

# Pengepolitikken, verdipapirmarkedet og kommunene

Sentralbanksjef Svein Gjedrem, Foredrag på Kommunalbankens jubileumsseminar 30. august 2002

Jeg vil i dette innlegget berøre tre temaer. Først vil jeg drøfte pengepolitikken og kommunenes økonomiske stilling og deretter det norske obligasjonsmarkedet og Kommunalbanken. Til slutt vil jeg kommentere noen av utfordringene knyttet til pensjonssystemet og samspillet med verdipapirmarkedene.

## Kommunenes økonomiske stilling og pengepolitikken

Den økonomiske politikken i Norge bygger på handlingsregler for finanspolitikken og pengepolitikken. Handlingsregelen for finanspolitikken sier at bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Mesteparten av innfasingen av oljeinntektene kommer i de neste ti årene. Med en avkastning av oljefondet på 4 prosent vil bruken av oljeinntektene øke til nærmere 5 prosent av BNP for Fastlands-Norge i 2010.

Pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Når pengepolitikken rettes inn mot å stabilisere inflasjonen, bidrar den også til å jevne ut samlet etterspørsel og produksjon. Lav og stabil inflasjon bidrar til stabilitet i økonomien. Inflasjonsmålet er det nominelle ankerfestet for norsk økonomi.

Lav inflasjon er målet, renten er virkemiddelet. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir ikke tilstrekkelig holdepunkt for hva renten bør settes til nå. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå inflasjonsmålet.

Aktørene i det økonomiske livet kan legge til grunn at inflasjonen over tid blir nær 2½ prosent. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli satt opp. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned. Her er det symmetri. Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Utviklingen i lønnskostnadene er viktig for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Etterspørselen etter varer og tjenester betyr mye for hvor stramt arbeidsmarkedet blir. Et høyt nivå på privat og offentlig forbruk, investeringer og eksport vil holde etterspørselen etter arbeidskraft oppe. Når tilgangen på arbeidskraft samtidig er begrenset, presser kampen om arbeidskraften lønningene opp.

I mange land er lav og stabil vekst i konsumprisene målet for pengepolitikken. Vi kan derfor regne med at den importerte prisveksten vil holde seg lav. Men prisveksten vil likevel variere med den økonomiske utviklingen ute. Kronen spiller også en viktig rolle for importprisene.

En sterk krone vil dempe prisene på importerte varer. Når renten i Norge øker og forskjellen i rente mellom Norge og utlandet tiltar, vil mer midler bli plassert i norske kroner, og kronekursen stiger.

Renten er høyere i Norge enn i de fleste andre OECD-land. Det henger sammen med at den nominelle lønnsveksten er mye høyere. Lønnsveksten har holdt seg mellom 5 og 7 prosent hvert år siden 1998. Årets lønnsoppgjør ser ut til å føye seg inn i denne rekken. Bak den sterke lønnsveksten er et stramt arbeidsmarked.

Lønnstilleggene i årets oppgjør ble høye. Oppgjørene i konkurranseutsatt sektor var ikke lønnsledende. Lønnsveksten i flere skjermede virksomheter, inklusive kommunal sektor, ser ut til å bli merkbart høyere. Det bryter med mønsteret fra noen år tilbake.

Innfasingen av oljeinntektene øker etterspørselen etter arbeidskraft fra offentlig sektor og fra bedrifter som selger varer og tjenester til husholdningene. Kampen om arbeidskraften kommer til uttrykk gjennom høy lønnsvekst og svekket konkurranseevne for det næringslivet som er utsatt for internasjonal konkurranse.

Mange virksomheter i skjermet sektor kan i utgangspunktet velte økte lønnskostnader over på kundene. Pengepolitikken må redusere mulighetene for en slik overveltning for å hindre inflasjon. Det skjer dels ved å holde veksten i etterspørselen etter varer og tjenester i sjakk. Dessuten kan en sterk krone føre til at leveranser som tidligere var forbeholdt innenlandske produsenter, skjer fra utlandet.

I bygd og by - hvor ansettelse i kommunen er et alternativ til å arbeide i jordbruk, fiske, lokal tjenesteproduksjon eller småindustri - kan offentlig sektor være lønnsledende med sine landsomfattende avtaler. Lønnsutviklingen i offentlig sektor kan derfor være en viktig kime til økt inflasjon.

I offentlig virksomhet kan økte lønnskostnader ved dyre inntektsoppgjør bare i begrenset grad veltes over på kundene. Derimot kan vekst i kostnadene øke presset for høyere statlige bevilgninger. Mange vil trolig vente at staten plukker opp regningen når lønnskostnadene øker sterkt.

