

Finansdepartementet
Avdeling for formuesforvaltning
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref:

Vår ref:

EK/OS

Dato:

Evaluering av Statens obligasjonsfond

Statens obligasjonsfond (SOF) ble etablert i 2009 som et finanskrisetiltak for å bidra til økt likviditet i og kapitaltilgang til kredittobligasjonsmarkedet. Det gis i det følgende en redegjørelse for sentrale trekk ved forvaltningen av fondet, samt enkelte vurderinger relatert til oppnåelse av fondets formål.

Det er vanskelig å finne empirisk belegg for at SOFs tiltak har vært virkningsfulle, men basert på generelle observasjoner og vurderinger er det grunn til å anta at SOF har bidratt til å styrke tilliten til obligasjonsmarkedet som finansieringskilde og investeringsalternativ. Den motsykliske investeringsaktiviteten har bidratt til økt likviditet og virket stabiliserende på markedet. SOF må også antas å ha hatt en viss forebyggende effekt, og å ha bidratt til å understøtte andre stabiliseringspolitiske tiltak. Slik sett er det grunn til å hevde at SOF i stor grad kan sies å ha oppfylt sitt formål. I tillegg kommer at SOF har gitt god risikojustert avkastning, i tråd med hva man kan forvente når staten stiller opp med risikokapital i en periode med risikoaversjon og høye risikopremier.

Bakgrunn

SOF ble opprettet ved lov av 6. mars 2009, og Folketrygdfondet ble gitt i oppdrag å forestå den operative forvaltningen av fondet ut fra formålet om å bidra til økt likviditet i og kapitaltilgang til kredittobligasjonsmarkedet gjennom kjøp av rentebærende instrumenter fra norske utstedere (unntatt stat og kommuner).

SOF ble etablert samtidig med Statens finansfond, som hadde som formål å tilby kjernekapital til banker som oppfylte alminnelige soliditetskrav, jf Ot.prp. nr. 35 (2008-2009) Om lov om Statens finansfond og lov om Statens obligasjonsfond. Fondene ble ansett som midlertidige tiltak for å styrke finansiell stabilitet og for å legge til rette for tilførsel av kreditt til foretak og

husholdninger, og skulle supplere en rekke andre tiltak som ble lansert som følge av finanskrisen: ekspansiv og målrettet budsjettpolitikk, rentekutt og likviditetstilførsel fra Norges Bank, bytteordning for å lette bankers finansiering mv.

Kredittobligasjonsmarkedet er tradisjonelt en viktig finansieringskilde for både banker og andre ikke-finansielle foretak. Som motivasjon for etableringen av SOF skriver Finansdepartementet på side 8 i nevnte Ot.prp.:

"Kredittobligasjonsmarkedet er i betydelig grad preget av finanskrisen, med lav likviditet og høye risikopåslag. Selv om det i det siste er enkelte tegn til en viss bedring, er dette markedets evne til å formidle kreditt fortsatt vesentlig redusert. Det er fortsatt stor usikkerhet om utsiktene for økonomien og finansmarkedene. Statlige kjøp av kredittobligasjoner gjennom Statens obligasjonsfond kan bidra til et mer likvid og velfungerende marked for slike verdipapirer. Etableringen av fondet kan også ha en forebyggende funksjon overfor større uro og svekket markedslikviditet framover."

Finansdepartementet la til grunn at SOF skulle bli forvaltet etter en modell som minner mye om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN). SOF ble plassert som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet, som skulle forvalte midlene etter et mandat fastsatt av departementet. SOF ble tilført 50 mrd. kroner ved oppstart, hvor kapital som ikke ble investert i markedet, ble plassert på en ikke-rentebærende konto hos Norges Bank.

Mandatet fastslo at SOFs midler skulle plasseres til markedsmessige vilkår med sikte på høyest mulig avkastning over tid, samtidig som Folketrygdfondet skulle ta hensyn til SOFs formål om å bidra til økt likviditet i og kapitaltilgang til obligasjonsmarkedet i Norge. Mandatet stilte krav om at kjøp skulle skje til markedspris, og det ble satt rammer for forvaltningen, bl.a. knyttet til sektorsammensetning og kredittvurdering av plasseringene. Mandatet åpnet for at Folketrygdfondet i helt spesielle situasjoner knyttet til finansielle restruktureringer i selskaper kunne fravike mandatets bestemmelser for å sikre SOFs verdier, noe som for eksempel ga adgang til å godta konvertering av obligasjoner til aksjer.

