



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 14.12.2017
Deres ref.: 17/2441-BGF
Vår ref.: 14/02148

Obligasjoner i Statens pensjonsfond utland

Norges Bank ga i brev 1. september 2017 råd om endringer i retningslinjene for obligasjonsinvesteringene i Statens pensjonsfond utland. I dette brevet følger tilleggsinformasjon som departementet ber om i brev 26. oktober.

Utfyllende informasjon om forslag i brev 1. september

Rådet er utformet slik at obligasjonsinvesteringene oppfyller formålene de skal ha i fondet, jf. omtalene i blant annet departementets brev til banken 9. juni og i Meld. St. 23 (2015-2016). Analysene som ligger til grunn for rådet fremgår blant annet av fire diskusjonsnotater publisert på våre hjemmesider¹. Disse analysene er gjennomført i en totalporteføljesammenheng. Dette er et viktig premiss, fordi konklusjonene kan avhenge av fordelingen mellom aksjer og obligasjoner i porteføljen. Valget av en aksjeandel på 70 prosent innebærer at aksjeandelen i fondet er høyere enn i en global, markedsvektet indeks av aksjer og obligasjoner. Dette kan få konsekvenser for hvordan referanseindeksen for obligasjoner bør settes sammen.

Forslaget til ny referanseindeks for obligasjoner innebærer at eier eksplisitt tar stilling til renterisiko. Innslaget av renterisiko er, etter aksjeandelen, den beslutningen som har betydd mest for avkastning og risiko i fondet. Videre innebærer forslaget at eier fastsetter en liste med valutaer som vil bidra til å dempe svingningene i fondsavkastningen og sikre tilstrekkelig likviditet. Den foreslåtte referanseindeksen for obligasjoner vil ha færre tekniske svakheter enn nåværende referanseindeks, og kan i utgangspunktet følges tettere og til lavere kostnader. Mandatskravet om minste sammenfall mellom

¹ NBIM Diskusjonsnotat 2/2016, 1/2017, 2/2017 og 3/2017.



referanseindeksen og porteføljen sikrer en tilstrekkelig likvid obligasjonsportefølje som vil bidra til å dempe svingningene i samlet fondsavkastning.

Obligasjonsinvesteringene skal også gi eksponering mot risikopremier i obligasjonsmarkedet. Utover renterisiko har obligasjonsinvesteringene i hovedsak eksponert fondet mot kredittpremien gjennom investeringer i selskapsobligasjoner og den såkalte «carry» premien gjennom investeringer i statsobligasjoner i valutaer med høy rente. Denne typen eksponeringer har påvirket historisk avkastning og risiko i fondet i mye mindre grad enn valget av aksjeandel og innslaget av renterisiko. Kredittpremien og «carry» premien har også visse likhetstrekk med aksjepremien.

Departementet ba i brev 9. juni banken vurdere i hvilken grad eksponeringer mot andre risikofaktorer enn renterisiko bør gjenspeiles i referanseindeksen. Våre analyser viser at det er mulig å etablere systematiske strategier som gir fondet eksponering mot disse risikofaktorene i obligasjonsmarkedet. Tilgjengelige referanseindekser er i liten grad utformet for dette formålet.

Banken foreslo på denne bakgrunn å ta ut statsobligasjoner utstedt i valutaer fra fremvoksende markeder og selskapsobligasjoner av referanseindeksen, men samtidig beholde muligheten for at deler av fondet kunne investeres i slike obligasjoner. Muligheten til å investere i obligasjoner som ikke inngår i referanseindeksen vil, som i dag, være regulert av rammer i mandatet. Hovedstyret foreslo ingen nye rammer, men skrev at departementet kunne vurdere å angi en øvre grense for hvor stor andel av fondet som kan investeres i statsobligasjoner utstedt i valutaer fra fremvoksende markeder og i selskapsobligasjoner.

Det er ikke foreslått noen endring i rammen for avvik mellom porteføljen og referanseindeksen, forventet relativ volatilitet. Vi kan som forvalter ta to typer relative avvik – vi kan investere mer eller mindre enn hva som følger av referanseindeksen. Gitt forslaget i brev 1. september vil vi, som i dag, kunne investere relativt mer i de valutaene og segmentene som nå foreslås tatt ut av referanseindeksen for obligasjoner. Vi vil imidlertid ikke kunne investere relativt mindre i de valutaene og segmentene som foreslås tatt ut av referanseindeksen. Dette følger av krav i mandatet som begrenser muligheten til salg av verdipapirer fondet ikke eier. Mulighetsområdet for relative avvik vil derfor være mindre med en smalere referanseindeks for obligasjoner, alt annet like.

