

Likviditeten i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet i første halvår 2020

NR. 3 | 2020



Norges Bank Memo nr. 3 | 2020

NORGES BANK MEMO
NR 3 | 2020

Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

E-post: central.bank@norges-bank.no

Web: www.norges-bank.no

ISSN 1894-0277 (online)

ISBN 978-82-8379-177-8 (online)

LIKVIDITETEN I DET NORSKE
SERTIFIKAT- OG
OBLIGASJONSMARKEDET I
FØRSTE HALVÅR 2020

Likviditeten i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet i første halvår 2020

NORGES BANK MEMO
NR 3 | 2020

LIKVIDITETEN I DET NORSKE
SERTIFIKAT- OG
OBLIGASJONSMARKEDET I
FØRSTE HALVÅR 2020

Utbruddet av koronavirus og pandemien som fulgte, bidro til betydelig uro i norske finansmarkeder i mars 2020. Markedslikviditeten i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet ble i en periode markert dårligere. Norges Banks spørreundersøkelse om markedslikviditet for første halvår 2020 og kontakt med markedsaktører viser at det oppstod ubalanse mellom selgere og kjøpere som ble forsterket av økte krav til sikkerhetsstillelse i valutabytteavtaler. Informasjon om markedspriser bekrefter at det var store utslag i kjøps- og salgskurser. Gradvis gjenåpning av samfunnet og tiltak fra Norges Bank som ble innført i mars, i form av ekstraordinære F-lån og endrede krav til sikkerhet for lån, bidro til å bedre markedsforholdene fram mot sommeren.

1. Introduksjon

Norges Bank følger likviditeten i sertifikat- og obligasjonsmarkedene gjennom løpende kontakt med markedsaktører, analyser av kvantitative data og ved hjelp av spørreundersøkelser rettet mot investorer og prisstillere. I dette memoet ser vi på hvordan likviditeten i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet var i første halvdel av 2020, da covid-19-pandemien førte til stor markedsuro globalt og i Norge. Spørreundersøkelsen ble gjennomført i september, og er supplert med informasjon om markedspriser samt kvalitativ informasjon fra kontakt med markedsaktører.

Det er flere grunner til at Norges Bank har interesse av å overvåke og analysere likviditeten i sertifikat- og obligasjonsmarkedet. For det første skal Norges Bank bidra til velfungerende finansielle markeder for å fremme finansiell stabilitet og sikre gjennomslag fra styringsrenten til markedsrentene. Obligasjonsmarkedet er en viktig kilde til finansiering for banker og ikke-finansielle foretak. Obligasjoner og sertifikater er også viktige investeringsalternativer for kapitalforvaltere som for eksempel forvalter pensjonsmidler. Obligasjonsmarkedet er derfor viktig for husholdningenes lån og sparing, og rentenivået de står overfor.

For det andre forvalter Norges Bank statens låneopptak. Foruten å finansiere statsbankene og statlige låneordninger, skal statsgjeldsforvaltningen bidra til effektive finansmarkeder ved at den danner grunnlag for en risikofri rentekurve i det norske markedet. Det er derfor av interesse å overvåke likviditeten i statspapirmarkedet, blant annet ved hjelp av spørreundersøkelser om markedslikviditet.

For det tredje påvirker markedslikviditeten verdien av sikkerhetene Norges Bank krever som pant for lån til bankene. Sentralbanken yter lån til bankene som del av den daglige likviditetsstyringen. Sentralbanken kan også tilby ekstraordinære lån slik som under markedsuroen i mars. I tillegg har sentralbanken en stående

utlånsfasilitet overnatten og er långiver i siste instans. Bankene stiller sikkerhet i form av verdipapirer. Regelverket for sikkerhet for lån (SIL) er utformet slik at bare verdipapirer med lav kredittrisiko godkjennes. En vesentlig andel av papirene som er godkjent som sikkerhet har også flytende rente slik at det gjennomgående er lav rente- og kredittrisiko knyttet til papirene som kan pantsettes i Norges Bank. Risikoen reduseres ytterligere ved at verdipapirene verdsettes daglig. Det er likevel risiko for kurssvingninger som følge av endringer i markedslikviditet. For Norges Banks risiko er det derfor viktig at avkortningen i SIL i tilstrekkelig grad tar høyde for likviditetsrisiko.

