

Finansdepartementet

Deres ref:
20/1767 - 42

Vår ref:
20/00066-14

Dato
10.12.2020

Statens obligasjonsfond - vurderinger av kredittobligasjonsmarkedet og rammene for forvaltningen

Vi viser til Finansdepartementets brev av 2. november 2020 hvor departementet ber om en redegjørelse om virksomheten i og forvaltningen av Statens obligasjonsfond så langt. Departementet vil bruke redegjørelsen som grunnlag for en vurdering til Stortinget, jf. Innst. 19 S (2020-2021). Vi merker oss at det her heter at «Flertallet vil likevel understreke viktigheten av at bedrifter med en sunn drift får likviditet fra et velfungerende kredittmarked».

Vi viser også til vårt brev av 30. april 2020 med svar på tilsvarende henvendelse om redegjørelse fra departementet.

Beskrivelse av markedsforholdene i første- og annenhåndsmarkedet

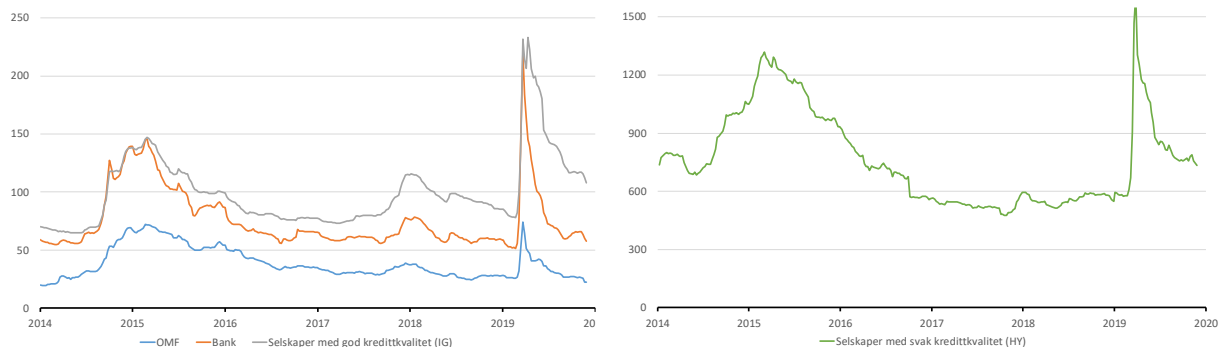
I forkant av etableringen av Statens obligasjonsfond i mars var det en betydelig utgang i kredittmarginene i Norge og internasjonalt. Denne utviklingen ble utløst av økonomisk usikkerhet knyttet til Covid-19-tiltak. Usikkerhet i markedet førte til at flere fondsforvaltere opplevde at kunder innløste midler. Verdipapirfondenes forening rapporterer om et betydelig nettosalg av både aksjefond og obligasjonsfond i mars (<https://vff.no/news/2020/betydelig-nettosalg-av-verdipapirfond-i-mars>). Innløsning av verdipapirfond førte til et salgspres i annenhåndsmarkedet for kredittobligasjoner. Dette ble ytterligere forsterket av priskrig på olje, noe som også bidro til at kronkursen svekket seg betydelig i denne perioden.

Obligasjonsinvesteringer som forvaltes på vegne av norske kunder har ofte en bestemmelse i sine mandater om at innskuddet skal valutasikres. I mars svekket kronen seg 21,9 prosent mot amerikanske dollar. Bunnen for kronkursen ble nådd 19. mars. Mange forvaltere av norske obligasjonsporteføljer måtte som følge av kronesvekkelsen stille ekstra kontantsikkerhet for valutasikringsavtaler overfor banker. De måtte derfor selge kredittobligasjoner for å ha midler til økt sikkerhetstillegg, noe som forsterket utgangen i kredittmarginer. Toppen for kredittmarginer ble nådd rundt 24. mars, etter at kredittmarginene for de fleste sektorer i det norske obligasjonsmarkedet hadde mer enn doblet seg. Etter slutten av mars har kredittmarginene kommet inn igjen i takt med utviklingen internasjonalt.

