

Det norske obligasjonsmarkedet

Denne temaartikkelen er hentet fra
Folketrygdfondets årsrapport for 2008



Folketrygdfondet

Haakon VIIs gate 2
Pb. 1845 Vika, 0123 Oslo
Tlf: 23 11 72 00
Faks: 23 11 72 10
e-post: folketrygdfondet@ftf.no

DET NORSKE OBLIGASJONSMARKEDET

Obligasjonsmarkedet er en viktig del av det samlede kredittmarkedet. Finanskrise og manglende likviditet har ført til en markert økning i kredittmarginene. Dette har ført til problemer for de selskaper som har behov for å finansiere seg i obligasjonsmarkedet. Folketrygdfondet er en finansiell aktør i dette markedet, og har en langsiktig investeringshorisont. Det er derfor av stor betydning også for oss at vi har et velfungerende norsk obligasjonsmarked.

Hvorfor et obligasjonsmarked

En obligasjon er et rentebærende gjeldsbrev som gir innehaveren et krav på utstederen til å motta en fastsatt rente på gitte tidspunkter, og å få hele lånet (hovedstolen) tilbakebetalt ved forfall. Et obligasjonslån kan kjøpes av en eller flere investorer, og er normalt fritt omsettelig i annenhåndsmarkedet. En obligasjonsutsteder (låntager) kan på denne måten henvende seg til flere långivere (investorer) som et alternativ til ordinær bankfinansiering. Staten, kommuner, finansinstitusjoner og bedrifter er store utstedere av obligasjoner.

For et hvert land er det av stor betydning å ha et effektivt og velfungerende obligasjonsmarked. Dette gjelder både som en finansieringskilde for offentlige og private låntagere, men også som plasseringsalternativ for livselskaper, pensjonsfond og andre investorer som skal ha avkastning på de midlene som forvaltes. Obligasjonsmarkedet er således et viktig element i rentedannelsen. Gjennom statsobligasjonsmarkedet blir det etablert en referanserente for risikofrie investeringer med lang løpetid, mens det for andre utstedere etableres et kredittpåslag som representerer kredittrisikoen utover den risikofrie renten.

For at rentedannelsen skal kunne skje på en representativ måte bør imidlertid markedet være av en viss størrelse slik at det oppnås en tilfredsstillende

likviditet. Det norske obligasjonsmarkedet lider i denne sammenheng av å være lite i forhold til markeder det er nærliggende å sammenligne seg med. Eksempelvis er det svenske markedet om lag 2-3 ganger så stort, mens det danske markedet er anslagsvis fire ganger så stort.

Kredittmarkedet

Renten på en obligasjon er en funksjon av lånets løpetid, og hvor stor kredittrisikoen anses å være dersom utsteder ikke er staten. Normalt vil renten være høyere dess lenger løpetiden er som følge av at kursrisikoen på obligasjonen øker med økende løpetid. I tillegg vil renten på en obligasjon utstedt av private utstedere (kredittobligasjon) være høyere enn for en statsobligasjon med samme løpetid. Denne differansen betegnes gjerne som kredittmargin. Forskjellen mellom statsrenten og den renten som en privat utsteder betaler skal forutsetningsvis representere kredittrisikoen for den aktuelle utstederen. Sagt på en annen måte representerer marginen sannsynligheten for at et selskap skal gå konkurs og dermed ikke være i stand til å betale renter eller hovedstol ved forfall.

Internasjonalt blir de store selskapene vurdert av uavhengige kredittvurderingsbyråer som fastsetter en rating (karakter) for selskapene. Denne ratingen graderer selskapene etter hvor kredittverdige de er, og er dermed retningsgivende for hvilken

kredittmargin over stat selskapet kan utstede obligasjoner til.

Basert på historiske data beregnes sannsynligheten for at en misligholdssituasjon skal oppstå for ulike ratingkategorier. Tar vi eksempelvis den svakeste kategorien innenfor gruppen obligasjoner med moderat risiko (investment grade), har misligholdssannsynligheten typisk ligget i størrelsesorden 0,5 prosent. Antar vi samtidig at en for denne ratingkategorien ved en faktisk konkurs i gjennomsnitt oppnår en dividende på 50 prosent, kan vi si at det "forventede" tapet for en plassering i et selskap med slik ratingen er 0,25 prosent. Når vi vet at utstedere med denne ratingen i dagens marked omsettes til en margin på mer enn 4 prosentpoeng over stat, synes markedet i dagens situasjon å ta høyde for forventet tap med god margin. Dersom marginen i stedet hadde vært lavere enn 0,25 prosentpoeng, ville markedsprisen ikke ha reflektert tapssannsynligheten.

