



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 12.09.2019

Vedlegget er unntatt
offentlighet jf. offentleglova § 13
første ledd jf. sentralbanklovens
§ 12 første ledd, og
offentleglova § 23 første ledd.

Mandat for Statens pensjonsfond utland – rammeverk for obligasjonsinvesteringer

Stortinget sluttet seg i Innst. 344 S (2018-219) til at obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder skal tas ut av referanseindeksen for obligasjoner, og at det fastsettes en ramme på 5 prosent av obligasjonsporteføljen for investeringer i slike obligasjoner. Stortinget ga også sin tilslutning til at dagens vektingsprinsipp basert på bruttonasjonalprodukt (BNP) for statsobligasjoner videreføres, men med enkelte justeringer.

Departementet legger opp til å justere mandatet for forvaltningen for å gjenspeile disse endringene, og ber i brev 26. juni om bankens eventuelle merknader. Banken er også bedt om å vurdere regelen for tilbakevektning av selskapsandelen i referanseindeksen og legge frem et forslag til plan for utfasing i referanseindeksen av obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder. Bankens merknader til de foreslåtte mandatendringene, vurderinger og forslag til plan for utfasing følger i dette brevet. Vedlegget med den detaljerte planen for utfasing er unntatt offentlighet.

Bankens merknader

Generelle merknader

Departementet legger opp til at bestemmelsene i mandatet om fremvoksende markeder først endres når utfasingen av disse obligasjonene er gjennomført. Banken mener det hadde vært mer hensiktsmessig at det strategiske valget om at obligasjoner utstedt av

stater og selskaper i fremvoksende markeder ikke skal være en del av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen gikk klart frem av mandatet allerede nå. Dette vil tydeliggjøre at de nye landvektene i statsdelen ikke skal gjelde for fremvoksende markeder, bidra til at mandatet i større grad gjenspeiler de strategiske valgene som er tatt og tilsvare fremgangsmåten som ble brukt da obligasjonsindeksen sist ble endret i 2012. Bankens merknader i dette brevet tar utgangspunkt i en slik fremgangsmåte.

Spesifikke merknader

Den nye referanseindeksen for obligasjonsporteføljen skal fremover bare inkludere obligasjonsutstedere hjemmehørende i utviklede markeder. Departementet legger opp til at landtilhørighet og klassifisering av markeder skal være i samsvar med klassifiseringen til indeksleverandøren Bloomberg L.P.

Indeksleverandøren har etablert kriterier for når et marked skal klassifiseres som fremvoksende¹. Utviklede markeder er alle markeder som ikke er klassifisert som fremvoksende, men er ikke en klassifisering som brukes av Bloomberg. For å unngå usikkerhet om hvilke markeder som skal inngå i statsdelen foreslår vi at det tas inn en bestemmelse i mandatet om at delindeksen for statsobligasjoner inkluderer verdipapir som inngår i indeksen – *Bloomberg Barclays Global Developed Treasury GDP Weighted Index*. Departementet kan alternativt fastsette en valutaliste også for statsdelen av referanseindeksen i tråd med bankens brev 1. september 2017.

Departementet legger opp til å tilordne utstedere av statsobligasjoner særskilte justeringsfaktorer. Det bør fremgå av mandatet at begrensningen på to ganger markedsverdi skal beregnes med utgangspunkt i markedsverdien til alle tre delsegmentene i statsdelen.

Departementet foreslår at justeringsfaktorene skal oppdateres dersom sammensetningen av markeder i statsdelen endrer seg. For å legge til rette for en kostnadseffektiv tilpasning til slike endringer foreslår banken at det tas inn en bestemmelse i mandatet om at departementet, i samarbeid med Norges Bank, fastsetter en plan for hvordan slike endringer gjenspeiles i referanseindeksen. Slike planer bør tilpasses størrelsen og likviditeten i markedet som skal tas inn eller ut av indeksen.