Figur 1 Kredittpåslag i det norske obligasjonsmarkedet

Antall basispunkter i kredittpåslag utover swap/NIBOR-rente for obligasjoner med lang løpetid

Kilde: Nordic Bond Pricing, Folketrygdfondet



For ikke-finansielle selskap er kredittpremiene fortsatt høyere ved utgangen av november enn i februar (før uroen startet). For selskaper med god kredittkvalitet (investment grade, IG) var kredittmarginene om lag 80 basispunkter i februar. De steg til om lag 230 basispunkter i mars, og er per utgangen av november på om lag 110 basispunkter. For selskaper med svakere kredittkvalitet (high yield, HY) var kredittmarginene omlag 580 basispunkter i februar. De steg til over 1600 i mars og er per utgangen av november på om lag 730 basispunkter.

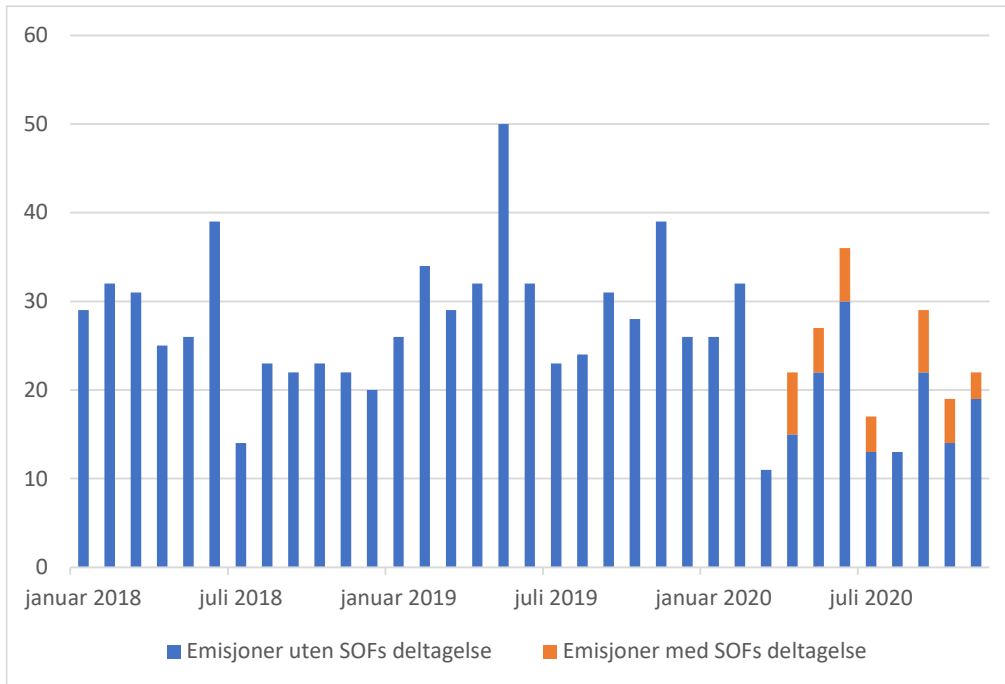
I figur 2 viser vi antallet nye lån og utvidelser av eksisterende lån for ikke-finansiell sektor (selskaper med offentlig garanti er utelatt) per måned med norsk utsteder. Tallene er hentet fra databasen til Nordic Trustee og bearbeidet av Folketrygdfondet. Lån der Statens obligasjonsfond har deltatt er markert.

Figur 2 Obligasjons- og sertifikatlån i ikke-finansielle selskap, antall låneopptak per måned

Lån med garanti fra offentlig sektor er utelatt.