Gjennomføring av forvaltningsoppdraget

Vi har fastsatt en intern referanseportefølje som fungerer som et utgangspunkt for alle fondets investeringer. Den interne referanseporteføljen inkluderer i dag allokeringer til andre typer aktiva enn det som følger av referanseindeksen. Eksempler på dette er kinesiske A-aksjer, eiendom og statsobligasjoner utstedt av India, Indonesia og Brasil. Hvis departementet følger forslaget i brev 1. september, kan vi fortsatt allokere midler til statsobligasjoner utstedt i høyrentevalutaer og selskapsobligasjoner. Begge kan tilordnes en allokering i den interne referanseporteføljen.

Dersom vi velger å allokere midler til statsobligasjoner i høyrentevalutaer eller selskapsobligasjoner, vil vi samtidig redusere allokeringen til andre typer aktiva. En

allokering til amerikanske selskapsobligasjoner vil for eksempel kunne finansieres med en kombinasjon av amerikanske aksjer og amerikanske statsobligasjoner med tilsvarende løpetid. Finansieringsløsningen bidrar til at den interne referanseporteføljen over tid har tilsvarende risikoegenskaper som referanseindeksen langs tre av de viktigste risikodimensjonene, aksje-, rente- og valutarisiko. Vi styrer i dag markeds- og valutarisikoen i referanseporteføljen etter de samme prinsippene, og har gode erfaringer med dette.

Den interne referanseporteføljen forankres i form av tilpassede indekser som tar hensyn til fondets størrelse og eventuelle kapasitetsbegrensninger i enkelte markeder. De tilpassede indeksene for statsobligasjoner utstedt i valutaer fra fremvoksende markeder og selskapsobligasjoner, vil utformes slik at de gir eksponering mot «carry» premien og kredittpremien på en systematisk og kostnadseffektiv måte. I motsetning til dagens referanseindeks, vil de tilpassede indeksene være spesielt innrettet mot statsobligasjoner utstedt i høyrentevalutaer og delsegmenter av kredittmarkedet hvor det er rimelig å forvente at investorer blir tilstrekkelig kompensert for kredittrisiko. Selskapsobligasjoner med kortere løpetid har historisk gitt en høyere risikojustert kredittpremie enn selskapsobligasjoner med lang løpetid. Innenfor investment grade, har selskapsobligasjoner med lavere kredittvurdering gitt en høyere risikojustert kredittpremie enn selskapsobligasjoner med høy kredittvurdering. Analyser viser også at investorer har blitt kompensert for å ikke selge selskapsobligasjoner som går ut av de brede obligasjonsindeksene.

Investeringsmulighetene vil, som i dag, vurderes ut fra hvordan de påvirker andre deler av referanseporteføljen. Analyser viser at avkastningen på systematiske risikofaktorer i perioder beveger seg i ulik takt². Det har derfor vært mulig å sette sammen en portefølje som bedrer forholdet mellom avkastning og risiko ved å se eksponeringen mot ulike risikofaktorer i sammenheng.

Beslutninger om sammensetningen av den interne referanseporteføljen vedtas i NBIMs Investment Risk Committee. Dette reflekterer viktigheten og langsiktigheten av beslutningene. Referanseporteføljen overvåkes kontinuerlig, vurderes jevnlig og kan endres dersom behovet oppstår. Det vil, som i dag, utstedes separate investeringsmandater til de ulike investeringsområdene. Investeringsmandatene regulerer porteføljeforvaltnernes mulighet til å avvike fra de tilpassede indeksene. De tilpassede indeksene i referanseporteføljen vil danne utgangspunktet for måling og vurdering av resultatene som oppnås i denne delen av forvaltningen.

Vi vil i den offentlige rapporteringen forklare avkastningsforskjellene mellom porteføljen og referanseindeksen. Eventuelle bidrag til samlet meravkastning fra fondets investeringer i statsobligasjoner utstedt i valutaer fra fremvoksende markeder og selskapsobligasjoner vil kunne rapporteres særskilt. Vi vil også rapportere avkastningen på obligasjonsporteføljen mot referanseindeksen for obligasjoner i tråd med kravene i mandatet. Måling av resultatene i obligasjonsforvaltningen bør i tillegg ta hensyn til

² Se for eksempel Ilmanen, A. og Kizer, J., The Death of Diversification Has Been Greatly Exaggerated, The Journal of Portfolio Management 2012, 38, 3, side 15 til 27



hvilken type risiko investeringene eksponerer fondet mot. Resultatene fra ulike investeringsstrategier i obligasjonsmarkedet kan måles mot de tilpassede indeksene og mot de instrumentene banken har solgt for å finansiere investeringene. Den samlede rapporteringen vil gi en rettvise og utfyllende oversikt over resultatene i forvaltningsoppdraget og sikre at departementet og andre kan vurdere resultatene.

