

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 OSLO

Deres ref:
20/1767

Vår ref:
20/00066-7

Dato
30.04.2020

Statens obligasjonsfond (SOF) - redegjørelse

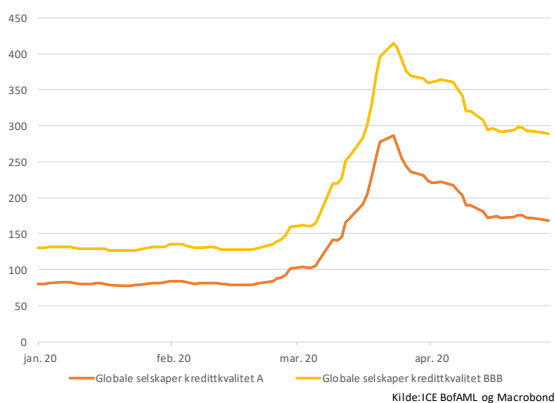
Vi viser til Finansdepartementets brev av 24. april 2020 hvor departementet ber om en redegjørelse om virksomheten i og gjennomføringen av forvaltningen av Statens obligasjonsfond så langt.

Gjenopprettingen av Statens obligasjonsfond ble varslet i pressemelding 15. mars, og lovforslaget om dette ble lagt frem for Stortinget 20. mars. Folketrygdfondet hadde også i 2009-2014 oppdraget med å forvalte Statens obligasjonsfond. Basert på de erfaringer vi gjorde oss den gangen, ble arbeidet med å etablere Statens obligasjonsfond på nytt startet umiddelbart etter at pressemeldingen ble lagt frem. Det førte til at vi kunne foreta den første investeringen i andrehåndsmarkedet 27. mars, etter at lov om Statens obligasjonsfond og mandatet for forvaltningen ble gjort gjeldende samme dag.

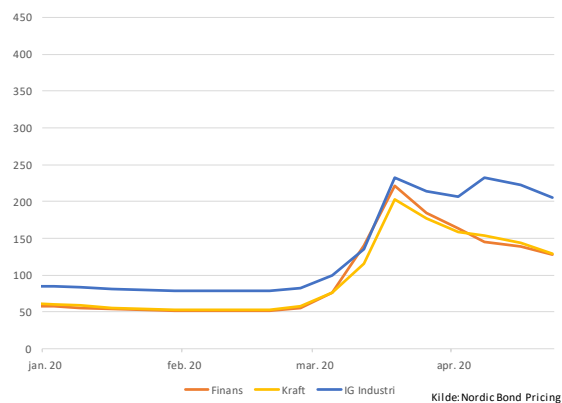
Beskrivelse av markedsforholdene i første- og andrehåndsmarkedet

I første halvdel av mars var det en betydelig utgang i kredittmarginene i Norge (og resten av verden). Dette ble utløst av økonomisk usikkerhet knyttet til Covid-19 og frykten for at verden skulle gå inn i en resesjon.

Utvikling i kredittmarginer for globale selskaper i 2020



Utvikling i kredittmarginer for norske selskaper i 2020



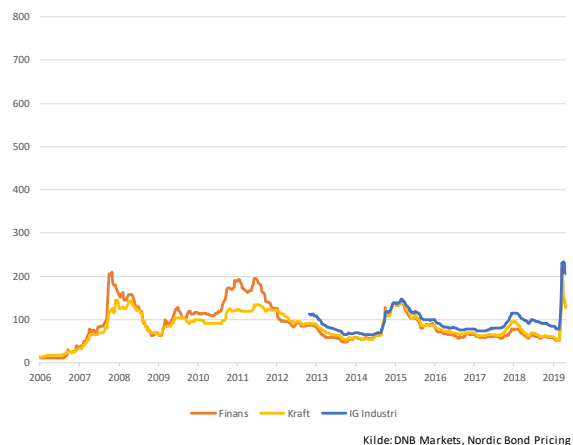
Økt usikkerhet førte i mars til at flere forvaltere opplevde at kunder innløste sine midler. Verdipapirfondenes forening rapporterer om et betydelig nettosalg av både aksjefond og obligasjonsfond verdipapirfond i mars (<https://vff.no/news/2020/betydelig-nettosalg-av-verdipapirfond-i-mars>). Innløsning av verdipapirfond førte til et salgspres i andrehåndsmarkedet for kredittobligasjoner. Dette ble ytterligere forsterket av COVID-19 og priskrigen på olje som førte til betydelig kronesvekkelse. Flere obligasjonsfond som markedsføres mot norske kunder, men også norske pensjonsmidler og andre obligasjonsinvestorer, har ofte en bestemmelse i sine mandater om at obligasjonsinvesteringer skal valutasikres. I mars svekket kronen seg 21,9 prosent mot amerikanske dollar. Bunnen ble nådd 19. mars: Mange forvaltere av norske obligasjonsporteføljer måtte dermed stille ekstra kontantsikkerhet overfor banker for valutasikringsavtaler. Flere forvaltere måtte derfor selge kredittobligasjoner for å ha midler til økt sikkerhetstillegg. Vi fikk dermed en svært brå utgang i kredittmarginene. Toppen ble nådd rundt 20. mars.

