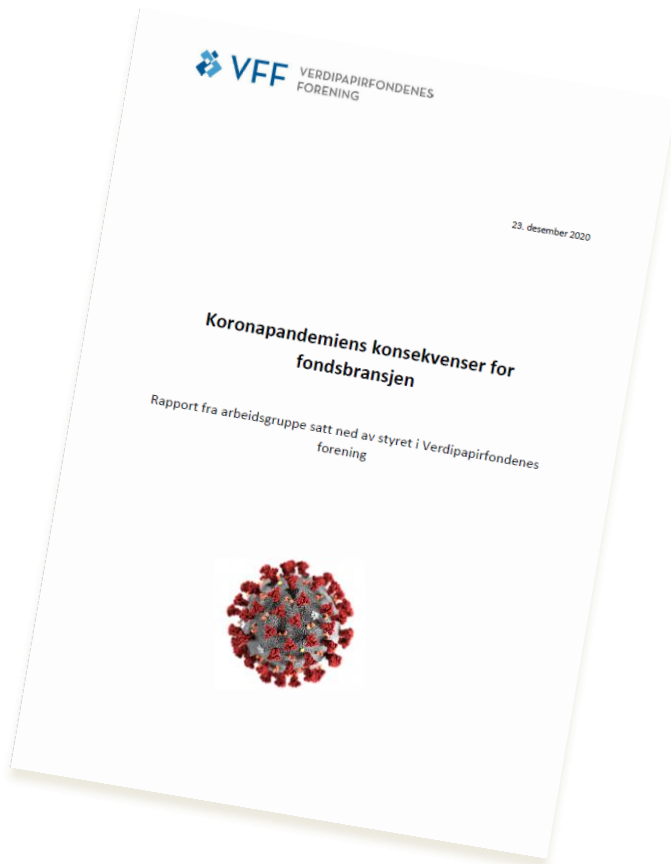




# Koronapandemiens konsekvenser for norsk fondsbransje

Webinar i regi av VFF og NFF  
4. februar 2021

Adm. direktør Bernt S. Zakariassen  
Verdipapirfondenes forening



Styret i VFF etablerte i fjor sommer en arbeidsgruppe med mandat å gjøre rede for de viktigste konsekvensene for bransjen som følge av koronapandemien, samt analysere effekten av tiltakene som ble satt inn.

Arbeidsgruppen bestått av:

- Helge Arnesen, Alfred Berg Kapitalforvaltning
- Anette Hjertø, DNB Asset Management
- Dagfin Norum, Storebrand Asset Management
- Magny Øvrebø, Holberg Forvaltning

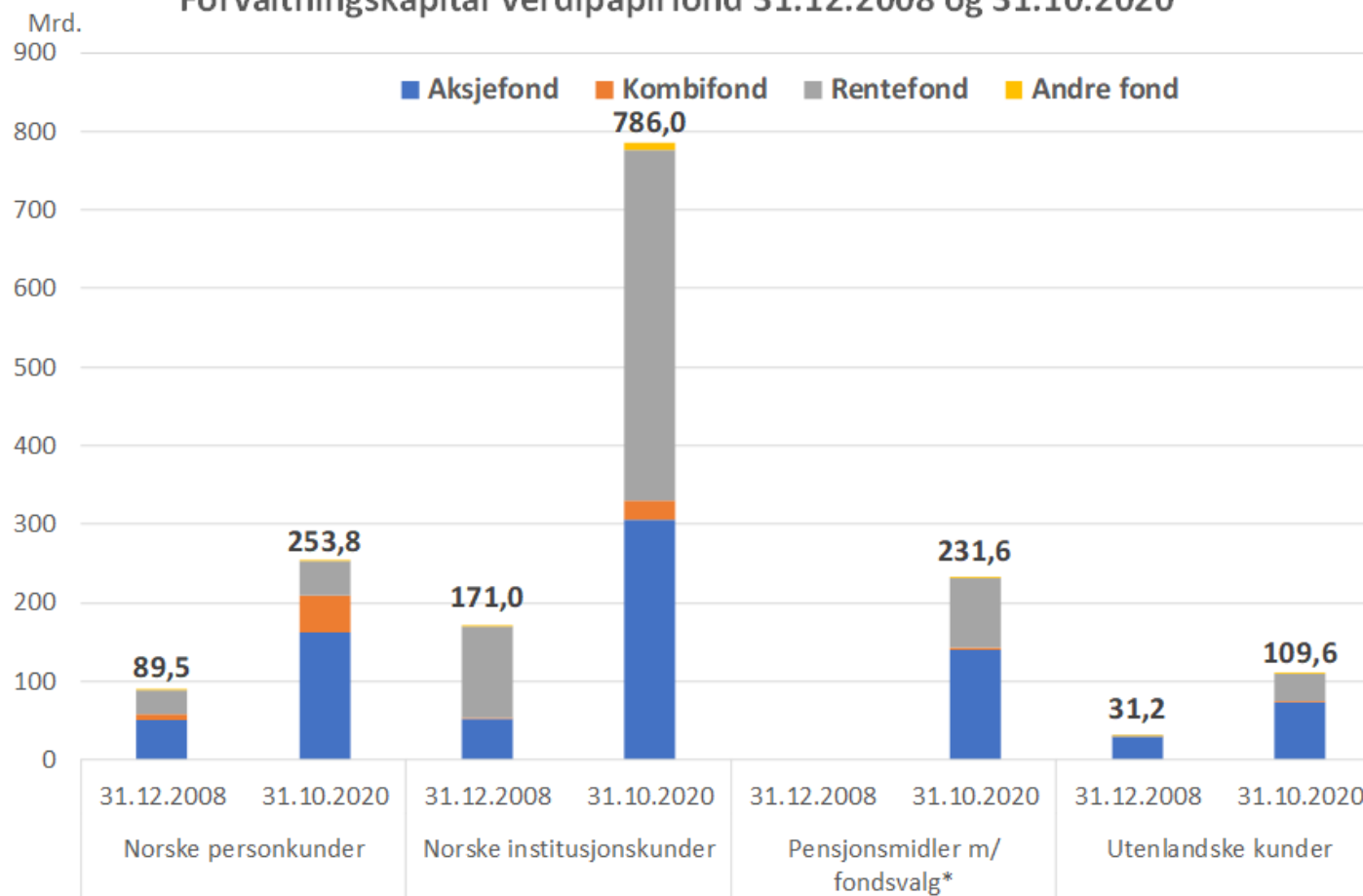
Løpende møter gjennom høsten, spørreundersøkelse blant samtlige av foreningens medlemmer. Rapport avgitt ved årsskiftet.

