



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 28.08.2020

Referanseindeksen for Statens Pensjonsfond Utland

Departementet endret referanseindeksen for obligasjonsporteføljen med virkning fra 30. november 2019. Norges Banks forvaltning av statsdelen av obligasjonsporteføljen er indekxnær, og endringer i sammensetningen av referanseindeksen vil medføre transaksjonsbehov i den faktiske porteføljen gjennom året. I dette brevet legger vi frem forslag som vil kunne redusere omfanget av transaksjoner som er nødvendig for å følge indeksen nært. Det vil igjen legge til rette for en mer kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

Bakgrunn

Obligasjonene i statsdelen av referanseindeksen tilordnes i dag justeringsfaktorer avhengig av landtilhørighet. Justeringsfaktorene tar utgangspunkt i BNP-vekter, men begrenset til to ganger markedsverdi for hvert enkelt land. Justeringsfaktorene fastsettes for en periode på 12 måneder, men skal i henhold til mandatet oppdateres ved endringer i statsdelens sammensetning av markeder.

I perioden mellom tidspunkter for fastsettelse av nye justeringsfaktorer vil fordelingen mellom land i referanseindeksen endre seg med endringer i markedsverdi. Fordelingen mellom land i referanseindeksen påvirkes av flere forhold enn hva som påvirker fordelingen mellom land i obligasjonsporteføljen. Landvektene i referanseindeksen endrer seg som følge av prisendringer på obligasjoner, valutakursendringer, utstedelse av ny statsgjeld og når obligasjoner av ulike grunner faller ut av indeksen. Landvektene i porteføljen påvirkes bare av de to første av disse forholdene – prisendringer på

obligasjoner og valutakursendringer (indeksavkastning).

I perioder med mye utstedelse av statsgjeld og/eller store endringer i hvilke obligasjoner som inngår i referanseindeksen, for eksempel som følge av store kjøp fra Federal Reserve, vil avviket mellom referanseindeksen og den faktiske porteføljen øke. Landavvikene som oppstår mellom referanseindeksen og porteføljen vil trekke på bankens ramme for relativ volatilitet. Banken vil i den indekxnære forvaltningen av statsobligasjoner normalt velge å minimere denne typen tilfeldige valutaavvik gjennom transaksjoner i markedet. Samtidig er det slik at mange av transaksjonene som gjøres for å lukke utilsiktede valutaavvik gjennom året, vil bli reversert i forbindelse med den årlige oppdateringen av justeringsfaktorene.

I henhold til mandatet skal justeringsfaktorene oppdateres ved endringer i statsdelens sammensetning av markeder. Siden landvektene i referanseindeksen beveger seg vekk fra de fastsatte vektene gjennom året, vil landvektene på det tidspunktet et nytt marked tas inn kunne avvike betydelig fra hva de var da justeringsfaktorene ble fastsatt i desember. Utfordringene dette innebærer ble tydeliggjort da Estland fra utgangen av juni ble tatt inn i delindeksen fra Bloomberg Barclays. Hvis justeringsfaktorene hadde blitt oppdatert i denne forbindelse, ville det alene medført transaksjoner i indeksen for om lag 100 milliarder norske kroner. Departementet besluttet derfor i brev 24. juni, i tråd med brev fra banken 15. juni, at Estland først inkluderes i obligasjonsindeksen i forbindelse med den årlige oppdateringen av justeringsfaktorene.

Forslag til justeringer av § 2-2 i mandatet

Hovedstyret forslår å justere § 2-2 femte ledd som omhandler endringer i statsdelens sammensetning av markeder. Erfaringen fra den operative forvaltningen tilsier at det ved endringer i statsdelens sammensetning av markeder bør gjøres en særskilt vurdering ved at departementet fastsetter en innfasingsplan eller utfasingsplan for å legge til rette for en kostnadseffektiv tilpasning til denne typen endringer. Vi foreslår å etablere samme type prosess for nye markeder som for nye valutaer.

En innfasings- eller utfasingsplan kan innebære at statsdelens sammensetning av markeder og valutaer endres umiddelbart. Andre alternativer kan være å bestemme at sammensetningen ikke endres før i forbindelse med den årlige oppdateringen, eller å fastsette en plan som strekker seg over en lengre periode. Det er rimelig å forvente at slike tilfeller vil inntreffe sjelden, men at de kan medføre store transaksjonskostnader i referanseindeksen når de først inntreffer. Forslaget til justering av mandatsbestemmelsen legger til rette for at hvert slikt tilfelle vurderes særskilt.

Dersom departementet følger bankens forslag til justeringer av § 2-2 femte ledd, kan § 2-2 femte ledd endres til:

Dersom nye valutaer eller markeder inkluderes i eller tas ut av statsdelen av

referanseindeksen skal departementet fastsette en innfasingsplan eller utfasingsplan.

Indeksvektene som tilordnes enkeltmarkeder er definert i § 2-2 syvende ledd. For å eliminere utilsiktede avvik mellom landfordelingen i referanseindeksen og landfordelingen i den faktiske porteføljen foreslår hovedstyret at landvektene i statsdelen gjennom året utvikler seg i takt med indeksavkastningen i respektive marked og at mandatet endres i tråd med dette. Den foreslåtte endringen vil bidra til å redusere transaksjonene i den operative forvaltningen og legge til rette for en mer kostnadseffektiv forvaltning av obligasjonsporteføljen.

§ 2-2 syvende ledd kan justeres til:

Land_i inngår i statsdelen av referanseindeksen med en vekt i henhold til følgende formel:

$$\text{Indeksvekt}_i = \frac{MV_i \times F_i}{\sum_i MV_i \times F_i} ,$$


der MV_i og F_i betegner markeds kapitaliseringen til land_i og tilhørende justeringsfaktor, jf. § 2-2 fjerde og femte ledd. Indeksvekt_i skal utvikle seg i tråd med indeksavkastningen i marked_i i perioden mellom endringer av F_i og normaliseres slik at de summerer seg til 1.

Andre forhold

BNP-vektene beregnes i dag med utgangspunkt i historiske valutakurser for de tre siste årene. Dette er i tråd med metoden som benyttes av Bloomberg. For å ytterligere redusere behovet for transaksjoner i forbindelse med den årlige oppdateringen av justeringsfaktorene, kan det vurderes å benytte noe mer oppdaterte valutakurser i beregningen av BNP-vektene. En mulighet kan være å benytte gjennomsnittskursene de siste 12 månedene.

Med hilsen


Øystein Olsen


Jon Nicolaisen