I næringslivet - med sine krav til lønnsomhet - må økte lønnskostnader motsvares av økt produktivitet. I utgangspunktet vil staten stille tilsvarende krav til offentlige virksomheter. Hvordan dette finner sin løsning vil spille en vesentlig rolle for utviklingen i statsbudsjettets utgifter og dermed for rente og kronekurs.

Offentlige utgifter vokser med 7 prosent fra i fjor til i år. Det er vesentlig sterkere enn veksten i verdien av BNP i den private delen av fastlandsøkonomien, som kan anslås til rundt 4 prosent. Da er handlingsregelen fulgt nøye. Den reelle veksten i offentlig forbruk er anslått til 1½ prosent. Det blir altså bare en moderat vekst i den offentlige tjenesteproduksjonen, selv om offentlige utgifter øker mye i løpende kroner. Forklaringen er at kostnadene ved å produsere offentlige tjenester stiger sterkt. Det reflekterer den høye lønnsveksten i offentlig sektor. Dessuten vokser overføringene til husholdningene i våre sosiale ordninger betydelig. Mesteparten av den høye veksten i statlige bevilgninger ender derfor opp som sterk vekst i husholdningenes inntekter og forbruk. Det må vi nok også kanskje regne med når lønns- og

kostnadspresset er så sterkt i utgangspunktet. Skulle staten kompensere virksomhetene for at de har gitt lønningene et særlig løft, blir resultatet lett en ny runde i lønnsspiralen.

Den høye renten og den sterke kronen speiler realøkonomiske drivkrefter knyttet til de høye oljeinntektene, et stramt arbeidsmarked og sterk vekst i husholdningenes inntekter, forbruk og låneopptak. I tillegg kan nye trekk i lønnsdannelsen ha bidratt til en særlig høy samlet lønnsvekst. Hvis disse kreftene dempes, er det også håp om at presset mot pengepolitikken kan avta.

## Obligasjonsmarkedet

Rentene i markedet gir grunnlag for hvilken kompensasjon de som sparer får for å avstå fra forbruk i dag og hvilken pris investorer må betale for å få tilgang til andres sparemidler. Finansiell sektor er mellomledet som skal kanalisere sparingen til lønnsomme investeringsprosjekter og sikre en best mulig utnyttelse av den eksisterende kapitalen. Det finansielle systemet skal også gi låntakere og investorer muligheter til å fordele sin risiko. Fordelingen av kapitalen og risikohåndteringen kan skje både i bankene og i verdipapirmarkedene.

De siste par årene har finansiell sektor vært utsatt for store påkjenninger. Det har vært konjunkturedgang i de største industrilandene, krakk i markedet for teknologiaksjer, terrorangrep mot USA og Argentina har misligholdt sin statsgjeld. Aksjekursene har falt kraftig, og misligholdet av obligasjonslån har økt sterkt. Skandalen i energiselskapet Enron og regnskapsjuks i flere amerikanske bedrifter, har svekket tilliten til verdipapirmarkedene og det finansielle systemet.

Verdipapirmarkedene skal blant annet sikre at risikoen knyttet til ulike investeringer reflekteres i lånekostnader og forventet avkastning. Dette justeres løpende gjennom prissettingen i markedene. Tillit til at aktørene gir korrekt informasjon om resultater og den løpende utvikling for øvrig, er avgjørende for at prisingen skal kunne skje på en fornuftig måte. Amerikanske myndigheter har allerede gjennomført tiltak med sikte på å hindre flere regnskaps- og revisjonsskandaler. Flere initiativ kan ventes, også i andre land.

Velfungerende verdipapirmarkeder er viktig for at det finansielle systemet skal være stabilt og effektivt. Uten den betydelige spredningen av risiko som verdipapirmarkedene har bidratt til, er det lite sannsynlig at det finansielle systemet kunne taklet de omfattende sjokkene det har vært utsatt for de siste årene på en såvidt bra måte.

Vi har et godt utviklet finansielt system i Norge. Finansinstitusjoner som banker, kredittforetak og forsikringsselskaper formidler fordringer og gjeld mellom aktører i økonomien. I verdipapirmarkedene kanaliseres kapitalen direkte fra långiver til låntaker ved bruk av standardiserte gjelds- og egenkapitalinstrumenter i et førstehåndsmarked. Papirene kan omsettes videre gjennom kjøp og salg i et annenhåndsmarked. Både gjeld og egenkapital handles daglig av mange aktører og i store volum. Markedet for gjeldspapirer består av obligasjons- og sertifikatmarkedet, mens egenkapitalmarkedet i all hovedsak utgjøres av aksjemarkedet.