**Bakteppe:**

**Sentrale utviklingstrekk siden finanskrisen i 2008**



## Forvaltningskapital verdipapirfond 31.12.2008 og 31.10.2020

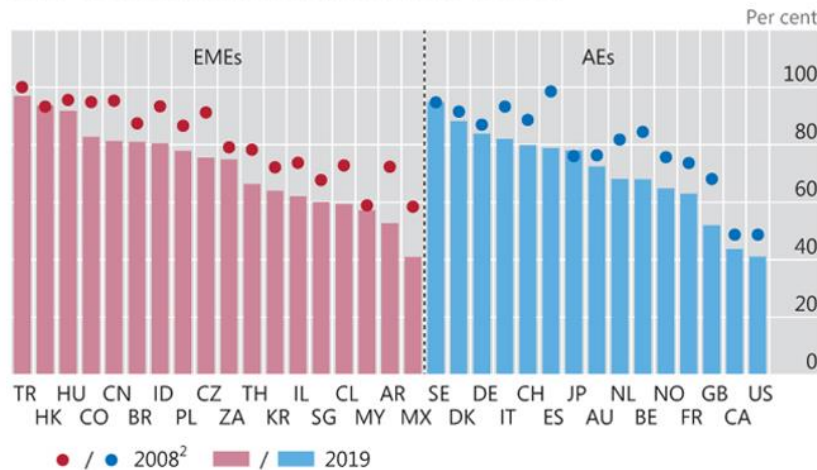


\*Ny kategori fra 2013. Midlene i denne kategorien ble før 2013 rapportert under «norske personkunder»

Kilde: VFF

# Kapitalmarkedets rolle som långiver til næringslivet har økt

Share of bank loans to the corporate sector declines<sup>1</sup>



Kilde: BIS, Annual Economic Report 2020, s. 41

Ønsket og villet utvikling:

CMU: Gjøre europeiske foretak mindre avhengig av bankfinansiering, fremme mer markedsfinansiering.

Foretakenes obligasjonsgjeld steget – både absolutt og relativt til banklån.

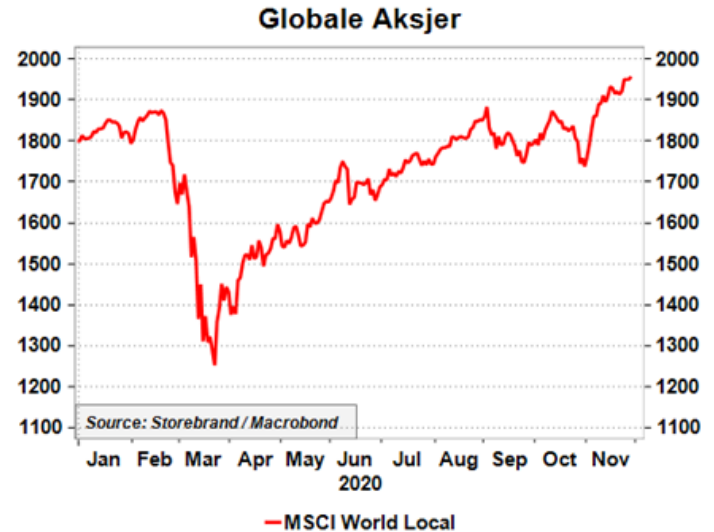
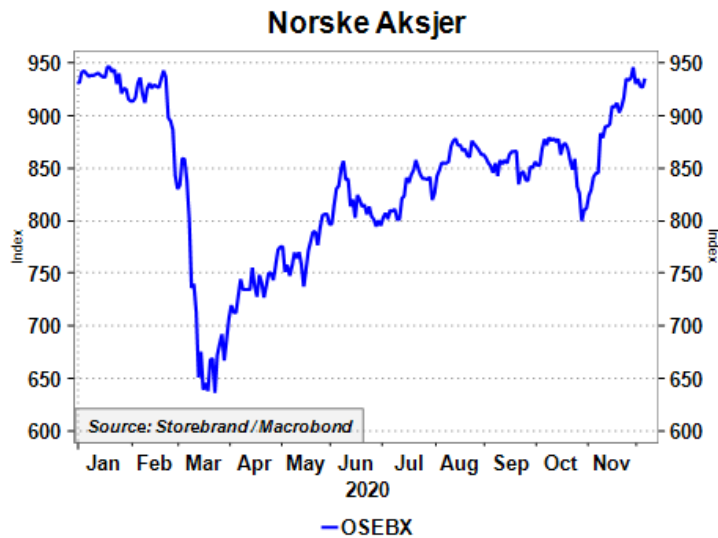
I tillegg: Foretakene har i økende grad plassert sin likviditet i korte rentefond. Innebærer at i situasjoner hvor likviditetsbehovet øker, så skaffes likviditet i større grad enn tidligere gjennom innløsninger i fond og diskresjonære mandater.