Alternative utforminger av indeksen

Departementet har i brev 26. oktober bedt oss se på alternative utforminger av referanseindeksen for obligasjoner. Vi viser i vedlegg til dette brevet flere alternativer. Sammensetningen av obligasjonsporteføljen vil, i alle alternativene, avvike fra referanseindeksen. Vi presiserer at disse beregningene ikke må tolkes som et nytt råd fra banken. Bankens råd fremgår av brev 1. september 2017.

I de alternative beregningene videreføres prinsippene i brev 1. september om en fast valutaliste og BNP-vekter som rebalanseres årlig. For å begrense kompleksiteten og transaksjonsvolumet i indeksen benyttes markedsvekter på tvers av de ulike obligasjonssegmentene innad i hver valuta. Forholdet mellom stats- og selskapsobligasjoner reguleres med en justeringsfaktor.

Vi er blitt bedt om å se på alternative vektingsregimer, deriblant en BNP-vektet indeks fra indeksleverandøren Bloomberg Barclays. Denne indeksen tar utgangspunkt i BNP-vekter og rebalanseres årlig, og har derfor likhetstrekk med forslaget fra 1. september og vektingsprinsippene vi har benyttet i de alternative beregningene. En forskjell er at indeksen fra Bloomberg Barclays måler BNP i lokal valuta over tre år, istedenfor i amerikanske dollar over tre år³. Dette betyr lite for valutaforordelingen og kostnadene ved årlig rebalansering. Kostnaden ved rebalansering påvirkes i hovedsak av hvor ofte det rebalanseres, ikke hva det rebalanseres til. Et annet alternativ er markedsvekter med justeringsfaktorer som bringer valutaforordelingen nær dagens BNP-vekter. Dette kan fungere godt dersom referanseindeksen består av nominelle statsobligasjoner. Et slikt alternativ kan imidlertid være operasjonelt krevende hvis departementet ønsker å beholde selskapsobligasjoner i referanseindeksen. Ved bruk av justeringsfaktorer er det viktig at disse vurderes med jevne mellomrom, og at det gjøres grundige vurderinger av eventuelle utilsiktede virkninger.

Alternativ 1 ligger nærmest dagens referanseindeks for obligasjoner. Forskjellene, utover vektingsprinsipp, er at statsobligasjoner utstedt i valuta fra fremvoksende markeder og enkelte valutaer for selskapsobligasjoner er utelatt. Å utelate disse obligasjonene fra referanseindeksen for obligasjoner gir en noe mer likvid indeks som demper svingningene i samlet fondsavkastning i litt større grad enn i dag.

Alternativ 2 viser effekten av å redusere innslaget av selskapsobligasjoner i referanseindeksen til om lag halvparten av hva det er i dag. Dette kan oppnås ved å sette justeringsfaktoren til 0,50. Referanseindeksen har i dag et større innslag av

³ Vektene i den alternative indeksen fra Bloomberg Barclays beregnes deretter med utgangspunkt i spotkurs mot dollar ved utgangen av oktober hvert år.



selskapsobligasjoner enn hva som følger av en bred global obligasjonsindeks. Dette kommer i tillegg til at aksjeandelen i referanseindeksen er høyere enn i en global markedsportefølje. Det ble i brev 1. september fremhevet at likhetstrekk mellom kredittpremien og aksjepremien tilsier at departementet bør vurdere å redusere innslaget av selskapsobligasjoner, dersom det er ønskelig å beholde slike obligasjoner i referanseindeksen.

For å redusere usikkerheten om fondets svingningsrisiko, anbefalte hovedstyret å sette en maksimumsgrense på løpetiden for obligasjoner som inngår i indeksen. Alternativ 3 og 4 viser effekten av å sette denne maksimumsgrensen til henholdsvis 15 og 10 år. Disse to alternativene har en bredere valutafordeling enn bankens forslag. En maksimumsgrense på løpetiden vil i disse tilfellene medføre høye eierandeler i enkelte mindre europeiske valutaer i referanseindeksen for obligasjoner. Departementet kan løse dette ved å ikke begrense løpetiden i disse valutaene. En annen mulighet er å ikke inkludere disse valutaene i en referanseindeks hvor løpetiden begrenses. Valutaene dette gjelder utgjør mindre enn to prosent av referanseindeksen for obligasjoner i alle alternativene i vedlegg 1.

I alternativ 5 er justeringsfaktoren for selskapsobligasjoner satt til null. Den største forskjellen sammenlignet med forslaget i brev 1. september, er at dette alternativet har en bredere valutafordeling. Våre analyser viser at det for en investor med 70 prosent av investeringene i en bredt geografisk diversifisert aksjeportefølje, er lite risikoreduksjon å hente ved i tillegg å spre obligasjonsinvesteringene over et stort antall valutaer. En utvidelse av valutalisten vil bidra til at indeksen blir litt mindre likvid.