Finansdepartementet fastsatte en referanseindeks som skulle tre i kraft når 20 prosent av SOFs midler var plassert i markedet, en grense som ikke ble nådd.

SOF var ment å være et midlertidig tiltak, og mandatet krevde videre at Folketrygdfondet innen utgangen av 2013 skulle forelegge departementet en plan for avvikling av fondet. I Ot.prp. nr. 35 (2008-2009) uttaler departementet på side 5:

"Etter en oppbyggingsfase skal fondet gradvis bygges ned. Dette vil skje i takt med at obligasjonene forfaller og ved salg i takt med normalisering av markedssituasjonen. En avvikling vil kunne skje 5-10 år fram i tid."

En slik avviklingsplan ble oversendt Finansdepartementet 19. desember 2013. I brev av 21. mars 2014 uttaler Finansdepartementet at de ikke har noen merknader til den foreslåtte avviklingsplanen. Fra og med 21. mars 2014 var SOF dermed i en nedbyggingsfase, og det skulle ikke plasseres nye midler i obligasjonsmarkedet.

Gjennomføringen av forvaltningen

SOF ble opprettet etter modell av SPN, og på en rekke områder har vår forvaltning av SOF hatt klare likhetstrekk med forvaltningen av den norske renteporteføljen i SPN. I Folketrygdfondets årsrapporter for 2009 til 2013 er det blitt løpende redegjort for forvaltningen av både SOF og SPN.

Folketrygdfondets kjøp og salg i markedet ble gjennomført på en måte som er konsistent med SOFs formål om å styrke det norske obligasjonsmarkedets funksjonsevne. Folketrygdfondet har kjøpt rentepapirer når markedets funksjonsevne har vært svekket, for eksempel i forbindelse med markedsuro, og har søkt å utnytte positive markedsforhold til å selge deler av SOFs verdipapirbeholdning som vurderes omsettelige uten å virke forstyrrende på markedet. En slik motsyklisk forvaltning har bidratt til økt likviditet og virket stabiliserende på markedet.

Aktiviteten var størst i 2009, da det ble kjøpt rentepapirer for nesten 8 mrd. kroner. Perioder med markedsuro i 2010-12 ga opphav til verdipapirkjøp også i disse årene slik at samlede kjøp siden oppstart beløper seg til 11,63 mrd. kroner. Mer positive markedsforhold har gitt anledning til salg i perioder i 2011, 2012, 2013 og 2014, slik at samlede salg frem til utgangen av juni 2014 beløper seg til 9,77 mrd. kroner. Tabellen nedenfor viser kjøp, salg og forfall over tid. Det har vært netto økning i obligasjonsbeholdningene i 2009 og 2010, mens det har vært netto nedgang i årene 2011-2014.

Kjøp, salg og forfall i Statens obligasjonsfond fram til 30.06.14 (millioner kroner)

År	Kjøp	Salg	Forfall
2009	7 904	149	
2010	2 169	1 076	146
2011	1 230	1 741	602
2012	324	475	852
2013		6 261	580
2014		69	175
Sum	11 627	9 771	2 355

Etter oppbyggingen av SOF i 2009 og 2010 var investert andel av SOF på 19,4 prosent ved utgangen av 2010. Utstedere utenfor finanssektoren utgjorde 53,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2010. Samtidig utgjorde lån som var kredittvurdert til lavere enn BBB 21,8 prosent av obligasjonsporteføljens verdi. I perioden etter 2010 var andelen utenfor finanssektoren lavere, helt frem til nedtrappingsfasen i 2013. Andelen lån med rating lavere enn BBB var først økende opp til nær 26 prosent i 2011 før andelen sank frem mot nedtrappingsfasen.

Statens obligasjonsfond investerte i alt i 94 lån, hvorav 78 lån ble kjøpt i førstehåndsmarkedet tilsvarende om lag 82 % av markedsverdien. I 7 av lånene var SOFs andel over 30 prosent av utstedt volum.

Folketrygdfondets kostnader fra SOF ble etablert og frem til og med 30. juni 2014 er fordelt på de to forvaltningsoppdragene SPN og SOF etter en fordelingsnøkkel basert på medgåtte ressurser. I alt ble SOF belastet med 48 mill. kroner i kostnader.