Det var nettopp dette som skjedde i mars 2020. Rekordhøy nettoinnløsning: 63 mrd. kroner, 46 mrd. kroner av dette fra foretak («institusjonskunder»).

# Hvordan fungerte kapitalmarkedene i mars 2020?



# Aksjemarkedet



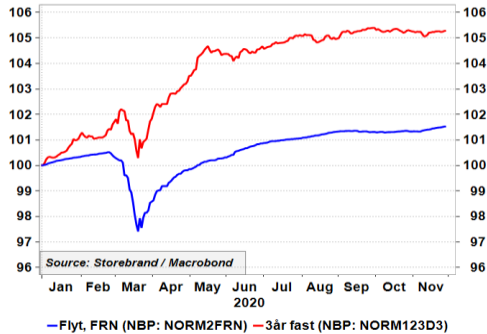
Stort aksjekursfall både i Norge og ute. Hovedindeksen ved Oslo Børs falt vel 32 % fra toppen 20. februar til bunnen 23. mars.

Aksjemarkedene var likevel velfungerende og likvide (dog noe «tregere»). Noen EM-markeder ble stengt i kortere eller lengre perioder, og enkelte land innførte også kapitalrestriksjoner.

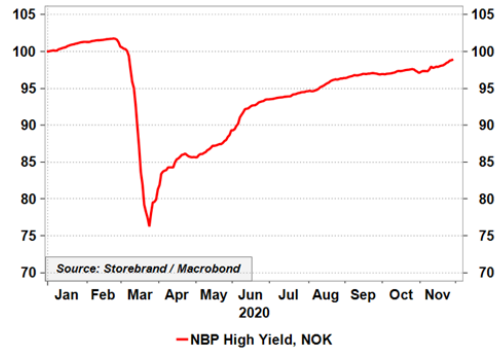
95 % av foreningens medlemmer gir uttrykk at det norske aksjemarkedet var velfungerende i hele perioden.

# Rentemarkedet

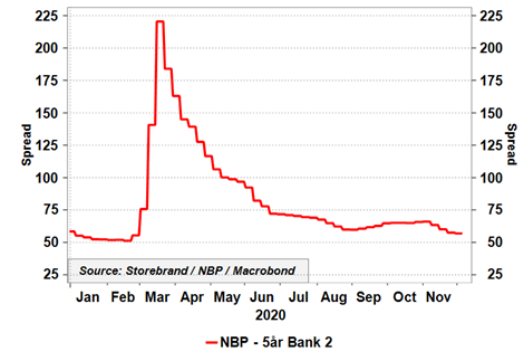
Obligasjonsindekser - 3år fast vs flytende (FRN)



NBP High Yield NOK

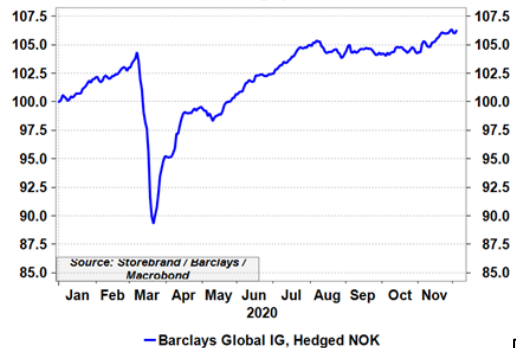


NBP - 5år Bank 2



Betydelig kursfall i det norske rentemarkedet i mars – både IG og HY. Spreadutgangen i mars var ekstrem (figur øverst til høyere).

Global Obligasjoner - IG



Samme bilde også internasjonalt. Omfattende kursfall – og det skjedde raskt.