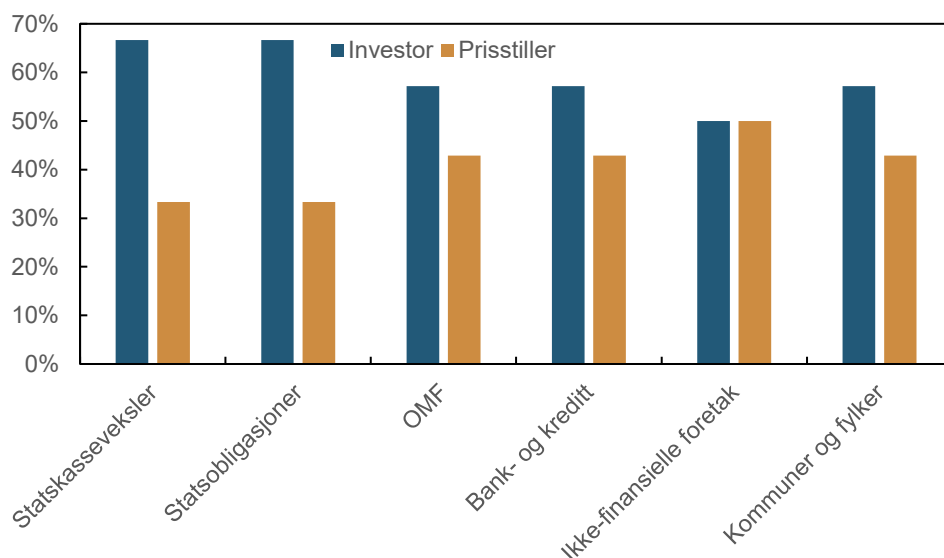
2. Markedslikviditetsundersøkelsen for første halvdel av 2020

Norges Bank sender to ganger i året ut en spørreundersøkelse til markedsaktørene om likviditeten i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet.¹ Formålet er å få kjennskap til respondentenes vurdering av likviditeten i markedet, som kan gi en innsikt utover informasjonen som ligger i markedsdata som omsetning og priser. Resultatene fra undersøkelsen er et verdifullt supplement til informasjon Norges Bank får gjennom løpende kontakt med markedsaktører og beregnede kvantitative mål på markedslikviditet.

Markedslikviditetsundersøkelsen dekker delmarkedene for statsobligasjoner, statskasseveksler, obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), og obligasjoner og sertifikater utstedt av kommuner og fylker, ikke-finansielle foretak og av bank- og kredittforetak. Undersøkelsen sendes til investorer og prisstillere som er aktive i det norske markedet og består av noen faste spørsmål og noen spesialtemaer som utarbeides til den enkelte undersøkelse. På den måten kan respondentenes vurdering av likviditeten systematiseres og sammenlignes over tid, samtidig som spørsmål kan rettes mot aktuelle markedstemaer. Respondentene er investor eller prisstiller i ett eller flere av delmarkedene. Se fordeling i figur 1.

¹ Undersøkelsen ble ikke gjennomført for siste halvår 2019.

Figur 1. Andelen av respondenter som er henholdsvis investor eller prisstiller i hvert delmarked. Prosent.

