



NORGES BANK

Finansdepartementet  
Boks 8008 Dep.  
0030 Oslo

Dato: 01.02.2021

## Statens pensjonsfond utland – referanseindeksen for aksjer

Departementet tok høsten 2018 initiativ til en gjennomgang av referanseindeksen for aksjer<sup>1</sup>. Norges Bank vurderte sammensetning av referanseindeksen for aksjer i brev 21. og 22. august 2019. Vi foreslo den gang ingen endringer i metodene og reglene for sammensetningen av indeksen. I brev 19. januar ber departementet om bankens vurdering av om det er hensiktsmessig at nye aksjemarkeder ikke løpende inkluderes i fondets referanseindeks for aksjer. Banken bes også vurdere hvordan en beslutning om ikke å inkludere nye aksjemarkeder kan påvirke referanseindeksens og fondets avkastnings- og risikoegenskaper. Bankens vurderinger følger i dette brevet.

Fondets referanseindeks er satt sammen med utgangspunkt i FTSE Global All Cap og inkluderer i dag alle markeder i denne indeksen, med unntak av to markeder. De to markedene er kommet inn i FTSE Global All Cap i perioden etter 2018 da departementet startet gjennomgangen av referanseindeksen, og ble med den bakgrunn ikke inkludert i fondets referanseindeks. Dersom indeksleverandøren bestemmer seg for å inkludere et nytt marked i indeksen tilsier dagens retningslinjer at markedet automatisk blir en del av fondets referanseindeks. Motsatt gjelder dersom indeksleverandøren bestemmer seg for å ta markeder ut av FTSE Global All Cap. Denne automatiske koblingen mellom markeder i FTSE Global All Cap og fondets referanseindeks ble etablert i 2008.

Antallet markeder i referanseindeksen for aksjer har økt fra 21 utviklede markeder i 1998 til 46 utviklede og fremvoksende markeder i dag. Nettoøkningen på 25 markeder siden

<sup>1</sup> Se departementets brev 6. november 2018.

1998 er sammensatt på følgende måte; 5 nye markeder ble tatt inn i indeksen i 2001. 19 nye markeder ble tatt inn i 2008 i forbindelse med introduksjonen av dagens regel for inkludering av markeder. Etter 2008 har ytterligere 2 markeder blitt tatt inn og ett marked er tatt ut. Den samlede markedsverdien av markedene som i dag inngår i referanseindeksen anslås å utgjøre 99,5 prosent av universet FTSE i dag dekker<sup>2</sup>. Diversifiseringsgevinsten ved å inkludere de resterende 0,5 prosentpoengene i aksjeindeksen antas å være begrenset.

Departementet skisserer i brevet 19. januar et alternativ der spørsmålet om hvilke nye markeder som skal inngå i referanseindeksen for aksjer vurderes i forbindelse med fremtidige brede gjennomganger av rammene for og sammensetningen av referanseindeksen, og ikke løpende som i dag. Banken mener det kan være hensiktsmessig å justere regelen for hvilke markeder som skal inngå i fondets referanseindeks for aksjer slik at det ikke lenger er en direkte kobling mellom indeksleverandørens beslutninger og sammensetningen i fondets referanseindeks. Det vil være naturlig at indeksleverandørens vurderinger av enkeltmarkeder tillegges vekt i slike gjennomganger, men at disse suppleres med vurderinger fra departementet og råd fra Norges Bank.

For å sikre en robust løsning bør det i tillegg åpnes for at spørsmålet om hvilke markeder som skal inngå i referanseindeksen også kan vurderes uavhengig av de brede gjennomgangene, dersom særskilte hendelser tilsier at dette er hensiktsmessig. Eksempler på slike hendelser kan være overraskende endringer i reguleringen i enkeltmarkeder, sanksjoner mot enkeltmarkeder eller endringer i indekseleverandørens dekning eller vurdering av enkeltmarkeder.

Den skisserte løsningen vil innebære at Finansdepartementet mer eksplisitt tar stilling til denne delen av investeringsstrategien. Banken mener dette kan være hensiktsmessig. Videre vil løsningen kunne legge til rette for at departementet kan fastsette innfasings- eller utfasingsplaner som avviker fra indeksleverandørens og gjennom dette legge til rette for en mer kostnadseffektiv tilpasning av porteføljen til indeksendringer. Et naturlig startpunkt kan være at departementet vedtar at referanseindeksen skal inkludere de samme markedene som i dag<sup>3</sup>. De foreslåtte justeringene av regelen for hvilke markeder som skal inngå i referanseindeksen forventes ikke i seg selv å påvirke fondet og indeksens avkastnings- og risikoegenskaper i særlig grad. Dette gjelder uavhengig av valg av indeksleverandør.

---

<sup>2</sup> Beregnet som forholdet mellom verdien av aksjemarkedene som inngår i fondets referanseindeks og verdien av alle aksjemarkeder FTSE har klassifisert som enten *developed*, *emerging* eller *frontier*.

<sup>3</sup> Fondets referanseindeks for aksjer inkluderer i dag ett marked som ikke er del av MSCI ACWI IMI. Dette markedet utgjør 0,07 prosent av referanseindeksen. Vi legger til grunn at vi kan komme tilbake til hvordan dette markedet skal håndteres i referanseindeksen ved et eventuelt bytte av indeksleverandør.



Med hilsen

  
Øystein Olsen

  
Nicolai Tangen