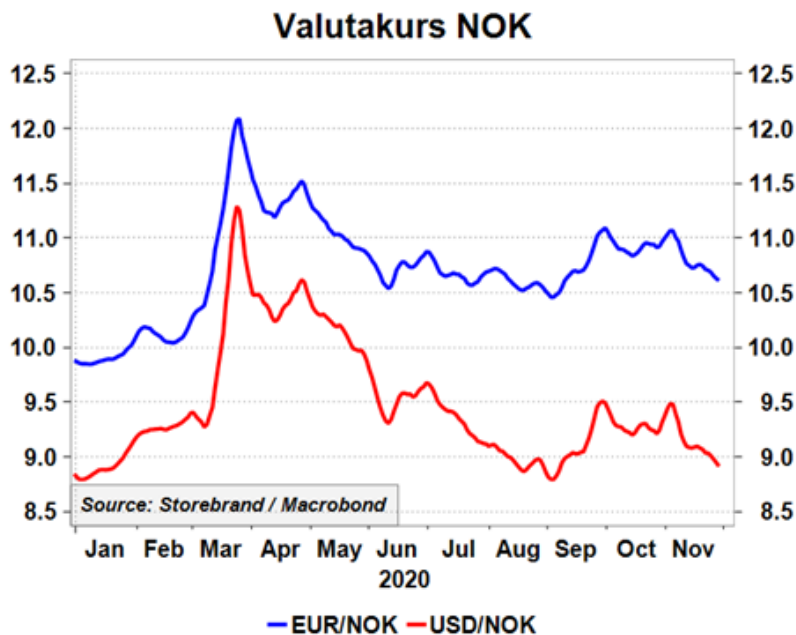
Rentemarkedet fungerte svært dårlig (eller ikke i det hele tatt). Likviditetstørke, særlig i HY, men også i normalt likvide papirer med god sikkerhet.

*«Da det stormet som verst var det nesten ikke kjøpere i høyrentemarkedet»*

VFFs medlemsundersøkelse



# Valutamarkedet



Kronekursen svekket seg i mars med en styrke og hurtighet som ikke har vært observert siden fastkurspolitikken ble forlatt i desember 1992.

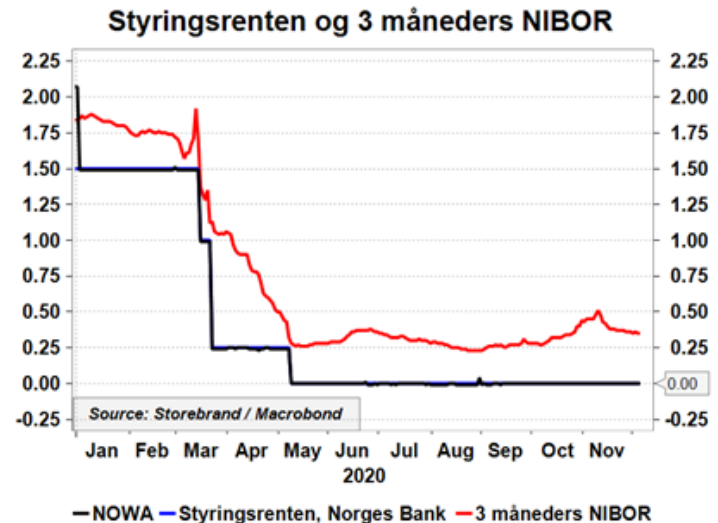
Markedet fungerte såpass dårlig enkelte dager at det var vanskelig å få gjennomført transaksjoner i det hele tatt.

*«I valutamarkedet eksisterte ikke kjøper/selger kurs».*

VFFs medlemsundersøkelse

# Interbankmarkedet

Tilnærmet full stopp i aktiviteten i interbankmarkedet. 3 mnd. NIBOR steg svært brått og kraftig. Spredte seg utover i det finansielle systemet. Normaliserte seg gradvis etter at styringsrenten ble satt ned.



«Da vi kom på jobb i dag fikk vi beskjed om at XX hadde tatt insj til å stenge det norske interbankmarkedet da vi er i en force major hvor flere markedsaktører rent teknisk ikke er koplet opp og kan stille priser».

Utdrag fra e-post datert 13. mars mot slutten av dagen fra en megler til et medlemsselskap i VFF

## Market makere i bank/verdipapirforetak

**Marked makere:** Bedre kapitalisert, men mindre kapasitet til å «handel på egen bok» (som følge av ny regulering etter finanskrisen). Dermed redusert mulighet til å opptre som mellommann og «svinginvestor», og funksjonen som likviditetsbuffer vesentlig mindre enn tidligere.

Primærmeglere i USA holdt for 10 år siden én av 34 USD i amerikanske foretaksobligasjoner på egen bok, i dag holdes én av 450 USD. Foreligger ikke tilsvarende norske tall (som vi kjenner til), men trenden antas å være den samme.

*«Slik det har sett ut i dag har det kun vært YY og ZZ som faktisk har folk på plass som er koblet opp på systemer for å stille priser».*

Utdrag fra e-post datert 13. mars mot slutten av dagen fra en megler til et medlemsselskap i VFF