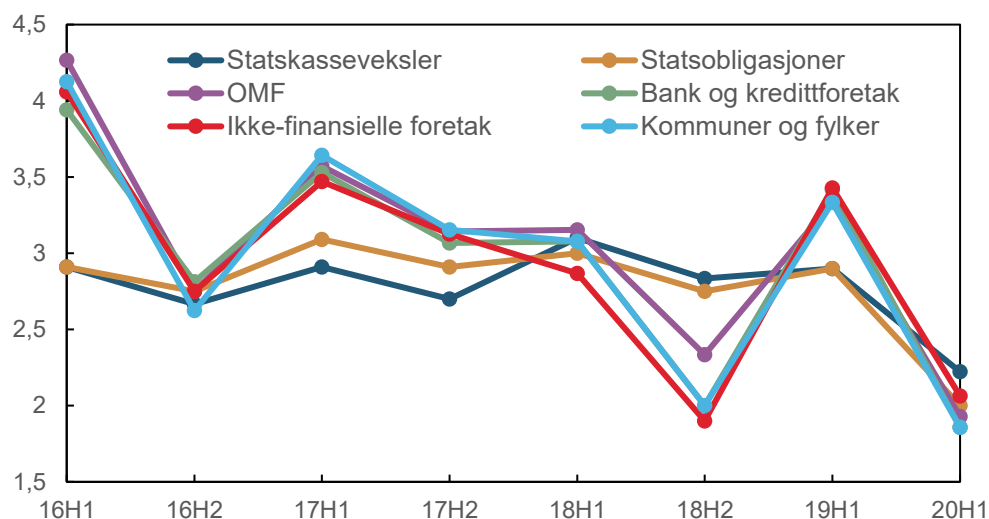


Undersøkelsen for første halvår ble gjennomført i september 2020 og bestod av ti spørsmål. I tillegg til de faste spørsmålene ble det spurt om respondentenes vurderinger av det norske obligasjonsmarkedet under og etter markedsuroen som følge av koronapandemien. 16 markedsaktører besvarte undersøkelsen, og svarene bærer preg av den turbulente tiden i markedet som følge av koronapandemien. I denne delen av notatet gjennomgår vi svarene på de mest sentrale spørsmålene i undersøkelsen.

Alle respondenter svarer at likviditeten i samtlige markedssegmenter var dårligere eller uendret i første halvdel av 2020, sammenlignet med siste halvår 2019. Respondentene besvare på en skala fra en til fem, der tre tilsier uendret likviditet fra forrige halvår, mens et lavere tall betyr at likviditeten er dårligere. Likviditeten i markedet for usikrede bankobligasjoner forverret seg mest, mens statskasseveksler ble vurdert til å ha hatt den minste endringen, se figur 2. Dette underbygges også av en kommentar fra en respondent som uttrykker at markedet for statskasseveksler fungerte bedre enn andre obligasjoner og sertifikater under markedsuroen i mars.

Figur 2. «Hvordan vurderer du likviditeten i forrige halvår sammenlignet med foregående halvår?»

Gjennomsnittlige svarverdier. Skala 1-5. Første halvår 2016 til første halvår 2020.

