag, i statens fravær, er få AAA-ratede norske utstedere som tilbyr sine obligasjoner i det internasjonale markedet.

Selv om det skulle bli lagt ut et stort volum av obligasjoner med fortrinnsrett i det norske markedet de nærmeste årene, vil antagelig obligasjonene i liten grad tilføre markedet lang renterisiko. De norske forbrukernes og andre låntakeres tradisjon med å ta opp lån med flytende rente vil ikke bli endret som følge av at bankene endrer sitt mønster for å finansiere utlånene, i hvert fall ikke i starten. Kredittforetakenes evne til å tilby utlån med fast rente til gunstige vilkår vil dog øke, og dermed kan boliglån med fast rente bli noe mer vanlig enn i dag. Det at rentekurven for tiden er nokså flat kan også bidra til dette.

Kommunal/fylkeskommunal sektor

Kommunal sektor benytter det norske obligasjonsmarkedet bl.a. for å skaffe finansiering til ved større investeringer. Økonomistyringen i kommunene er i stor grad styrt ut fra årlige budsjetter. Arbeidsgruppen legger til grunn at dette gjør at utstederne fra denne sektoren ikke har incentiver til å ta opp langsiktige lån med lang rentebinding, så lenge rentekurven er stigende, dvs. så lenge lån med kort rentebinding gir lavere rentekostnader i budsjettåret enn lån med lang rentebinding. Dette vektlegges mer enn en trygghet for at renten ikke skal øke betydelig i de påfølgende år.

Arbeidsgruppen antar, med utgangspunkt i offentlig sektors gode økonomiske stilling, at volumet av låneopptak fra kommunal og fylkeskommunal sektor ikke vil øke vesentlig i de nærmeste årene.

Eiendomsforetak

Eiendomsforetak representerer en kapitalintensiv sektor som har behov for finansiering med lang rentebinding, ikke minst for bygg med lange leiekontrakter. Det gir mulighet for å matche utgående kontantstrømmer med inntektsstrømmene, noe som gir redusert risiko. Arbeidsgruppen konstaterer at denne sektoren i dag i stor grad søker finansiering i bankmarkedet, antagelig fordi de opplever at kredittmarginene er mindre i bankmarkedet enn i obligasjonsmarkedet. En årsak til dette kan være bankenes praksis med lånevilkår for å redusere kredittrisikoen på utlånene. Bruk av denne type vilkår er lite aktuelt i obligasjonsmarkedet.

Kraftsektoren

Nettselskapene er en gruppe virksomheter som burde ha interesse av å ta opp lange lån med lang rentebinding i obligasjonsmarkedet. Deres investeringer er ofte meget langsiktige og slike lån vil kunne redusere renterisiko knyttet til infrastrukturinvesteringene og dermed gjøre kontantstrømmene til eierne mer forutsigbare. Det offentlige inntektsystemet for slik virksomhet er imidlertid knyttet til mer kortsiktige rentebevegelser, noe som medfører at nettselskapene i praksis ikke har incentiver til å ta opp gjeld med langsiktig rentebinding.

Olje, offshore, oppdrett og ny teknologi (high yield)

Finansiering av skip og borefartøy skjer i dag i et visst omfang via det norske obligasjonsmarkedet. Markedet har vokst i takt med den økende lete- og borevirksomheten. I stor grad er lånene opptatt i utenlandsk valuta, og obligasjonene plasseres følgelig mest utenlands. Også andre bedrifter utsteder obligasjoner i dette segmentet med høy risiko og tilsvarende krav til avkastning, f.eks. selskaper innen oppdrett og ny teknologi.

6. IMF's undersøkelse av sårbarhet og risiko i det finansielle systemet i Norge

IMF gjennomførte i 2005 en undersøkelse av sårbarhet i det finansielle systemet i Norge, hvor det identifiserte som en særlig risikofaktor det begrensede markedet for rentebærende plasseringer i norske kroner i forhold til livsforsikringsselskaper og pensjonskassenes store langsiktige plasseringsbehov i slike obligasjoner. Fra rapporten "Norway: Financial System Stability Assessment", juni 2005, hitsettes de relevante avsnitt:

"II. STRENGTHS AND VULNERABILITIES

Institutions

Insurance and Pensions

14. While the much smaller non-life insurance sector has had markedly improved results in the last couple of years, 8 life insurance companies and pension funds have improved less, and continue to face significant challenges.