Lån hvor det er flere tilretteleggere i databasen per låneopptak er tatt med én gang per lån

Måned er betalingsdag for låneopptaket



Kilde: Nordic Trustee, Folketrygdfondet

Førstehåndsmarkedet ble i liten grad benyttet da krisen herjet som verst. Først fra midten av april begynte utstederne å komme tilbake til markedet for å hente frisk kapital. Nivået på emisjoner fra høykvalitetsselskaper utenfor finansiell sektor var allerede mot slutten av april kommet godt tilbake, mens for lavkvalitetsselskaper (high yield) tok det lengre tid. Etter sommeren frisknet også denne delen av markedet til. Etter normal aktivitet i juli og august fikk vi en sterk september, en noe svakere oktober og en økning igjen i november. Med unntak av juni har aktiviteten målt etter antall låneopptak gjennomgående vært lavere enn snittet de siste fem år.

Låneopptakene fra slutten av april og frem til november har vært godt mottatt i markedet og har generelt vært overtegnet. Kredittmarginene som vist i figur 1 har følgelig gått ned. Folketrygdfondets vurdering er at det norske kredittobligasjonsmarkedet har vært velfungerende etter at uroen i mars dempet seg.

Overordnet beskrive aktiviteten i obligasjonsfondet så langt

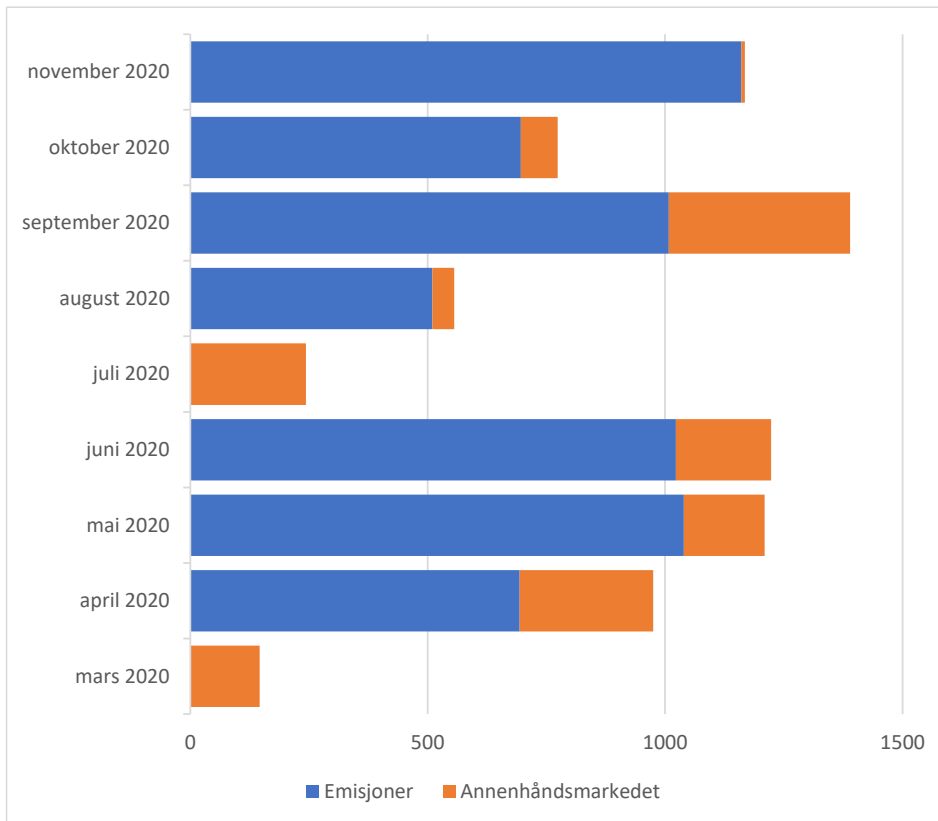
Statens obligasjonsfond ble satt raskt i gang etter annonsering av vedtaket, og vi var klare til å gjennomføre handler allerede ved iverksettelse av loven 27. mars 2020. Det operative rammeverket bygger på tilsvarende system som er etablert for SPN. Vi benytter også samme rammeverk for kredittvurdering og verdsettelse.

Statens obligasjonsfond har siden oppstarten i slutten av mars kjøpt obligasjoner for 7,7 milliarder kroner. Det er kjøpt obligasjoner for 6,1 milliarder i førstehåndsmarkedet og 1,6 milliarder i annenhåndsmarkedet.