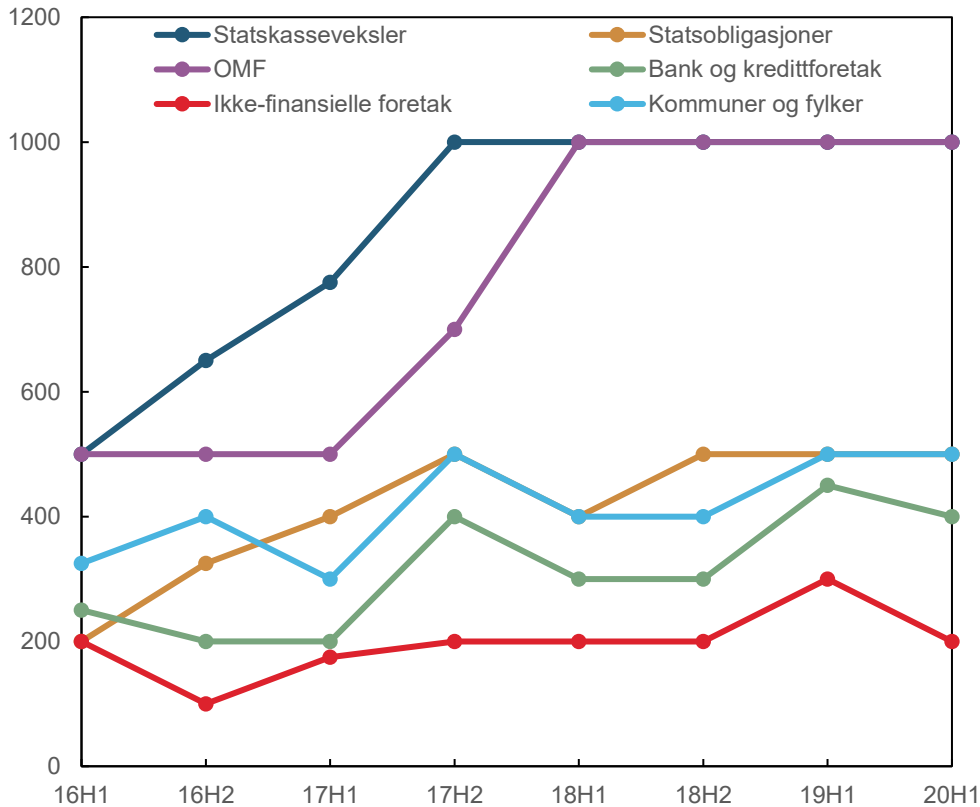


De fleste respondentene erfarte at likviditeten i det norske obligasjonsmarkedet var dårligere enn i utlandet i denne perioden. Et par respondenter trekker frem svekkelsen av kronekursen som en forklaring, og én mener det skyldes at det er færre aktører som handler i norske verdipapirer enn i tilsvarende markeder i andre land. Bildet er derimot ikke helt entydig, og en respondent svarer at likviditeten under kriser generelt er god i det norske markedet sammenlignet med i euro-markedet.

Målt mot undersøkelsen for første halvår i 2019 er det små endringer i volumet respondentene mener kan omsettes i løpet av en dag i en enkelt obligasjon, uten at prisene endrer seg betydelig, se figur 3. Volumet som kan omsettes er noe lavere for usikrede obligasjoner utstedt av bank og for ikke-finansielle foretak. Også tidligere har dette vært de delmarkedene der lave handelsvolum påvirker prisene mest.

Figur 3. «Hvor store handelsvolum i en enkelt obligasjon kan etter din vurdering omsettes i annenhåndsmarkedet i løpet av en dag uten at det skaper betydelige prisendringer?»

Median. Mill.kr. Første halvår 2016 til første halvår 2020.



Det kan være flere årsaker til at volumet som kan omsettes uten betydelig prisendring er lite endret i et halvår som omfatter markedsuroen i mars. Det kan for eksempel være at respondentene vurderer dybden i markedet i et litt lengre perspektiv og at perioden med dårlig likviditet i markedet var relativt kortvarig. Respondentene oppgir at koronapandemien er den viktigste faktoren som har virket negativt inn på markedslikviditeten det siste halvåret. Flere trekker frem svekkelsen av norske kroner som førte til at likviditet ble bundet opp i sikkerhetsstillelse som en forsterkende negativ effekt. Flere besvarelser peker på at Norges Banks likviditetstiltak, særlig i form av ekstraordinære F-lån, bidro til stabilisering av markedene. Opprettelsen av Statens Obligasjonsfond bidro positivt til markedslikviditeten ifølge flere respondenter. Mange av respondentene opplever forbedret markedssentiment de siste månedene, og et par beskriver en oppsiktsvekkende rask bedring av markedsforholdene. En respondent svarer imidlertid at likviditeten i fastrenteobligasjoner fremdeles er svakere enn før pandemien inntraff, fordi meglere er mer tilbakeholdne med å stille priser i dette delmarkedet. En respondent beskriver en gradvis forbedring i statspapirmarkedet, men med færre aktive investorer enn tidligere – særlig utenlandske. Flere respondenter svarer at likviditeten i det norske markedet bedret seg raskere enn i

utenlandske markeder, og at det særlig i det svenske markedet tok lengre tid før markedslikviditeten bedret seg.