Dagens høye marginer må ses i sammenheng med at vi i 2008 har vært vitne til en markant økning i kredittmarginene som følge av problemene i finansmarkedene og en meget svak realøkonomisk utvikling. Som forventet er det en klar sammenheng mellom markedsutviklingen, utviklingen i realøkonomien og utviklingen i kredittmarginene. Den store forskjellen mellom forventet tap og faktisk margin kan ses på som et

uttrykk for at historiske data ikke lenger antas å være representative, og at det forventes en dramatisk økning i mislighold og nedgraderinger i tiden fremover.

Den økningen i kredittmarginene vi har opplevd det siste året er imidlertid i en størrelsesorden vi aldri tidligere har sett maken til, og som i mange tilfeller også antas å reflektere andre forhold enn bare en økning i kredittrisikoen. Eksempelvis har tvangssalg fra porteføljer som av likviditets- eller kapitalmessige årsaker har vært tvunget til å selge, vært en vesentlig årsak til de økte kredittmarginene. Ufordringen i et turbulent marked som dette, er derfor å fastslå hva som skyldes en faktisk økning i kreditttrisikoen og hva som skyldes et ekstremt volatil og illikvid marked, det vil si forhold som ikke direkte reflekterer en forverring i kredittverdigheten.

Historisk sett har det vært få kreditt-hendelser og konkurser knyttet til norske obligasjonsutstedere. Dette bildet endret seg dramatisk i 2008. For lettere å kunne håndtere mislighold og andre hendelser som måtte oppstå, har de fleste norske obligasjonslån en tillitsmann som opptrer på vegne av obligasjonseierne. Ved enkle spørsmål og problemstillinger kan tillitsmannen selv anbefale løsninger. I mer kompliserte saker presenterer tillitsmannen en oppsummering av saken og innkaller til et obligasjonseiermøte hvor obligasjonseierne kan stemme over forslag til løsning. Tillitsmannsordningen er av stor betydning for ivaretagelsen av obligasjonseierne interesser, og et viktig bidrag til å opprettholde et effektivt obligasjonsmarked.

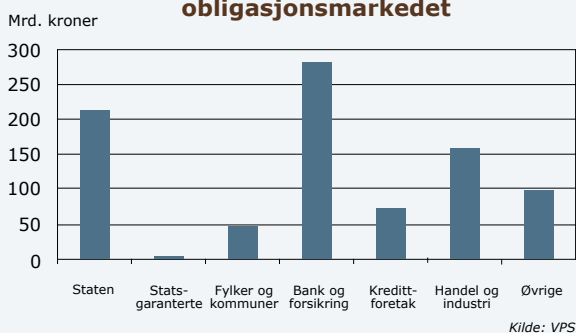
De marginer som kredittobligasjoner nå omsettes til i annenhåndsmarkedet trekker også opp rentenivået i første-håndsmarkedet. Det forhold at nivået

i annenhåndsmarkedet ikke alltid reflekterer selskapsspesifikke forhold, gjør det også vanskelig for potensielle utstedere å legge ut nye lån fordi kredittmarginen blir så høy at den truer inntjeningen i selskapene. I tillegg har en vanskelig situasjon for finansnæringen ført til at ordinær bankfinansiering heller ikke er lett tilgjengelig for selskaper som trenger nye lån eller refinansiering. Dermed har hele det finansielle system kommet i ulage, med de følger dette får for den samlede kreditttilførselen.