Figur 3 Obligasjons- og sertifikatlån i Statens obligasjonsfond

Kjøp i mill. kroner

Måned er avtaledato (normalt noen dager før betalingsdato)



Selve forvaltningen av midlene foregår etter de samme prinsippene som for Statens pensjonsfond Norge. Det er ikke etablert et forvaltningsmessig skille mellom SPN og SOF i Folketrygdfondet, og det vil i praksis være de samme forvalterne som fatter investeringsbeslutninger for begge fond. Det er etablert rutiner for å håndtere mulige interessekonflikter, herunder at eventuelle interne transaksjoner mellom SPN og SOF må godkjennes av compliancefunksjonen i Folketrygdfondet. Det har så langt ikke vært slike interne transaksjoner, men ved enkelte låneopptak i obligasjonsmarkedet har både SPN og SOF investert i samme lån og til samme vilkår.

SOF har medført en økning i arbeidsmengden for Folketrygdfondets organisasjon. Det er tilstrekkelige ressurser internt til å løse begge oppdrag på kort sikt, men organisasjonen er mer sårbar enn tidligere, for eksempel ved sykefravær og ferieavvikling. Ressurser er omdisponert internt for å håndtere etablering og drift av SOF, og nye forvaltere er rekruttert inn. Dette har i noen grad gått på bekostning av andre oppgaver på kort sikt, og vil medføre noe økt ressursbehov over tid. Departementet har vedtatt en kostnadsramme for SOF som innebærer en ramme på inntil 11 mill. kroner for 2020.

Etter at regjeringen annonserte etableringen av SOF, har vi vært aktive med å informere om hensikten med opprettelsen, rammene som er etablert og hvordan vi planlegger å løse oppdraget. Vi har i vår dialog med markedsaktører lagt vekt på at vi vil forvalte SOF etter de samme prinsipper som vi anvender for SPN, og at midlene skal investeres etter markedsinvestorprinsippet. For SOF legger vi opp til et stort innslag av obligasjoner med svak kredittklassifisering (high yield). Sammenlignet med forrige gang SOF ble etablert, er det økte rammer for ikke-finansielle selskap denne gang.

Forrige gang SOF ble opprettet ble det foretatt investeringer over en periode på mer enn tre år, fra 2009 til 2012. Det er for tidlig å si hvor lenge det vil være behov for SOF denne gang, og hvor lang investeringsperioden blir.

Foreløpig vurdering av hvordan tiltaket synes å ha virket så langt, herunder bidrag til økt likviditet og kapitaltilgang til obligasjonsmarkedet

Som nevnt i brev av 30. april 2020 er det fortsatt vanskelig å bedømme den fulle effekten av SOF. Det er vårt inntrykk at etableringen har hatt en positiv indirekte effekt på markedet. Vår oppfatning er basert på tilbakemeldinger fra markedsaktører både på tilretteleggersiden og på selskapssiden. SOF kom raskt på plass, og sammen med andre offentlige tiltak har dette bidratt til økt optimisme. Det er derfor grunn til å tro at etableringen av SOF i seg selv har hatt en effekt på andre aktørers adferd.

De direkte effektene av SOFs investeringsaktiviteter er det fortsatt tidlig å gi en god vurdering av. Vår erfaring er at SOF utgjør en forskjell selv om markedet samlet sett fungerer godt. SOF har hatt en strategi om å være delaktig på bred basis i markedet. Investeringsvolumet har dermed vokst i takt med den generelle aktiviteten i markedet. Ved utgangen av november har SOF investert i obligasjonslån utstedt av 63 ulike norske selskaper.

Vi har på vegne av SOF ved forespørsel stilt priser i både første- og annenhåndsmarkedet. Vi opplever at tildelingen i emisjoner fra mai og utover stort sett har blitt betydelig avkortet. Enkelte utstedere med svakere kredittklassifisering kan oppleve et mer krevende kapitalmarked. For disse utstederne ser vi at SOF kan utgjøre en forskjell, og at fondet kan være avgjørende for å få plassert ønsket volum i en emisjon. I annenhåndsmarkedet vil behovet for SOF variere med markedsforholdene. Hoveddelen av investeringene i SOF er foretatt i førstehåndsmarkedet.