Det norske markedet for obligasjoner er svært lite i internasjonal sammenheng. Dette gjelder både markedet for statsobligasjoner og private papirer. Foretakenes opptak av obligasjons- og sertifikatlån innenlands er lavere i Norge enn i de fleste sammenlignbare land. Som vi ser av figuren er det norske markedet lite også i nordisk sammenheng.

I det siste har vi sett en økning i utlendingers interesse for kroneobligasjoner gjennom sterk vekst i det såkalte Euro-kronemarkedet. Dette er utløst av det norske rentenivået. Internasjonale virksomheter og bedrifter utsteder nå kroneobligasjoner i svært stort omfang. Det gir samtidig livselskaper og fond et investeringsalternativ i norske kroner.

De største eierne av norske obligasjoner er forsikringsselskapene, men også staten, private foretak og utlendinger er store eiere. Staten og finansinstitusjonene er de dominerende låntakerne eller utstederne av obligasjoner.

Kommunalbanken er en ganske stor aktør på utstedersiden i det norske obligasjonsmarkedet. Ved utgangen av 2001 var bankens samlede innlån gjennom innenlandske obligasjoner og sertifikater om lag 26 milliarder. Dette utgjorde vel 6 prosent av totalt utestående beløp av obligasjoner og sertifikater i Norge ved utgangen av fjoråret.

At Norge har små verdipapirmarkeder har blant annet historiske årsaker. I etterkrigstiden fram til begynnelsen av 1980 - tallet var det norske obligasjonsmarkedet preget av direkte reguleringer. Først sent på 1980-tallet ble obligasjons- og sertifikatmarkedet liberalisert og det er nå en del av et internasjonalt marked.

Omsetningen og emisjonsvolumet økte kraftig fram til midten av 1990 - tallet. Fremdeles finansieres likevel norske bedrifter i obligasjonsmarkedet i langt mindre utstrekning i Norge enn i andre sammenlignbare land.

Statens sterke finansielle stilling kan også bidra til å forklare at det norske markedet for private obligasjoner er lite. Velfungerende statsobligasjonsmarkeder kan stimulere den private delen av gjeldsmarkedet. I svært mange land har staten hatt et stort lånebehov og har bygget opp omfattende gjeld. Selv om lånebehovet er lite, legger også norske myndigheter i sin statsgjeldspolitik vekt på å utvikle et velfungerende obligasjonsmarked. Låneopptakene konsentreres om få og store standardiserte lån. Dette bidrar til økt omsetning i annenhåndsmarkedet og dermed bedre likviditet. God likviditet og lav risiko gjør at renter på statsobligasjonene kan fungere som retningslinje (benchmark) for renten på obligasjoner i det private markedet.

Renten på obligasjoner og sertifikater utstedt av andre enn staten er sterkt påvirket av renten på tilsvarende statslån. Private låntakere må betale noe høyere rente enn staten fordi de vurderes som mindre sikre tilbakebetalere. Likviditeten i papirene er også av betydning. Renteforskjellen mellom statspapirer og private papirer består derfor både av en kredittrisikopremie og en likviditetspremie. Normalt vil likviditetspremien være lavere jo større og mer utviklet markedet er. Kommunenes finansielle stilling i forhold til staten sikrer at det er liten eller ingen kredittrisiko knyttet til obligasjoner lagt ut av Kommunalbanken eller kommunene selv. På grunn av likviditetspremien vil imidlertid også Kommunalbanken og kommunene være tjent med et bedre utviklet og mer likvid obligasjonsmarked i Norge.

Jeg ser flere grunner til at norsk økonomi vil være tjent med at en større del av kredittformidlingen skjer gjennom obligasjons- og sertifikatmarkedet.

#### **a) Bedre mulighet for risikohåndtering**

Obligasjoner og sertifikater omsettes i et annenhåndsmarked. Flere aktører gis dermed mulighet til å investere i aktiva som i hovedsak har vært forbeholdt finansinstitusjoner. Bankene får også økte muligheter til å fordele risikoen i sine utlånsporteføljer mellom ulike sektorer og regioner. Samlet sett bidrar dette til å spre kredittrisikoen knyttet til lånene. Når risikoen spres i det finansielle systemet reduseres sårbarheten ved eventuell finansiell uro.