## Valutasikrede posisjoner

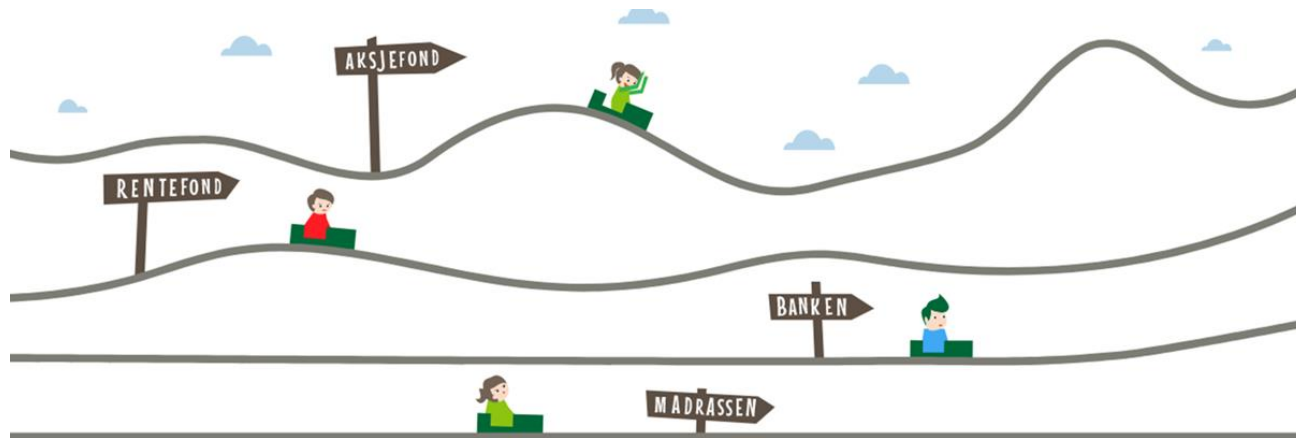
Betydelig vekst i FK i norske rentefond – medført behov for diversifisering ut over norske papirer. Utenlandske rentepapirer også lettere tilgjengelig (elektroniske handelsplattformer). Valutarisiko vil lett dominere både rente- og kredittrisiko – ønsker derfor å eliminere valutarisikoen i rentefond. Derfor er stadig mer kapital i norske rentefond blitt valutasikret.

Valutasikringen foregår ved at fondene stiller sikkerhet (collateral) på en marginkonto, som regel i form av kontanter (men også papirer). Ved svekkelse av kronkursen må mer kontanter (eller papirer) stilles som sikkerhet.

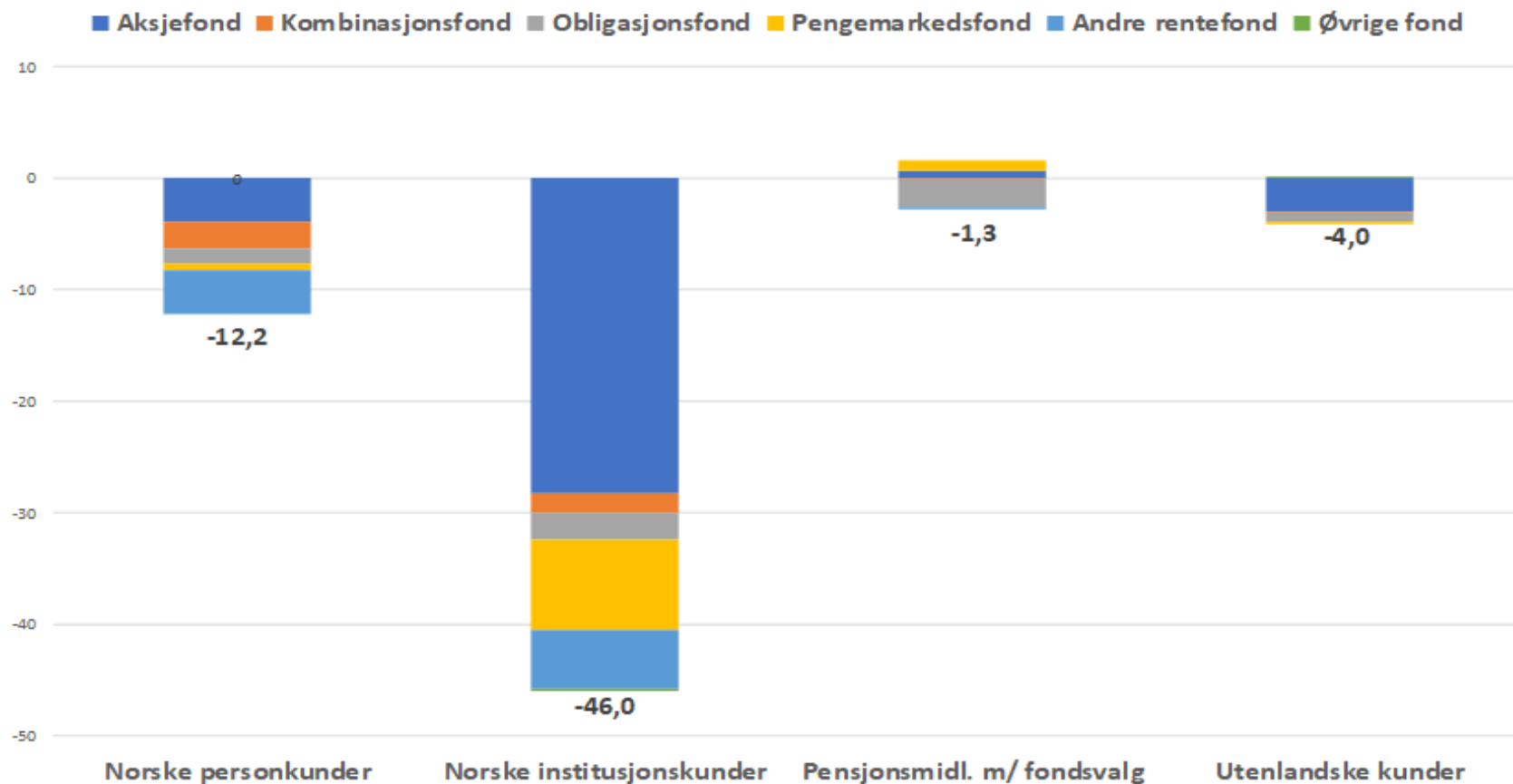


Kronesvekkelsen i mars medførte betydelig økte marginkrav. Valutasikrede fond måtte selge papirer i markedet for å fremskaffe likviditet til sikkerhetsstillelse.