The life insurance sector is dominated by private pension products, 95 percent of which carry a guaranteed rate of return to policyholders. As in a number of other countries, the principal vulnerabilities for the insurance sector arise out of the requirement to achieve this specified return, in the local currency and for the duration of in-force policies which may span several dec-

ades, while also covering actuarial risks and administrative costs in an environment where higher returns are more difficult to achieve consistently than they may have seemed in the past. There are several considerations here:

- Norway does not have an extensive capital market and there appears to be a shortage of longer-term NOK investment opportunities, which gives rise to several types of asset-liability mismatches.
- This shortage of local investment opportunities forces insurers to look abroad for suitable assets, and to find effective hedges for the additional currency exposure. (A prudential regulation limits unhedged foreign currency exposure to 20 percent of the underlying asset or liability, and the industry appears to be at this limit.)
- The sector remains susceptible to low interest rates and also to other market risks, especially for equity prices and property prices.

15. These factors place an important premium on sound risk management by life insurance institutions, and effective oversight by supervisors. For the medium and longer-run, a range of pension system reforms are pending, as discussed in section IID, below.¹⁰

D. Strategic Risks and Structural Issues

Pensions reform and capital market development

29. The reforms to the pensions system that are underway will have an important impact over time. Recent or pending legislation includes measures to facilitate some movement away from guaranteed rate defined benefit (DB) private pensions schemes; allow more options for risk-sharing between insurers and policyholders and allow for a reduction in the market risk taken by the insurance companies; and require more transparency in premium-setting, including as to the premium related to the guaranteed return. There is also a proposal for mandatory occupational pensions for the entire workforce, to be supplied mainly by life insurers. Since some 57 percent of the workforce currently does not contribute to occupational pensions schemes, there is the potential for a substantial increase in longer-term savings. The new mandatory schemes, mainly covering SMEs, would more likely be DC schemes that entail more risk-taking by the pension participants. The above measures, by themselves, would tend to reduce the risks faced by life insurers and pension funds. But the relatively thin domestic securities markets will likely remain a challenge for institutions' asset-liability management, especially if there is also increased demand for DB pensions as a side effect of the broader pension reform process (rather than the specific measures above).

30. Further measures to facilitate a deeper domestic capital market would therefore be of benefit for the life insurance and pensions sector, as well as from other perspectives. For example, domestic corporates who do not have a liquid domestic bond market to tap would benefit, and there would be a more general stability advantage from reducing the high dependence of the system on banks as intermediators of savings. Some industry representatives assert that the best solution to the problem would be for the government to issue sufficient long-term bonds to induce a durable liquid market in longer-term NOK instruments. But there is no fiscal or monetary policy

imperative to do this, and it would raise many other complications. However, the introduction of "covered bonds" and other forms of securitization will work in the right direction, and the authorities should complete the framework for these as soon as possible. Further privatization of state-owned entities would also work in the same direction."

Arbeidsgruppen har blitt kjent med at en intern gruppe i Kredittilsynet har utarbeidet en rapport som har gått nærmere inn på den problemstilling som IMF tok opp i sin rapport. Gruppen forstår det slik at også Norges Bank er opptatt av problemstillingen ut fra hensynet til finansiell stabilitet, men har foreløpig begrenset seg til å omtale problemstillingen kort i sine publikasjoner.

7. Hovedutfordringer

Arbeidsgruppen har drøftet hva skal til for å få til økt aktivitet med tilhørende likviditet i det norske obligasjonsmarkedet. Arbeidsgruppen har også drøftet hva som kan gjøres for at forsikringsselskapene som forvalter offentlige og private tjenstepensjonsordninger, får tilstrekkelig tilgang på lang renterisiko gjennom det norske obligasjonsmarkedet. Disse to hovedutfordringene drøftes nærmere nedenfor.

7.1 Aktivitet og likviditet i det norske obligasjonsmarkedet

Aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet er et resultat av den aktivitet som utstedere, investorer og mellommenn utviser i markedet. Nedenfor omtales i hvilken grad utstedersiden, etterspørselssiden og mellommannsiden kan forventes å bidra til økt aktivitet i årene fremover.

a) Utstedersiden

Det som først og fremst har preget utstedersiden de siste årene er at bankene har økt sin utstedelsesaktivitet i tråd med veksten i utlån og at staten kun vedlikeholder sitt utestående volum. I den aller siste tiden kan det se ut til at utstederne innen high yield-segmentet har tatt over som største gruppe av utstedere.