Etter 20. mars har kredittmarginene kommet inn igjen i takt med utviklingen internasjonalt, og i takt med en oppgang på både Oslo Børs og i aksjemarkedene internasjonalt.

Utvikling i historiske kredittmarginer for globale selskaper



Utvikling i historiske kredittmarginer for norske selskaper



Da kredittmarginene for norske høykvalitetsselskaper (såkalt Investment Grade) var på sitt høyeste i mars i 2020, var de høyere enn under finanskrisen (2008-2009). Globale kredittmarginer var ikke over toppnoteringen fra finanskrisen, men dette må ses i sammenheng med at globale kredittmarginer hadde langt sterkere utslag under finanskrisen enn de norske kredittmarginene hadde.

Det har vært aktivitet i andrehåndsmarkedet gjennom hele krisen, men med varierende volumer i ulike deler av markedet. Etter opprettelsen av SOF 27. mars har det generelt vært relativt god likviditet i andrehåndsmarkedet. Handelsvolumene som rapporteres via Oslo Børs viser også at det har vært bra likviditet gjennom krisen. Tallene viser høyere omsetning i mars og april enn normalt.

Førstehåndsmarkedet ble ikke benyttet da krisen herjet som verst. Det er først fra midten av april at utstederne begynner å komme tilbake til markedet for å hente frisk kapital. Nivået på emisjoner fra høykvalitetsselskaper utenfor finansiell sektor var i april høyere enn snittet for april de siste fire årene (tabell 1). For norske høykvalitetsselskaper har også emisjonene som har blitt gjennomført i april blitt møtt med god interesse og med høy overtegning fra investorene i markedet. Det har vært stor interesse blant investorer for å kjøpe slike obligasjoner. Emisjonene er blitt mange ganger overtegnet og kredittmarginen som selskapene kan låne til har blitt redusert siden toppen i mars.

For norske lavkvalitetsselskaper (såkalt High Yield) har det vært lavere aktivitet. Det har vært gjennomført langt færre emisjoner enn snittet siste ti år både i mars og i april. Selskapene får lånt penger til markedsmessige vilkår, men emisjonene er ikke i samme grad overtegnet slik som for høykvalitetsselskapene. Slike prosesser tar også lengre tid for lavkvalitetsselskaper da det ofte er en mer omfattende låneavtale med ulike lånevilkår (covenants) som skal fremforhandles.

Tabell 1 Emisjoner for norske foretak utenfor finansiell sektor 2010-2020

Tall i millioner kroner

Kilde: Stamdata AS

	Høykvalitetsselskaper (IG)		Lavkvalitetsselskaper (HY)	
	2020	Snitt siste 10 år	2020	Snitt siste 10 år
Januar	9 866	7 130	3 359	1 369
Februar	22 652	10 673	4 186	2 506
Mars	7 847	10 388	728	1 897
April	9 462	8 334	960	2 486

Folketrygdfondets oppfatning er at det norske kredittmarkedet er relativt velfungerende. Risikoen er imidlertid stor for at negative nyheter kan sende kredittmarginene opp igjen og redusere likviditetene i kredittmarkedet.

Overordnet beskrivelse av aktivitetene i Statens obligasjonsfond så langt

Etter at Statens obligasjonsfond ble vedtatt opprettet, arbeidet vi med å etablere det operative rammeverket internt, Vi var klare til å gjennomføre handler allerede ved iverksettelse av loven 27. mars 2020. Depotbankoppsettet ble etablert før oppstart. I ettertid har det blitt etablert juridiske oppsett rundt ISDA/CSA slik at vi også kan gjøre valuta- og rentesikringer. Interne rapporter og styringssystemer var i hovedsak på plass ved oppstart. Det operative rammeverket bygger på tilsvarende system som er etablert for SPN. Oppgjørprosesser, rapportering og dokumentasjonsrutiner er de samme. Vi benytter også samme rammeverk for kredittvurdering og verdsettelse.

Selve forvaltningen av midlene foregår etter de samme prinsippene som for Statens pensjonsfond Norge. Det er ikke etablert et formelt skille mellom forvaltningen av SPN og SOF i Folketrygdfondet, og det vil i praksis være de samme forvaltere som fatter

investeringsbeslutninger for begge fond. Det er derfor etablert rutiner for å håndtere mulige interessekonflikter, herunder at eventuelle interne transaksjoner mellom SPN og SOF må godkjennes av compliancefunksjonen i Folketrygdfondet.

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. Det arbeides med rekruttering på forvaltersiden for å motvirke dette. Ressurser er omdisponert internt for å håndtere etablering og drift av SOF. Dette har i noen grad gått på bekostning av andre oppgaver på kort sikt, og vil medføre noe økt ressursbehov over tid. Det er lagt fram et forslag til budsjetttrammer for SOF som innebærer en ramme på inntil 11 mill. kroner for 2021.