# Kundeadferd

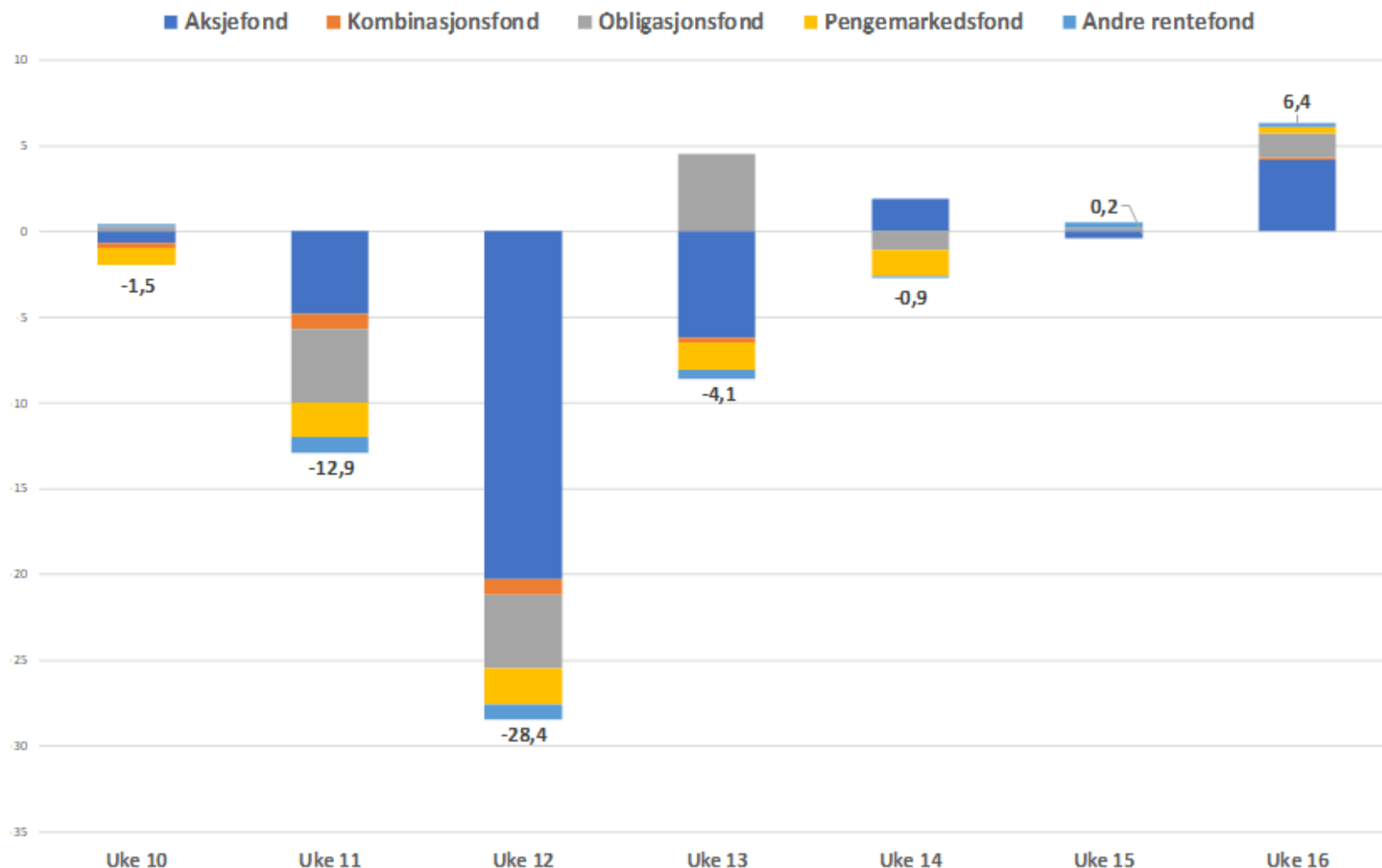


## Nettotegning mars 2020 etter fondstype, fordelt på markedssegment (mrd. kroner)



Kilde: VFF

## Ukentlig nettotegning uke 10-16 etterfondstype (mrd. kroner)



Kilde: Finanstilsynet/VFF

Norske institusjonskunder stod for det meste av innløsningsen i mars. Likviditetsbehov trolig hovedforklaringen:

	<b>Nettotevning (NT), mars 2020</b>		<b>Forvaltningskapital (FK) 2019</b>	
	Mrd. kroner	Andel av NT	Mrd. kroner	Andel av FK
<b>Aksjefond</b>	-28,3	83,7 %	302,6	44,7 %
<b>Rentefond</b>	-15,9	63,6 %	374,0	66,6 %
<b>Totalt</b>	-46,0	73,0 %	707,4	53,3 %