Den økte utstedelsen fra banker ventes å bli snudd i årene som kommer, samtidig som det kan forventes at utstedelsene fra kredittforetak vil øke. Dette er nært knyttet opp mot fullføringen av det norske regelverket for obligasjoner med fortrinnsrett. Iverksettelsen av dette regelverket fra 01.06.2007 er en viktig milepæl for det norske finansmarkedet og noe av det viktigste som har skjedd for aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet på mange år. Disse instrumentene vil kunne gi tilførsel av store obligasjonsserier med lav risiko. I første omgang har tre kredittforetak benyttet muligheten til å utstede obligasjoner med fortrinnsrett sikret med boliglån (bolighypoteklån). Så langt er det største volumet av de nevnte obligasjonene lagt ut i utenlandske markeder, og det er usikkert hvor mye foretakene vil utstede i det norske markedet. Sett ut fra aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet er det ønskelig med større volumer innenlands.

Dersom obligasjoner med fortrinnsrett skal bli en suksess i det norske obligasjonsmarkedet, er det for øvrig viktig at:

- Det skjer en standardisering på utstedersiden inkl. fellestiltak på informasjonssiden,
- De store og tunge investormiljøene (forsikring, pensjonskasser, Folketrygdfondet), velger å plassere i disse obligasjonene
- Instrumentet fortsatt møtes med positive holdninger fra regulerings- og tilsynsmyndigheter i forhold til plasseringsregelverk, jf. at det gjenstår å tilpasse regelverket slik at forsikringsselskaper kan investere i slike obligasjoner som er utstedt av kredittforetak i samme konsern.

På sikt kan det bli utstedt obligasjoner med fortrinnsrett sikret med pant i annen fast eiendom (eiendomshypoteklån) og lån til eller garantert av offentlige sektor (offentlige lån). Det har på et tidligere tidspunkt også vært uttalt interesse for å etablere kredittforetak som yter lån til elektrisitetssektoren. For dette formål må gjeldende forskrift utvides slik at lån sikret med pant i ”andre realregistrerte formuesgoder” kan stilles som sikkerhet for obligasjoner med fortrinnsrett. Det samme gjelder også for lån sikret med pant i skip. Men på disse områdene foreligger det etter arbeidsgruppens kjennskap, ennå ikke konkrete planer. Ettersom obligasjoner med fortrinnsrett i stor grad vil bli bruk til å refinansiere bankenes utlånsvirksomhet til lavere kostnad, vil volumet av obligasjonslån fra banker ventelig bli redusert over tid. Dette gjelder både obligasjonslån i det norske og i de utenlandske markedene.

En annen positiv utvikling for obligasjonsmarkedet er at det har kommet til en rekke nye mindre private utstedere av obligasjoner, spesielt knyttet til offshore-virksomhet (riggselskaper mv). Disse obligasjonene med høy kredittrisiko har vært utstedt både i norske kroner og i valuta. Ettersom disse obligasjonene i stor grad har blitt plassert direkte hos utenlandske investorer (hedgefond og andre), har det i lite grad bidratt til omsetning i annenhåndsmarkedet.

b) Etterspørselssiden

Den største etterspørselen i det norske obligasjonsmarkedet har opphav i pensjons- og forsikringsforpliktelser i norske offentlige og private virksomheter. Etterspørselen kommer enten direkte fra forsikringsselskaper og pensjonskasser, eller indirekte gjennom disse institusjonenes investeringer i norske eller utenlandske verdipapirfond som er investert i det norske obligasjonsmarkedet. Forsikringsselskapenes og pensjonskassenes aktivitet i det norske obligasjonsmarkedet er videre påvirket av at disse institusjonene de senere år har lagt om lag 50 % av sine obligasjonsinvesteringer i såkalte hold-til-forfall-porteføljer. Slike investeringer bokføres ikke til virkelig verdi. I stedet periodiseres inntektene på en lineær måte og oppskrives gradvis frem til forfall, noe som bidrar til stabilitet i de regnskapsmessige resultatene. Et vilkår for slik bokføring er at obligasjonene ikke kan selges før forfall, noe som gjør at det ikke blir omsetning i de obligasjonene som ligger i disse porteføljene. Med bakgrunn i ventede endringer i reguleringen av forsikringsselskaper - Solvency II - kan det på noen års sikt ventes

en betydelig økning i etterspørselen etter norske obligasjoner fra disse investorgruppene, og da spesielt i obligasjoner med lang rentebinding. Samtidig med innføring av Solvency II vil det bli innført nye regnskapsregler basert på de internasjonale regnskapsstandardene, noe som vil medføre avvikling av hold-til-forfall-porteføljene.