Vurdering av om det er forhold så langt som tilsier et behov for eventuelt å justere rammene i mandatet for fondet

Ved å ha relativt åpne investeringsrammer overfor ikke-finansielle selskaper og selskaper med svak kredittklassifisering (high yield), bidrar SOF til bedre likviditets- og kapitaltilgang til en svært stor del av det norske obligasjonsmarkedet. Det er få selskaper som faller utenfor rammene i mandatet. Mandatets utforming sikrer at SOF vil investere bredt og ikke oppfattes som et tiltak rettet mot enkelte selskap eller næringer.

Folketrygdfondet mener dagens mandat er godt tilpasset formålet og situasjonen i markedet. Vi ser i det følgende likevel kort på enkelte endringer som kan vurderes dersom det er ønskelig å øke fondets fleksibilitet. Tiltakene som vurderes er: å redusere kravet til kredittkvalitet, redusere kravet til omsettelighet, samt åpne for å ta en større andel av emisjoner enn mandatet tillater.

Redusere kravet til kredittkvalitet

SOF kan i dag investere i obligasjoner med kredittklassifisering ned til og med CCC+. Dette er obligasjoner som allerede er svært utsatt for mislighold. En reduksjon av kravet til et lavere nivå enn dette innebærer en betydelig økning i potensiell kredittrisiko, og det blir mer krevende å vurdere om kredittrisikoen står i et rimelig forhold til prisen på obligasjonen. En markedsmessig rente på obligasjoner i dette segmentet kan bli svært høy for å kompensere for tapsrisikoen. Det må påregnes større risiko for feilvurderinger av risiko og prising selv om SOF vil investere sammen med andre investorer. Det kan derfor reises spørsmål ved om SOF er et hensiktsmessig tiltak for denne mest utsatte og spekulative delen av markedet. Vår erfaring så langt er at kravet til minste kredittklassifisering helt unntaksvis har vært en begrensning for SOF til nå.

Redusere kravet til omsettelighet

SOF kan i dag kun investere i *omsettelige* gjeldsinstrumenter. En mulig utvidelse kan være økt fleksibilitet til også å kunne investere i andre gjeldsinstrumenter som ikke tilfredsstiller kravet til omsettelighet. Dette vil medføre økt likviditetsrisiko, samtidig som man da inkluderer gjeldsinstrumenter som er mindre regulert og hvor Folketrygdfondet i dag har begrenset erfaring.

Åpne for å ta en større andel av emisjoner

For å sikre markedsriktig prising er det et krav i mandatet at det skal være andre investorer med når SOF investerer. Det er derfor satt en maksgrense for hvor stor andel av obligasjonene SOF kan investere i og eie. En økning i denne rammen kan være en mulighet for å øke fleksibiliteten, men vår erfaring så langt er at dette ikke har vært en begrensning.

For selskaper som har merket særlig stor effekt av smitteverntiltakene vil også andre tiltak fra myndighetene kunne virke sammen med SOF. For enkelte selskaper var den økonomiske situasjonen anstrengt også før effekten av Covid-19 gjorde seg gjeldene. Det er i hovedsak slike selskaper som kan falle utenfor mandatet til SOF fordi de ikke oppnår tilstrekkelig kredittklassifisering.

Konklusjon

Samlet sett mener Folketrygdfondet at mandatet gir nødvendig fleksibilitet og at det ikke er behov for endring. Et viktig prinsipp for SOF er at investeringene skal gjennomføres til markedsmessige vilkår. Hvis det er ønskelig med økt fleksibilitet i mandatet, er det viktig at dette prinsippet ikke utfordres.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet

Siri Teigum
Styreleder

Dokumentet er elektronisk godkjent og har ikke håndskrevet signatur