Norske personkunder innløsningsen var lavere enn andelen av FK skulle tilsi når det gjelder aksjefond, motsatt på rentefond:

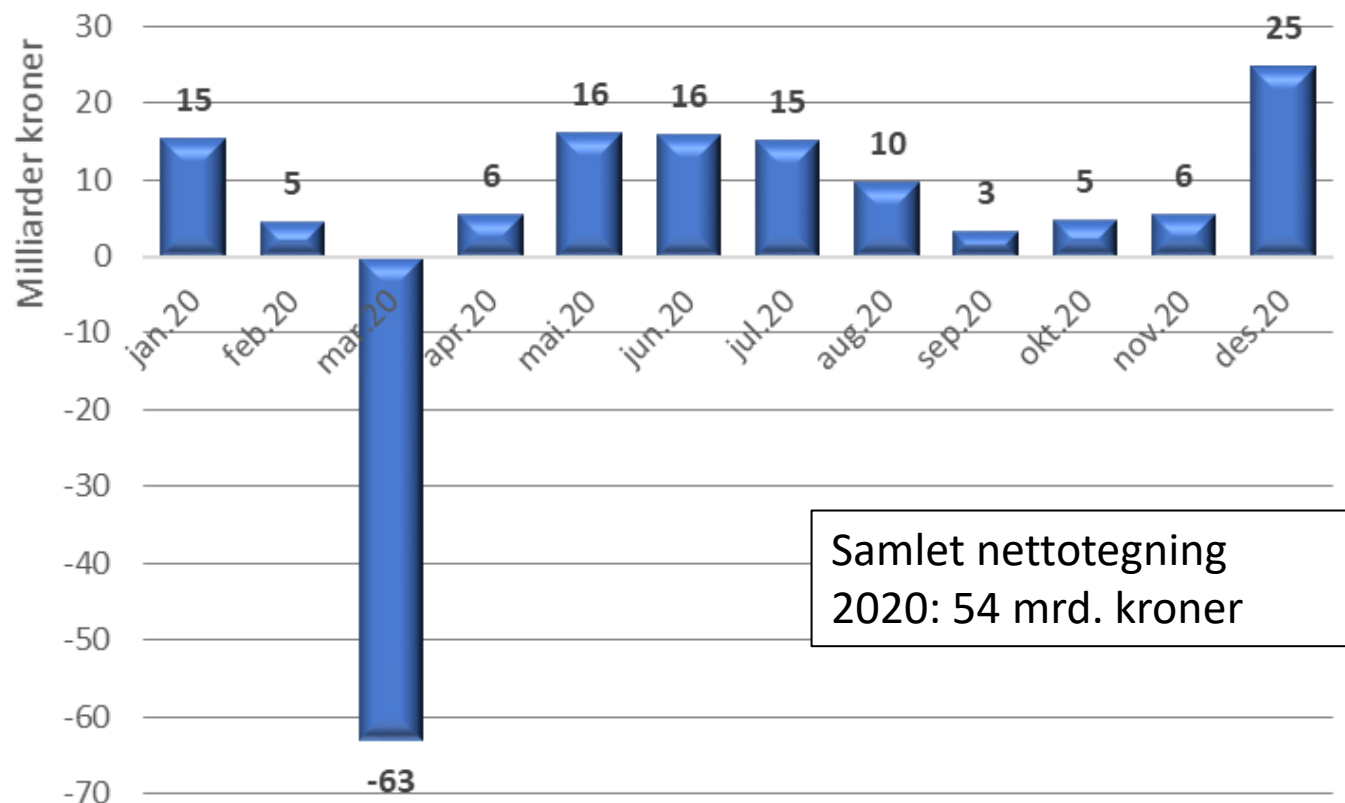
	<b>Nettotevning (NT), mars 2020</b>		<b>Forvaltningskapital (FK) 2019</b>	
	Mrd. kroner	Andel av NT	Mrd. kroner	Andel av FK
<b>Aksjefond</b>	-3,9	11,5 %	163,0	24,0 %
<b>Rentefond</b>	-5,9	23,6 %	64,2	11,4 %
<b>Totalt</b>	-12,2	19,4 %	279,1	21,0 %

Utenlandske kunder – adferden hadde liten betydning:

	<b>Nettotevning (NT), mars 2020</b>		<b>Forvaltningskapital (FK) 2019</b>	
	Mrd. kroner	Andel av NT	Mrd. kroner	Andel av FK
<b>Aksjefond</b>	-3,0	8,9 %	87,2	13,0 %
<b>Rentefond</b>	-1,0	4,0 %	45,6	8,1 %
<b>Totalt</b>	-4,0	6,3 %	138,4	10,4 %



## Nettotegning per måned i 2020 (alle kundegrupper)



Kilde: VFF

# Myndighetstiltak (utover smittevernstiltak og finanspolitiske tiltak)



# Norges Banks virkemiddelbruk

Tiltakene fra Norges Bank (og andre sentralbanker) framheves av foreningens medlemmer som avgjørende viktig for at finansmarkedene relativt raskt stabiliserte seg.