Folketrygdfondets rolle

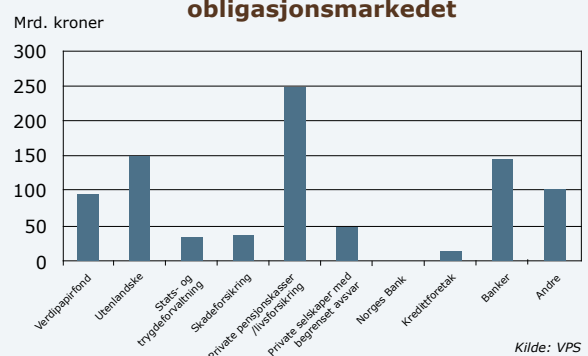
I en slik situasjon er det viktig å forstå Folketrygdfondets rolle i obligasjonsmarkedet. Folketrygdfondets mandat er å forvalte renteplasseringene i Statens pensjonsfond – Norge med sikte på høyest mulig avkastning over tid. Finansdepartementet har fastsatt referanseindekser for renteporteføljene slik at Folketrygdfondets oppgave dermed blir å oppnå en mer

Utstedere i det norske obligasjonsmarkedet



Per 19.12.08 var det totalt utestående 873 mrd. kroner i det norske obligasjonsmarkedet. Banker og forsikringsselskaper er samlet sett den største utstederkategorien, tett fulgt av staten.

Investorer i det norske obligasjonsmarkedet



Private pensjonskasser og livsforsikringsselskaper er den største investorkategorien i det norske obligasjonsmarkedet. Deretter følger banker og utenlandske investorer. Folketrygdfondet inngår i gruppen stats- og trygdeforvaltning.

avkastning utover den avkastningen som referanseindeksene gir. Vi er med andre ord det som kan betegnes som en relativ forvalter ved at den absolute avkastningen bestemmes gjennom valg av referanseindekser, mens den aktive forvaltningen er forutsatt å bidra til en høyere avkastning enn indeksene. I praksis vil forvaltningen i grove trekk ta sikte på å sette sammen en kredittportefølje som over tid forventes å oppnå en høyere kredittmargin enn kredittobligasjonene i referanseindeksene, uten at tapene blir større.

Som en relativ forvalter er det utviklingen i kredittmarginene som er av betydning i den løpende forvaltningen. Dette innebærer at det er størrelsen på den marginen som må betales utover den risikofrie renten, og hvorledes denne marginen utvikler seg i forhold til de selskapene som inngår i referanseindeksene, som er av interesse for oss.

Folketrygdfondet er aktiv i første- og annenhåndsmarkedet, både i norske kroner og utenlandsk valuta. Dette innebærer at vi ideelt sett vil kjøpe obligasjoner i det markedet som tilbyr de høyeste kredittmarginene. Det er imidlertid slik at likviditeten i kredittobligasjoner er relativt begrenset, og vi er således avhengig av at det finnes tilgjengelige papirer i den løpende porteføljestyringen. Dermed vil det i noen grad også være emisjonsaktiviteten i de ulike markeder som til dels blir styrende for hvilke obligasjoner som kan være aktuelle å ta inn i porteføljen.

Som for aksjer har Folketrygdfondet en uttalt strategi om å være en langsiktig investor i det norske obligasjonsmarkedet, men ikke nødvendigvis i de enkelte selskaper og bransjer. Likevel vil kjøp og salg av obligasjoner være begrenset som følge av lav likviditet i papirene. Det er derfor forfallsstrukturen i porteføljen som i første rekke

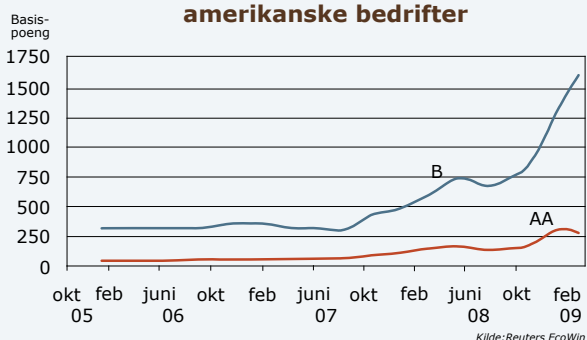
åpner for å gjøre ønskede porteføljetilpasninger. Dette betyr ikke at det ikke er behov for et mer effektivt marked, og det er et siktemål i forvaltningen av renteporteføljen å kunne bidra til dette. Dette gjelder ikke minst av hensyn til behovet for å redusere replaseringsrisikoen i porteføljen.

Statens obligasjonsfond

Som et tiltak for å bedre forholdene i kredittmarkedet fremmet regjeringen ved inngangen til 2009 Ot. prp. nr. 35 Om lov om Statens finansfond og lov om Statens obligasjonsfond. Loven ble vedtatt i statsråd 9. februar i år. Statens obligasjonsfond skal forvaltes av Folketrygdfondet som et separat fond i tillegg til Statens pensjonsfond – Norge.