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 noe om hvor lenge det vil være behov for SOF denne gangen, og om hvor lang investeringsperioden blir. Hvis krisen blir dyp og langvarig, vil det være naturlig å forvente at en større andel av kapitalen blir investert enn i en situasjon hvor økonomien raskt normaliseres. Markedsutviklingen siden oppstart kan så langt tyde på at vi relativt raskt vil være tilbake i en mer normal situasjon, men det er for tidlig å konkludere. Til sammenligning er tilsvarende ordning i ECB (PEPP) i første omgang tidsavgrenset til desember 2020.

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

Kort tid etter oppstart er det vanskelig å bedømme den fulle effekten av SOF, men det er vårt klare inntrykk at etableringen i alle fall 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 for tidlig å si noe om. Folketrygdfondet vil redegjøre for utviklingen i SOF første gang i forbindelse med fremleggelse av tallene for 2. kvartal 2020.

Vi observerer nå relativt god likviditet og betydelig overtegning i flere emisjoner i obligasjonsmarkedet. SOF har på forespørsel stilt priser i både første- og andrehåndsmarkedet. Vi opplever at tildelingen i det siste har blitt betydelig avkortet, og at det er mange andre budgivere med aggressive bud. For utstedere med svak kredittklassifisering er markedet fortsatt noe mer krevende, spesielt innen sektorer hvor effekten av smitteverntiltakene har vært særskilt stor. Det har imidlertid vært mulig for selskapene å finansiere seg også i denne delen av markedet. Vår vurdering er at kapitaltilgangen for de fleste selskaper på dette tidspunktet er god.

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

Statens obligasjonsfond har et mandat som er godt tilpasset hensikten. Ved å ha relativt åpne investeringsrammer ovenfor ikke-finansielle selskaper og selskaper med svak kredittklassifisering (High Yield), bidrar etableringen av SOF til bedre likviditetstilgang 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 mot enkelte selskap eller næringer.

Folketrygdfondet har som en del av sitt markedsarbeid en tett dialog med ulike markedsaktører. Det er fra enkelte pekt på at mandatet ikke gir anledning til å investere i obligasjoner fra de mest utsatte selskapene med kredittklassifisering lavere enn B-. Dette er obligasjoner med en svært høy risiko for mislighold. Konkursstatistikk fra S&P viser at ved å bevege seg fra selskaper med kredittklassifisering B- til svakere enn B-, øker konkurrisikoen til det doble eller tredoble. I perioder med markedsstress, som nå, må en i tillegg vente at den kan bli høyere enn dette.

Det forekommer at utstedere kan ha ulik kredittklassifisering fra ulike klassifiseringsselskap, såkalt "split rating". Videre kan det være at kredittklassifiseringer ikke er tilstrekkelig oppdatert med ny informasjon. I slike tilfeller må Folketrygdfondet selv utøve et skjønn. Vi benytter modeller som tilsvarende metodikken fra de anerkjente klassifiseringsselskapene. Vi legger også vekt på fremoverskuende informasjon fra selskapet, som for eksempel strategiske vurderinger, markedsanalyser og risikovurderinger. Videre vil det ofte være sentralt å få vurderinger fra selskapets eiere, styre og ledelse som kan underbygge selskapets kredittverdighet.

Gjennom å investere i selskaper med en kredittklassifisering helt ned til B-, kan SOF bidra med kapital til selskaper med lav kredittkvalitet ("Highly speculative"). Mandatet åpner også for at SOF kan beholde obligasjoner som nedgraderes fra dette nivået, såkalt migrasjon. Dette er obligasjoner som betegnes som svært utsatte ("Substantial risk" og "Extremely speculative"). Mandatet gir dermed rammer for å ta betydelig kredittrisiko. Ved å inkludere selskaper med enda svakere kredittklassifisering, vil det måtte påregnes større tap i porteføljen og større svingninger i verdien over tid.

Folketrygdfondet vil vurdere alle investeringer markedsmessig. For selskaper med spesielt svak kredittklassifisering er det mer krevende å utøve et godt skjønn av 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 det er en god bruk av fellesskapets midler å investere i denne mest utsatte og spekulative delen av markedet.

For selskaper hvor effekten av smitteverntiltakene har vært særskilt stor, 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 ved at selskapene ikke oppnår tilstrekkelig kredittklassifisering.

Erfaringen med SOF er begrenset etter kun få uker med operativ drift. Folketrygdfondet mener per i dag at mandatet gir den nødvendige fleksibilitet i forvaltningen. Investeringene skal gjennomføres til markedsmessige vilkår, og SOF skal investere sammen med andre investorer. Dette bidrar til å sikre at SOF kan nå sine målsettinger om høyst mulig avkastning over tid, samtidig som etableringen skal bidra til likviditet og kapitaltilgang i det norske obligasjonsmarkedet. Folketrygdfondet ser ikke behov for en endring av mandatet nå.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet



Siri Teigum
Styreleder