Den generelle oppfatningen hos respondentene er at det ikke ventes store varige endringer i handelsmønstre, likviditet eller adferd i det norske obligasjonsmarkedet som følge av pandemien. Flere respondenter omtaler likevel muligheten for at investorer vil tilpasse seg slik at de blir mindre sårbare ved store svingninger i valutakursen. Det trekkes frem at måten sikkerheter stilles i derivatkontrakter bør bli mer fleksibel slik at markedsaktørene har andre alternativer enn å måtte selge obligasjoner ved store valutakurssvingninger slik de vi så i mars. En respondent mener investorer som valutasikrer sine plasseringer vil være mer forsiktige med å holde beholdninger av obligasjoner i amerikanske dollar. Det blir også kommentert at investorer som kjøper høyrentepapirer trolig vil ha økt fokus på likviditet i porteføljene, for eksempel med en større kontantandel, større andel høylikvide plasseringer og lavere andel obligasjoner i utenlandsk valuta. Det er ingen som venter store varige endringer i omsetningen av verdipapirer utstedt av staten, kommuner og fylker, eller i OMF.

Fremover synes den største risikofaktoren å være fornyet markedsure, i tillegg til kronesvekkelse og ny runde med nedsalg som følge av sikkerhetsstillelse i valutasikringsavtaler. En respondent trekker også frem mindre vilje hos bankenes til å tilby likviditet og påta seg risiko i obligasjonsmarkedet som en risikofaktor fremover.

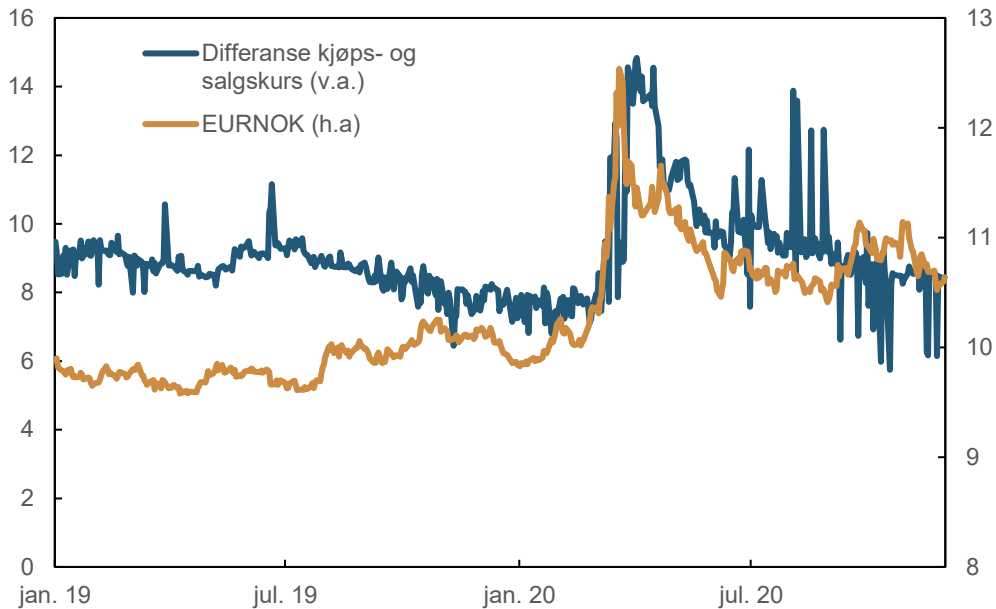
Det er fremdeles få respondenter som handler i det norske repomarkedet. Av de som er aktive, svarer de fleste at repomarkedet i OMF har fungert godt det siste halvåret, men at repomarkedet i statsobligasjoner fremdeles er mindre likvid enn før pandemien. Tre respondenter gjør alle sine repohandler med norske banker og kredittforetak, og to handler mest med «andre utenlandske finansielle aktører» som ikke omfatter banker og kredittforetak.