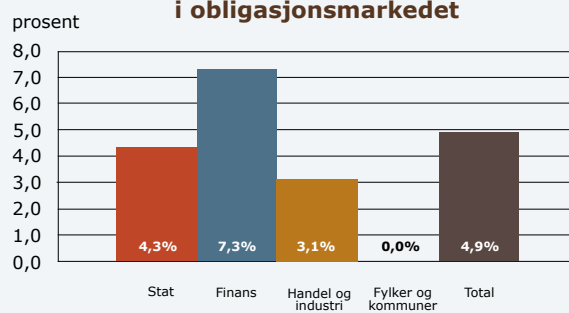
Obligasjonsfondet skal være et generelt virkemiddel for å bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, kredittobligasjonsmarkedet. Hovedtyngden av investeringene er forutsatt å være i

Kredittmargin for amerikanske bedrifter



Her ser vi hvordan utviklingen for relativt gode (AA) og mer risikoutsatte (B) kredittobligasjoner har vært de siste årene, med utgangspunkt i data for det amerikanske markedet.

Folketrygdfondets andel i obligasjonsmarkedet



Folketrygdfondet er en relativt stor enkeltinvestor i det norske obligasjonsmarkedet, med 4,9 prosent av det totale markedet. FTF har sin største markedsandel innenfor kategorien finans, som er den største utstederkategori.

obligasjoner med moderat kreditt-
risiko (såkalt "investment grade"),
men med åpning til å investere inntil
30 prosent i obligasjoner med noe
høyere kredittisiko. I lovforslaget
heter det videre at Statens obligasjons-
fond ikke skal være et statsbank-
liknende tiltak med direkte kreditt-
yting overfor enkeltselskaper, men
stimulere til at også andre investorer
tar del i obligasjonsmarkedet. Nor-
malt er det også nødvendig med flere
kjøpere for å få stilt en markedsmessig
riktig pris, noe som er viktig da det
skal kunne dokumenteres at Obliga-
sjonsfondets investeringer skjer til
markedsmessige betingelser.

Den 18. mars 2009 ble forskrift for
Statens obligasjonsfond vedtatt av
Finansdepartementet, og 50 mrd.
kroner overført som innskudd til
Folketrygdfondet. Samme dag var
Folketrygdfondet klar til å gjøre de
første investeringer.

FF

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge og Statens obligasjonsfond

		2004	2005	2006	2007	2008
Statens obligasjonsfond						
Statens obligasjonsporteføljen	mil. kroner	17 146	15 861	17 395	10 470	10 171
Statens obligasjonsporteføljen total	prosent	10,6	9,0	11,1	9,8	9,8
Akksjering norsk aksjportefølje	prosent	12,9	10,8	10,0	7,2	7,2
Statensportefølje norske aksjer	prosent	36,5	32,0	32,1	16,4	16,1
Akksjering nordisk aksjportefølje	prosent	38,5	40,5	32,4	11,5	11,5
Statensportefølje nordiske aksjer	prosent	18,9	25,1	24,2	3,0	3,0
Akksjering norsk renteportefølje	prosent	19,6	24,5	25,3	0,4	0,4
Statensportefølje norske renter	prosent	5,2	2,8	1,3	3,2	3,2
Akksjering nordisk renteportefølje	prosent	7,2	3,7	0,7	2,5	2,5
Statensportefølje nordiske renter	prosent				2,7	2,7
Markedsverdier						
Norske aksjer	mil. kroner	33 738	41 895	52 471	60 253	59 043
Nordiske aksjer	mil. kroner	19,3	21,9	49,1	51,6	54,1
Norske renter	prosent	7 058	8 679	10 937	9 821	9 821
Nordiske renter	mil. kroner	4,0	4,5	10,2	8,4	8,4
Norske aksjer	prosent	134 249	140 741	45 640	39 746	39 746
Nordiske aksjer	mil. kroner	76,7	71,6	43,7	43,7	43,7

Folketrygdfondet

Haakon VIIs gate 2

Pb. 1845 Vika, 0123 Oslo

Tlf: 23 11 72 00

Faks: 23 11 72 10

e-post: folketrygdfondet@ftf.no