En betydelig usikkerhetsfaktor på etterspørselssiden i det norske obligasjonsmarkedet, er interessen fra utlandet. Med bakgrunn i den relativt sett begrensede størrelsen på det norske obligasjonsmarkedet, vil aktivitet fra utlandet i betydelig grad kunne påvirke aktiviteten i markedet.

c) Mellommanssiden

Banker og verdipapirforetak er mellommenn i obligasjonsmarkedet. Tradisjonelt har disse aktørene foretatt en betydelig kortsiktig egenhandel i det norske obligasjonsmarkedet, bl.a. som ledd i deres rolle som market-maker. Flere forhold gjør at denne egenhandelen har blitt trappet ned de senere år. Blant annet har økt konsentrasjonen på investor og mellommann-siden ført til større gjennomsluktighet i handelen og lav likviditet i mange papirer, og gjort at slik aktivitet har blitt mer risikofylt for banker og verdipapirforetak.

I andre land har mellommenn bidratt til etablering av avledede markeder for kredittisiko gjennom bruk av kredittderivater basert på standardiserte avtaler. Arbeidsgruppen vil peke på mangel av et slikt avledet marked på norske navn som en klar svakhet ved det norske markedet. Gruppen er av den oppfatning at det også etter at nytt kapitaldekningsregelverk og ny verdipapirhandellov nå kommer på plass, vil være gjenstående enkelte mangler ved myndighetsregelverket på dette området. Det gjelder bl.a. regelverket for store engasjementer i kredittinstitusjoner, forsikringsselskapers kapitalforvaltning og spesialfond. I tillegg har det forhold at det norske obligasjonsmarkedet har få store navn, som kan tjene som underliggende, bidratt til at det ikke har blitt noe aktivitet av betydning på dette området så langt. Arbeidsgruppen antar imidlertid at obligasjoner med fortrinnsrett, vil kunne være egnet som underliggende instrument for kredittderivater. Fortsatt gjenstår det imidlertid, som nevnt over, å få på plass et helhetlig og hensiktsmessig regelverk for finanssektorens bruk av kredittderivater, før man vil få etablert et slikt marked her til lands.

7. 2 Det norske obligasjonsmarkedet som tilbyder av renterisiko

Den største utfordringen for obligasjonsmarkedet i årene som kommer er å dekke det behov for *lang renterisiko i norske kroner* som norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser forventes å få i forbindelse med innføring av Solvency II fra 2012 eller 2013. Konkret hvor stort dette behovet vil bli, vil bli kartlagt når det foreligger et helhetlig forslag til nytt regelverk fra Europakommisjonen. Det er imidlertid liten tvil om at regelverket vil føre til et stort behov for plasseringer i obligasjoner med lang norsk renterisiko i årene som kommer.

Staten fører, som nevnt ovenfor, en statsgjelds-politikk som innebærer at den lange renterisikoen knyttet til statsobligasjonene trekkes inn. Arbeidsgruppen har vurdert om det finnes andre utstedere med et

stort investerings-behov og trygge inntektsstrømmer i norske kroner, som kan gi grunnlag for utstedelse av store volumer av obligasjoner med lang rentebinding i årene som kommer. Norske infrastruktur-selskaper burde ha potensial til å være en bidragsyter i så måte. Som nevnt ovenfor er imidlertid nettselskapene i deg regulert på en måte som gjør at det ikke kan forventes at de vil bidra i så måte. Arbeidsgruppen har videre ikke klart å identifisere andre konkrete typer infrastruktur-selskaper som kan påregnes å gi store bidrag til lang renterisiko i det norske obligasjonsmarkedet i de nærmeste årene.

Eiendomsselskaper er en annen gruppe selskaper som burde kunne utstede et visst volum av obligasjoner med mellomlang til lang rentebinding, dvs. der lengden på leiekontrakter er lang og kvaliteten på leietaker er god. Arbeidsgruppen kan likevel ikke se at norske eiendomsselskaper, som i dag hovedsakelig finansierer seg gjennom banker, vil kunne legge ut så volumer lån at det i stor grad vil avhjelpe det forventede behovet for lang renterisiko. I og med at obligasjoner fra denne sektoren innebærer et betydelig element av kredittrisiko, har livsforsikringsselskapene både interne og myndighetsfastsatte begrensninger i forhold til hvor store investeringer som kan gjøres. Det er videre en forutsetning at forsikrings-selskapene kan oppnå en avkastning på slike investeringer som dekker den kredittrisiko obligasjonene medfører.