3. Annen informasjon om markedslikviditet

Markedslikviditetsundersøkelsen indikerer at covid-19-pandemien har hatt stor innvirkning på likviditeten i det norske obligasjonsmarkedet det siste halvåret. Det er i tråd med løpende informasjon fra våre markedsaktører som meldte om at likviditeten i markedet ble kraftig forverret i midten av mars. Kapitalforvaltere ble nødt til å selge deler av sine beholdninger med obligasjoner for å dekke marginbetalinger i valutasikringsavtaler da kronen svekket seg brått og kraftig. De store nordiske bankene fungerer som market-maker i obligasjonsmarkedet og omfordeler kjøps- og salgsinteresse mellom de andre aktørene. Da ubalansen mellom kjøpere og selgere økte i mars, økte usikkerheten knyttet til når og om market-makerne kunne selge obligasjonene videre. Økt risiko og høyere finansieringskostnader på bankenes egne balanser ga seg utslag i høyere differanse mellom kjøps- og salgskurser de stilte på egenbeholdningen. Figur 4 viser differansen mellom kjøps- og salgskurs som andel av midtkurs for norske OMF. Figuren viser en

kraftig økning i første halvdel av mars, da differansen nær doblet seg i løpet av noen få dager.

Figur 4. Differanse mellom kjøps- og salgskurser som andel av midtkurs for OMF som inngår i Oslo Børs Covered Bond Benchmark indeks. Gjennomsnitt alle ISIN. Basispunkter. Kronkurs målt mot euro. Antall kroner per euro. 2019 – 2020.



Kilde: Bloomberg

Fra midten av mars lanserte Norges Bank en rekke ekstraordinære markedsoperasjoner for å sikre gjennomslag fra styringsrenten og bedre markedslikviditeten. Fra 13. mars ble det tilbudt ekstraordinære 3-måneders F-lån, og 19. mars ble tilbudet av F-lån utvidet til å omfatte løpetider på opptil 12 måneder. Den 19. mars annonserte Norges Bank også at det var aktuelt å intervensere i valutamarkedet, og de påfølgende dagene foretok sentralbanken ekstraordinære kronekjøp for til sammen 3,5 milliarder. 18. mars ble det også gjennomført lettelser i regelverket for sikkerhet for lån i Norges Bank. Blant annet ble det gitt adgang for bankene til å pantsette opptil 100 prosent av hver enkelt ISIN. Det ga bankene både større muligheter til å kjøpe verdipapirer fra kapitalforvalterne, og finansiere hele OMF-utstedelser fra eget kredittforetak med F-lån fra Norges Bank.

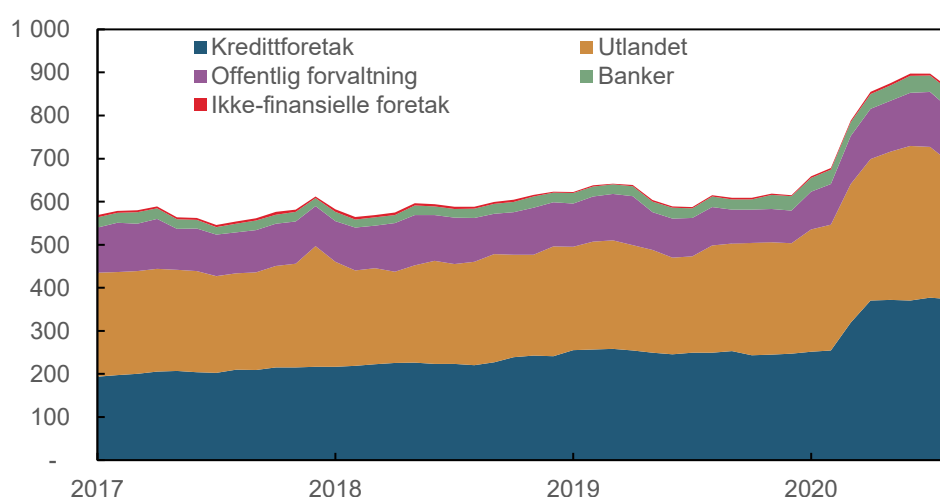
I obligasjonsmarkedet fortsatte differansen mellom kjøps- og salgskurser å stige mellom 13. og 18. mars, før den falt markert 19. mars. I de påfølgende dagene steg den markert igjen før den falt tilbake gjennom april og mai. Siden mai har differansen fortsatt å falle, men det har vært dager med høy volatilitet i kursene. Selv om differansen mellom kjøps- og salgskurser har kommet ned siden i vår, har den så langt i andre halvår i gjennomsnitt vært høyere enn før markedsuroen. Som nevnt over trekker enkelte respondenter i undersøkelsen nettopp