#### **b) Kontinuerlig prising av risiko reduserer mulighetene for sjokk**

Det er betydelige forskjeller i åpenheten mellom lån gitt fra finansinstitusjoner og verdipapirlån ved kredittvurdering og prising. Kredittvurderingen i finansinstitusjoner må betraktes som bedriftsintern informasjon. Lån gitt av banker og finansinstitusjoner er langt mindre likvide enn omsettelige verdipapirer, og prisen vil normalt ikke kunne endres som følge av ny informasjon om låntaker. Ved lån i verdipapirmarkedet stilles det på den annen side krav om åpenhet og god ekstern informasjon. Aktørenes kredittvurderinger kommer her kontinuerlig til uttrykk gjennom den åpne prisprosessen.

Stabiliteten i vårt finansielle system styrkes ved at markedsaktørens oppfatning av riktig verdi avspeiles transparent og kontinuerlig i prisene. Dette forutsetter selvsagt at informasjonen selskapene er pålagt å komme med faktisk er riktig. Økonomiske sjokk vil også absorberes lettere, selv om store prisendringer vil kunne få betydelige formueseffekter. Fordi prisen på banklån er relativt fast, er finansinstitusjonene i stor grad avhengig av å justere kvantum når det tilkommer ny informasjon. Dette kan for eksempel gjøres ved å la være å rullere kortsiktige lån. Ringvirkninger av uventede begivenheter kan derfor ofte bli større ved banklån enn for verdipapirlån.

#### **c) Et velutviklet obligasjons- og sertifikatmarked gir det finansielle systemet to ben å stå på**

Finansielle kriser er normalt knyttet til banksystemet. Krisene kan dels være forårsaket av svært stor konsentrasjon av risiko i bankene. I krisesituasjoner har det vist seg at finansinstitusjoner og verdipapirmarkedet kan utfylle hverandre og hindre at formidlingen av kreditt stopper opp. Et eksempel er krisen som fulgte etter sammenbruddet i det amerikanske hedgefondet LTCM i 1998. I en periode under krisen var det store problemer i det private obligasjonsmarkedet i USA. Finansinstitusjonene økte da sine utlån og forhindret en mer omfattende kredittørke. Omvendt har vi i situasjoner med bankproblemer sett at finansiering gjennom verdipapirmarkedene har erstattet banklån.

Det er nå i ferd med å skje endringer som jeg tror vil bidra til å styrke det norske obligasjonsmarkedet. Lovforslag vil blant annet åpne for at for eksempel boliglån i bank kan selges til et spesialforetak som finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner.

Lovforslagene innebærer at flere typer lån kan finansieres i obligasjonsmarkedet. Et økt antall utstedere og investorer kan generelt bidra til å skape et mer likvid annenhåndsmarked for obligasjoner. Dette vil direkte eller indirekte også kunne styrke bankenes stilling.

## Fondering av pensjonene

Hvordan vi organiserer pensjonssystemet her i landet vil ha stor betydning for kommunene som er en stor arbeidsgiver. Verdipapirmarkedene vil også bli påvirket av hvilket pensjonssystem vi kommer til å ha i Norge i framtiden. Livsforsikringsselskapene og pensjonskassene er store aktører i de norske verdipapirmarkedene.

I Norge finansieres hoveddelen av pensjonene gjennom et såkalt "pay-as-you-go" eller "betale etter hvert" system. Det er beskatning av den løpende verdiskapingen som betaler folketrygdens løpende pensjoner. For de aller fleste vestlige land viser beregninger at skattene må økes kraftig i framtiden for å betale pensjonene til den kommende "eldrebølgen". Alternativet til løpende finansierte ordninger er å bygge opp fond i forkant som pensjonene betales av. Disse fondene kan bestå av ulike aktiva som for eksempel aksjer og obligasjoner.

Mer fondering vil gi en positiv stimulans til det norske verdipapirmarkedet, selv om en hensiktsmessig spredning av risikoen vil innebære at store deler av pensjonsmidlene plasseres i utlandet. Økende grad av fonderte løsninger i andre land vil også bidra til økte plasseringer i Norge. Lovregulering av pensjonskassenes investeringer vil også være av betydning. I dag har for eksempel de fleste land relativt strenge begrensninger for hvor stor aksjeandelen i pensjonskassenes porteføljer kan være. Forslag til nytt EU-direktiv innebærer imidlertid at denne andelen skal kunne økes, noe som vil kunne ha betydning for etterspørselen etter verdipapirer.