Arbeidsgruppen kan for øvrig ikke se at det i løpet av de nærmeste årene vil komme til andre nye utstedere av kroneobligasjoner med lang rentebinding fra privat eller kommunal sektor, som vil kunne utstede et volum tilstrekkelig til å dekke forsikringsselskaperens forventede plasseringsbehov. Dette gjelder selv om den økte etterspørselen skulle presse ned avkastningskravet på slike plasseringer.

8. Mulige tiltak

Arbeidsgruppen har drøftet hvilke tiltak som kan tenkes for å adressere de to hovedutfordringene omtalt i det foregående kapittelet. Nedenfor pekes det på mulige tiltak. Arbeidsgruppen vil overlate til FNHs Bransjestyre kapitalforvaltning og finansmarked å drøfte den nærmere oppfølging av punktene nedenfor med sikte på evt. videre utredning og med sikte på FNHs næringspolitiske arbeid.

8.1 Tiltak for økt aktivitet og likviditet i obligasjonsmarkedet

a) Obligasjoner med fortrinnsrett

- Skape oppmerksomhet om behovet for at utstedere av disse obligasjonene benytter det norske obligasjonsmarkedet, for at man skal kunne opprettholde et velfungerende norsk obligasjonsmarked i fremtiden
- Arbeid med utforming av forskriftsbestemmelser om obligasjonslån sikret med pant i ”andre realregistrerte formuesgoder”.

- Videre arbeid for at forsikringselskaper skal kunne plassere i obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av kredittforetak i samme konsern.
- Videre arbeid med standardisering av obligasjonslån.
- Videre arbeid med felles informasjonsmateriale for investorer.

b) **Obligasjonsderivater**

- Få på plass en hensiktsmessig regulering for finansnæringens bruk av kredittderivater, herunder regelverk for store engasjementer i kredittinstitusjoner, forsikringselskapers kapitalforvaltning, og spesialfondlovgivning.
- Tilpasse verdipapirhandellovens regler om motregning slik at alle derivater definert som finansielle instrumenter blir omfattet.

8.2 Tiltak for økt tilbud av lang renterisiko

a) **Staten**

- Skape oppmerksomhet om viktigheten av et stort og likvid statsobligasjonsmarked for samfunnet generelt og at staten står i en særstilling i forhold til det å være i stand til å tilby lån med lang rentebinding.
- Fremskaffe mer informasjon om andre land uten konkret finansieringsbehov, som likevel velger å ha et stort statsobligasjonsmarked, ut fra hensynet til et velfungerende finansmarked og aksepterte samfunnsmessige hensyn.
- Skape oppmerksomhet rundt utfordringene for forvaltningen av offentlige og private tjenstepensjonsordninger i livsforsikringselskapene og pensjonskassene i tiden fremover. Påpeke behovet for at staten bidrar til å avhjelpe problemet, som oppstår som følge av statens gode finansielle stilling. Staten har gjennom finanspolitikken, herunder bruken av Statens pensjonsfond – utland, sørget for at statens gode finansielle stilling ikke skal påvirke realøkonomien på en uheldig måte. Tilsvarende tenkning må til i forhold til i forhold til mulighetene for forvaltningen av offentlige og private tjenstepensjonsordninger i livsforsikringselskapene og pensjonskassene, for å underbygge finansiell stabilitet i fremtiden.
- Understreke den negative effekten av statens bruk av rentebytteavtaler til å korte ned rentebindingen på statsgjelden.

- Utfordre den etablerte oppfatning om at staten ikke kan øke sin obligasjonsopplåning eller sin rentebinding uten å påføre staten ekstra kostnader.
- Peke på muligheten for fondering av Statens pensjonskasse med tilhørende utstedelse av statspapirer, som et mulig grunnlag for økt utstedelse av statspapirer med lang rentebinding.

b) Andre

- Arbeide for at utstedere andre enn staten som kan ha interesse av å tilby lån med lang rentebinding, får rammebetingelser som gjør dette interessant. Dette vil kunne være spesielt aktuelt for kraftsektoren.
- Tiltak overfor låntakere for å fremme lån med fast rente som kan gi grunnlag for kredittforetaks utstedelse av obligasjoner med lang rentebinding. F.eks. markedsføre lån med lang rentebinding til husholdningssektoren.
- Vurdere nærmere om det er mulig med andre tiltak som kan redusere livselskapenes forventede økning i etterspørsel etter kroneobligasjoner med lang rentebinding. En mulighet kan være bruk av alternative plasseringer i aktiva som har sterke likhetstrekk med rentebærende plasseringer, f.eks. direkte lån for investeringer i infrastruktur.