frem bankenes evne og vilje til å tilby likviditet som en risikofaktor fremover.

I perioden fra mars til mai fulgte differansen mellom kjøps- og salgskursene utviklingen i kronekursen tett. Det kan henge sammen med at begge to påvirkes av det generelle risikosentimentet i norske og utenlandske finansmarkeder, men trolig også mekanismene omtalt i avsnittene over. I den grad Norges Banks ekstraordinære kronekjøp, både annonseringen og de faktiske kjøpene, bidro til bedre balanse mellom kjøpere og selgere i valutamarkedet for norske kroner, bidro de trolig også til bedre balanse i det norske obligasjonsmarkedet.

Som nevnt svarte flere av respondentene i markedslikviditetsundersøkelsen at de ekstraordinære F-lånene bidro til bedre likviditet i obligasjonsmarkedet. Bankstatistikken viser også at bankene økte sine beholdninger med verdipapirer fra utgangen av februar til utgangen av august med 185 milliarder kroner, se figur 5. Mesteparten av økningen kom i mars og april, og om lag halvparten av denne økningen skyldes kjøp av nye OMF fra eget boligkredittforetak for anslagsvis noe under 100 milliarder kroner. Disse papirene ble delvis brukt som sikkerhet for lån i Norges Bank. Anekdotisk informasjon fra markedsaktører tilsier at F-lånene blant annet ble brukt til å kjøpe tilbake egne senior-obligasjoner med kort gjenstående løpetid i tillegg til OMF, kommunepapirer og andre obligasjoner bankene kunne stille som sikkerhet for lån. Bankstatistikken viser en økning i beholdningen av obligasjoner fra alle utsteder, også obligasjoner som ikke kunne stilles som sikkerhet i Norges Bank. For eksempel var økningen i senior bankobligasjoner på om lag 10 milliarder kroner.

Figur 5. Norske bankers beholdning av obligasjoner og sertifikater etter utstedersektor. Mill. kroner. 2017 – 2020.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

4. Oppsummering

NORGES BANK MEMO
NR 3 | 2020

LIKVIDITETEN I DET NORSKE
SERTIFIKAT- OG
OBLIGASJONSMARKEDET I
FØRSTE HALVÅR 2020

Markedslikviditetsundersøkelsen for første halvår 2020 sammenfaller godt med annen informasjon om likviditeten i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet. Respondentene trekker frem at ubalanse mellom selgere og kjøpere i mars førte til en forverring av markedslikviditeten. Samtidig trekkes Norges Banks tiltak, i kombinasjon med en generell bedring i risikosentimentet i april og mai, frem som årsak til at likviditeten har tatt seg opp igjen. Flere respondenter peker på at likviditeten er sårbar for ny markedsuro fremover og trekker særlig fram bankenes evne til å tilby likviditet og nye runder med behov for økt sikkerhetsstillelse fra fond i valutabytteavtaler.