Hovedtiltakene var:

- Redusert styringsrente
- Likviditetstilførsel (F-lån)
- Dollarlikviditetsordninger
- Støttekjøp av kroner

## ***Hvor viktig var Norges Banks virkemiddelbruk for å lette den akutte krisen?***

*«Svært viktig for å etablere likviditet i rente- og valutamarkedet. Og tiltakene kunne ideelt sett kommet noen dager tidligere».*

*«Tror dette var vesentlig. Valutamarkedet fungerte svært dårlig og Norges Banks aktive rolle og intervensjon var ekstremt viktig».*

*«Svært viktig, særlig F-lån for likviditeten i markedet»*

*«Norges Bank var for trege med å stabilisere valutamarkedet og redusere intradag volatiliteten. Dette ga unødvendig mye stress inn i det norske rentemarkedet via behovet for sikkerhetsstillelse for valutasikringsposisjoner».*

Uttalelser fra evalueringen blant VFFs medlemmer

## Statens obligasjonsfond (SOF)

Foreningens medlemmer er gjennomgående positiv til at SOF ble (re)etablert. Beslutningen om dette hadde en positiv signaleffekt i markedet, men selve ordningen var først operativ etter at den mest akutte perioden var over.

*«Krisen i rentemarkedet utviklet seg svært hurtig og det var en hurtig recovery. Innen SOFs mandater var klare var krisen nesten overstått. Vissheten om at mandatet kom hadde antagelig større effekt som bidragsyter til den raske gjeninnhenting enn utøvelsen av mandatet. [...]*

*Mandatet har i tillegg vært benyttet i nokså liten grad (3,7 mrd av totalt 50 mrd). Vi mener at denne type mandater må ligge klare til benyttelse og ikke behøve stortingsbehandling før de kan anvendes. Tid er av vesentlig betydning i slike kriser, og var spesielt viktig i denne krisen.»*

VFFs medlemsundersøkelse

## Internasjonale tiltak

De fleste land gjennomførte omfattende finans- og pengepolitiske tiltak. Særlig viktig var tiltakene fra den amerikanske sentralbanken.

*«Given the magnitude of the shock that triggered the current crisis, central banks deployed their full arsenal of tools, sometimes in unprecedented ways.(...) A striking feature this time has been the prevalence of interventions aimed at non-bank financial institutions, including entities such as mutual funds. This is in line with the growing role of market-based financing, particularly for the non-financial corporate sector».*

BIS Annual Economic Report (2020)

FSB har varslet gjennomgang av rollen til «*Non Bank Financial Intermediation*» (NBFi) - skal danne grunnlag for å se på regulatoriske forhold og sentralbankenes virkemidler for å «*enhance the resilience of the NBFi sector while preserving its benefits*».

# Arbeidsgruppens vurderinger og anbefalinger



## Arbeidsgruppens utgangspunkter:

*«Arbeidsgruppen vil understreke at grunnlaget for de tiltakene som norske myndigheter setter inn i kritiske markedssituasjoner må være basert på nasjonale hensyn. Hensynet til finansiell stabilitet og norsk økonomi må selvsagt være det førende».*

- Kriser oppstår raskt
- Viktig at tiltakene som settes inn er effektive
- og kan settes inn tilnærmet momentant



## Arbeidsgruppens vurderinger:

*«De erfaringer som ble høstet i den akutte fasen i vår, tilsier etter arbeidsgruppens oppfatning at tiltakene som denne gang ble satt inn fra myndighetenes side, burde kommet raskere og vært utformet noe annerledes».*

### Tiltakene fra Norges Bank:

- Avgjørende viktige, hovedforklaringen på den raske gjeninnhenting
- Burde vært satt inn raskere
- Tilførsel av likviditet også gjennom andre kanaler enn F-lån

### Statens obligasjonsfond:

- Positiv, men begrenset effekt, signaleffekten viktigst
- Påpeker dilemmaet mellom formålet (likviditetstilførsel) og Folketrygdfondets forvaltning (kommersielt grunnlag)
- Bør vurdere andre måter å organisere SOF på

## Arbeidsgruppens anbefalinger:

*«Arbeidsgruppen tror ikke det bare er én oppskrift som vil virke. Det kan være en rekke forskjellige tiltak som både før og under en krise kan være effektive for å bidra til finansiell stabilitet».*

### Myndighetstiltak:

- Tiltakene må settes inn raskt, viktig med beredskap.
- SOF bør videreføres, men rendyrke rollen som likviditetstilfører, f.eks. ved å overføre forvaltningen til Norges Bank
- Norges Bank bør tilføre likviditet også via andre kanaler enn F-lån, f.eks. ved å utvide adgangen til å stille fondsandeler som sikkerhet ved låneopptak
- Endre verdipapirfondloven slik at «gating» blir tillatt også i Norge (foreslått av VFF i 2019)

## Arbeidsgruppens anbefalinger:

### Bransjetiltak:

- Bidra til utvikling av repomarkedet i Norge (gir muligheter til å skaffe likviditet uten å måtte selge underliggende verdipapirer).
- Finansielle instrumenter bør i større grad kunne stilles som sikkerhet ved valutasikring (motvirke trenden i retning kun kontanter som sikkerhet)
- OTC-derivater bør cleares, kombineres med bruk av repoavtaler (ved sikkerhetsstillelse)