Obligasjoner utstedt av selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder skal tas ut av referanseindeksen. Selskapsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen er i dag definert med utgangspunkt i hvilken valuta obligasjonene er utstedt i. I mandatet må det tas inn en ny bestemmelse som regulerer hvor selskapene som utsteder obligasjoner kan være hjemmehørende. En mulig tilnærming kan være å presisere at delindeksen bare inkluderer verdipapirer utstedt av selskaper hjemmehørende i landene

¹ Kriteriet for å klassifiseres som et fremvoksende marked er at landet er rangert av Verdensbanken som et land med lav eller middels inntekt per innbygger eller ikke er klassifisert som et utviklet marked av Det Internasjonale Pengefondet (IMF). Fire land er i dag unntatt disse kriteriene og klassifiseres som fremvoksende markeder. Tsjekkia, Israel, Sør-Korea og Taiwan er alle klassifisert som land med høy inntekt per innbygger hos Verdensbanken, mens Tsjekkia, Israel og Sør-Korea er klassifisert som utviklede land av IMF.



som inngår i statsdelen og som i tillegg er utstedt i en av de syv tillatte valutaene. Landtilordningen til selskaper følger klassifiseringen til indeksleverandøren.

I henhold til gjeldende mandatsbestemmelser skal BNP-vektene i statsdelen justeres 30. november 2019. For å redusere transaksjonsbehovet foreslår vi at de justerte bestemmelsene for obligasjonsindeksen trer i kraft fra samme dato. Vi legger til grunn at justeringsfaktorene ikke vil bli gjort gjeldende for fremvoksende markeder.

Tilbakevektning av selskapsandelen

Selskapsobligasjoner skal fortsatt utgjøre 30 prosent av referanseindeksen for obligasjoner. Selskapsobligasjonsandelen i indeksen tilbakevektes i dag månedlig. Departementet ber banken vurdere om det er behov for å endre denne bestemmelsen med sikte på å redusere transaksjonskostnadene i forvaltningen.

Vi har sammenlignet alternative regler med gjeldende regel². I samtlige av alternativene vi har vurdert handles selskapsobligasjoner sjeldnere enn med dagens regel. Dette kan isolert sett kunne bidra til å redusere transaksjonskostnadene i referanseindeksen. Beløpene som må handles når tilbakevektning først igangsettes vil imidlertid være større. Banken har i årene etter finanskrisen erfart at det har blitt mer utfordrende å gjennomføre større handler uten å påvirke markedsprisene. Gevinsten i form av å handle sjeldnere, kan derfor fort bli oppveiet av kostnadene ved å handle større beløp hver gang det handles. Etter en totalvurdering foreslår banken ingen endringer i gjeldende bestemmelse.

Plan for utfasing i referanseindeksen

Ved utgangen av juni 2019 var indeksverdien til obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder om lag 230 milliarder norske kroner. Referanseindeksen hadde en gjennomsnittlig eierandel i disse markedene på ca. tre prosent. En gradvis tilpasning av referanseindeksen vil legge til rette for en kostnadseffektiv utfasing.

Transaksjonsbehovet vil påvirkes av markedsutviklingen gjennom utfasingsperioden. Porteføljen har i dag en annen sammensetning enn referanseindeksen. Banken vil legge opp forvaltningen med sikte på at obligasjoner fra utvalgte fremvoksende markeder fortsatt skal inngå i porteføljen. Dette innebærer at behovet for kjøp og salg i porteføljen er noe mindre enn det som følger av plan for utfasing av obligasjoner i fremvoksende markeder i referanseindeksen.

Departementet legger opp til at det fastsettes en ramme på 5 prosent av obligasjonsporteføljen for investeringer i obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder. Banken legger til grunn at denne bestemmelsen ikke vil tre i kraft før utfasingen av obligasjoner hjemmehørende i

² Alternativene vi har sett på inkluderer blant annet årlig tilbakevektning, tilbakevektning i forbindelse med tilbakevektning av aksjeandelen og regler med ulike intervall for hvor langt selskapsobligasjonsandelen kan bevege seg bort fra det strategiske andelen på 30 prosent.



fremvoksende markeder i referanseindeksen er ferdigstilt. Bestemmelsen kan imidlertid tas inn i mandatet nå, jf. bankens generelle merknader.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad

Vedlegg