Utviklingen i finansmarkedene den siste tiden har vist at det er betydelig usikkerhet knyttet til avkastningen på denne sparingen. Dette representerer usikkerhet om den fremtidige økonomiske utviklingen som også vil gjelde ordninger hvor pensjonene blir finansiert løpende. Myndighetene kan riktignok påvirke dette gjennom skatteendringer. En ugunstig økonomisk utvikling vil imidlertid sette både evnen og viljen til å øke beskatningen for å innfri pensjonsforpliktelsene, på en hard prøve. Spesielt stor vil denne usikkerheten være i et land som er svært avhengig av én eller et mindre antall næringer slik som Norge. Statens finanser er for eksempel utsatt dersom oljeprisen skulle varig svekkes. I et fondert system synliggjøres usikkerheten om den videre utviklingen løpende. Et vesentlig spørsmål i et fondert system er hvem som skal bære avkastningsrisikoen. Vanligvis skiller man mellom to former som har ulike løsninger for dette:

Ytelsesbasert pensjon er en avtale om en fast fremtidig ytelse som skal oppfylles uavhengig av premieinnbetalingenes avkastning. Ytelsen kan være justert etter inflasjon, lønn eller lignende. Premieinnbetalingene kan endres som følge av demografiske endringer som for eksempel økt levealder, men ikke som følge av sviktende avkastning på plasseringene. Redusert avkastning må dekkes opp av selskapet eller virksomheten selv hvis de har egne pensjonskasser. I kommunenes ytelsesbaserte ordninger er pensjonistene sikret, mens den kommunale tjenesteproduksjonen må ta belastningen når avkastningen svikter.

Kommunene har de siste par årene merket denne ekstrabelastningen som eier av Kommunal Landspensjonskasse. Høy avkastning holdt derimot økningen i premieinntektene nede på slutten av 1990 - tallet.

Alternativet til ytelsesbasert pensjon er en innskuddsbasert ordning. Innskuddsbasert pensjon med investeringsvalg innebærer at forsikrede<sup>1</sup> bestemmer hvordan pensjonsmidlene plasseres. Den framtidige ytelsen avhenger av avkastningen. Det kan avtales at pensjonsutbetalingen skal være faste. Utbetalingens størrelse vil da avhenge av hvor mye som er spart opp og av pensjonens løpetid og beregnet avkastning.

I et ytelsesbasert system forsikrer livselskapene og pensjonskassene - eller de som står bak disse - mot en absolutt risiko som hele samfunnet er utsatt for. Det kan for eksempel være endret økonomisk utvikling som følge av vesentlige forstyrrelser i verdensøkonomien eller den nasjonale økonomien.

I innskuddsbaserte ordninger med fritt investeringsvalg er det den enkelte kunde som sitter med den absolutte risikoen.

Med en større andel av pensjonssparingen i innskuddsbaserte ordninger med investeringsvalg vil noe av risikoen som i dag ligger i forsikringsselskapene bli overført til kundene selv. Et problem med innskuddsbaserte ordninger med fritt investeringsvalg kan være at de som har spart ender opp med utbetalinger som er betraktelig lavere enn forventet. Dette tilsier at det bør finnes grenser for risikotaking også for innskuddsbaserte ordninger.

## Avslutning

Kommunene sysselsetter en økende andel av arbeidstakerne i landet vårt. Nesten 25 prosent av sysselsettingen er i dag i kommunal og fylkeskommunal sektor. Kommunenes adferd, som bruker av arbeidskraft og som arbeidsgiver har vesentlig betydning for den økonomiske utviklingen og også for inflasjonsutsiktene. Kommunene er en stor etterspørter etter finansielle tjenester, både som låntaker og som kjøper av forsikringsprodukter.

Norge har et velutviklet finansielt system, men obligasjonsmarkedet er lite i forhold til andre land. I det lange løp vil et større og mer likvid obligasjonsmarked kunne gi grunnlag for bedre risikostyring for den enkelte, og bedre spredning av risikoen i det finansielle systemet.

Utforming av nytt pensjonssystem står nå for døren. Et sentralt spørsmål er fordelingen mellom fonderte og løpende finansierte ordninger. Det vil alltid være usikkerhet om den framtidige økonomiske utviklingen, og dermed om framtidige pensjoner. Heller ikke statlige løpende finansierte ordninger vil sikre oss mot dette. Mer fondering av pensjonene vil synliggjøre denne usikkerheten og gi den enkelte større mulighet til å tilpasse seg.

Takk for at dere ville høre på.

## Fotnoter

<sup>1</sup>Eller sikredes representant. Dette kan for eksempel være arbeidsgiver.