Kostnader belastet Statens obligasjonsfond 2009-2014 (millioner kroner)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sum
Kostnader	8	10	10	10	6	4	48

Som følge av verdistigning var summen av salg og forfall høyere enn de samlede kjøpene. Sammen med mottatte renteinntekter, andre porteføljeinntekter og fratrukket kostnader ved å drive fondet innebar dette at akkumulert resultat ble på 2 332 millioner kroner. Dette gir en internrente for den investerte delen av SOF som tilsvarer en årlig effektiv avkastning på 7,5 prosent.

Pr. 30. juni 2014 var alle papirer i SOF avhendet. Opprinnelig kapitalinnskudd på 50 000 millioner kroner sammen med akkumulert resultat på 2 332 millioner kroner har blitt overført Statens foliokonto. SOFs konto i Norges Bank ble avsluttet 17. juli 2014.

Vurderinger

Etter Folketrygdfondets oppfatning har etableringen av Statens obligasjonsfond fungert etter hensikten. Det er krevende å bevise empirisk at SOFs tiltak har vært virkningsfulle, men etter vårt skjønn, som også er basert på kontakt med andre markedsaktører, har SOF bidratt til å styrke tilliten til obligasjonsmarkedet som finansieringskilde og investeringsalternativ. SOF antas å ha bidratt til bedre likviditet i første- og annenhåndsmarkedet i perioder med markedsuro, og det er også grunn til å anta at SOF kan ha hatt en forebyggende effekt. Om aktører i gode tider har større tillit til at markedsplassen ikke stopper fullstendig opp ved markedsuro, kan de i større grad være villige til å benytte obligasjonsmarkedet og utslagene i likviditetspremier kan bli noe lavere.

Kredittspredene i det norske obligasjonsmarkedet økte betydelig i 2008 både for banklån og industrilån. Kredittspredene for banklån nådde en topp i oktober 2008, om lag samtidig som bytteordningen med obligasjoner med fortrinnsrett ble innført. For industrilån fortsatte oppgangen inn i 2009 og nådde en topp om lag samtidig med at SOF ble etablert.



Målt som emisjonsvolum varierte likviditeten i obligasjonsmarkedet for de ulike sektorene gjennom finanskrisen høsten 2008 og tidlig i 2009. For selskaper utenfor finanssektoren var emisjonsvolumet høyt for kraftsektoren, mens det for andre selskaper var en nedgang fra sommeren 2008. For disse selskapene bedret emisjonsvolumet seg fra mars 2009. SOF investerte 3,3 mrd. kroner i 24 obligasjonslån innenfor industrisektoren (ekskl. kraftsektoren) i 2009. Dette utgjorde 6,1 prosent av emittert volum i denne delen av markedet.

Et sentralt premiss for å oppnå god likviditet er å ha et mangfold av aktører med ulikt handlingsmønster. I en markeds plass hvor mange investorer i praksis ikke kan eller vil ha en lang investeringshorisont, har den motsykliske investeringsadferden fra SOF trolig virket stabiliserende på finansmarkedene. SOF har økt mangfoldet blant investormassen og dermed styrket likviditeten, noe som trolig har bidratt til å redusere markedssvingningene og gitt andre aktører anledning til å foreta endringer i sine porteføljer. I tillegg vil en slik strategi forventes å gi god risikojustert avkastning. Gitt at den gjennomføres på en god måte, har den også som konsekvens at den bidrar til å styrke kreditttilgangen til foretak og husholdninger.

I den grad SOF i perioder med stor markedsuro har lettet tilpasningsbehovet til privat sektor og bidratt til å dempe risikopremiene, har obligasjonsfondet trolig også bidratt til å understøtte andre stabiliseringspolitiske tiltak. På den måten har SOF kunnet bidra til at privat sektor har fått et mer gunstig økonomisk og finansielt klima. Slik sett kan SOF, som en slags "lender of last resort", sies å ha hatt analogier til tradisjonell stabiliseringspolitikk med aktiv bruk av statsbudsjettet samt sentralbankens signalrente og balanse.

Vår vurdering er at kostnadene for staten ved krisetiltaket SOF har vært lave, samtidig som nytten har vært stor. Som det framgår av den løpende rapporteringen i årsrapportene, har økningen i Folketrygdfondets forvaltningskostnader vært moderat samtidig som den risikjusterte avkastningen av markedsinvesteringene har vært meget god.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet


Erik Keiserud
Styreleder


Olaug Svarva
Adm. direktør