Alternativ 6 er en kombinasjon av hovedstyrets forslag og alternativ 1. Vi tilordner i dette alternativet alle valutaer og delsegmenter i nåværende indeks en justeringsfaktor på 0,3. Unntaket er nominelle statsobligasjoner utstedt i amerikanske dollar, euro og britiske pund, som tilordnes en faktor 1. Dette gir en valutafordeling som avviker noe fra BNP-vekter i dollar, euro og pund. Maksimumsgrensen på løpetiden for obligasjoner som inngår i referanseindeksen er satt til 15 år. Den fastsatte valutalisten vil i dette alternativet ha en høyere andel nominelle statsobligasjoner i likvide valutaer som bidrar til å dempe samlet svingningsrisiko i fondet.

Alternativene beskrevet så langt er markedsvektet innad i euro-området. Dette er gjort for å begrense kompleksiteten i en referanseindeks som inkluderer flere segmenter. I en referanseindeks som består av nominelle statsobligasjoner, vil BNP-vekter innad i euroområdet være uproblematisk. BNP-vekter innad i euro-området og en maksimumsgrense på løpetiden medfører høye eierandeler i enkelte mindre land som utsteder obligasjoner i euro. Disse utgjør mindre enn 0,2 prosent av nåværende referanseindeks og 0,4 prosent av bankens forslag til ny referanseindeks for obligasjoner.

I vedlegg 2 viser vi de samme alternativene som i vedlegg 1, men det stilles i tillegg et minstekrav til kredittkvalitet for utstedere av statsobligasjoner. Dette påvirker spesielt sammensetningen av referanseindeksen innad i euro-området.



Alternativene skissert i vedleggene vil i ulik grad løse utfordringene som trekkes frem i brev 1. september. Skulle departementet velge å gå videre med et av alternativene presentert i vedleggene eller et annet alternativ, legger vi til grunn at vi vil få muligheten til å komme tilbake til detaljene for hvordan en slik referanseindeks eventuelt skal spesifiseres. Valgene som tas i utforming av indeksen har potensielt store konsekvenser for sammensetningen av fondets obligasjonsportefølje, og vil derfor påvirke i hvilken grad obligasjonsinvesteringene oppfyller formålene departementet har for slike investeringer.

Med hilsen



Trond Grande



Ole Christian Bech-Moen

Vedlegg

Alternative utforminger av referanseindeksen for obligasjoner



Vedlegg 1 – Alternative utforminger referanseindeksen for obligasjoner per 31/10/2017

- Inkluderer alle segmenter som inngår i dagens referanseindeks (nominelle statsobligasjoner, realrenteobligasjoner, obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner og selskapsobligasjoner, hvorav også obligasjoner med fortrinnsrett).
- Inkluderer alle valutaer fra utviklede markeder som inngår i dagens referanseindeks for obligasjoner.
- Inkluderer selskapsobligasjoner, hvorav også obligasjoner med fortrinnsrett, utstedt i amerikanske dollar, euro og britiske pund.
- Vektingsprinsipp: BNP på valuta, markedsvekter innad i hver valuta.
- Justeringsfaktorer bestemmer forholdet mellom stats- og selskapsobligasjoner innad i hver valuta.
- Ved innføring av en maksimumsgrense på løpetiden settes denne på alle segmenter som inngår i referanseindeksen.
- Bankens forslag inneholder bare nominelle statsobligasjoner og bruker BNP-vekter innad i euro-området.

Spesifikasjoner	Dagens indeks	Alternativ 1	Alternativ 2	Alternativ 3	Alternativ 4	Alternativ 5	Alternativ 6	Bankens forslag
<i>Justeringsfaktor selskapsobligasjoner</i>		1,0	0,5	0,5	0,5	0,0	1/3	
<i>Løpetid</i>	Alle	Alle	Alle	<15 år	<10 år	<10 år	<15 år	< 10 år
Statsobligasjoner	70%	74%	84%	84%	84%	100%	86%	100%
USD	26.1%	25.0%	31.3%	32.3%	32.4%	42.0%	37.6%	54.2%
EUR	17.6%	20.9%	24.2%	23.4%	23.0%	28.6%	28.9%	37.0%
Tyskland	4.9%	3.3%	3.8%	3.6%	3.7%	4.6%	4.8%	11.1%
Frankrike	3.6%	5.1%	5.9%	5.8%	5.5%	6.9%	7.2%	8.1%
Italia	2.7%	4.8%	5.5%	5.4%	5.2%	6.5%	7.0%	6.1%
Spania	1.7%	2.6%	3.0%	3.0%	2.9%	3.6%	4.0%	4.0%
Nederland	1.1%	0.9%	1.1%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	2.5%
Belgia	0.7%	1.1%	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	1.5%	1.5%
Østerrike	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.2%
Irland	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
Finland	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%
Slovakia	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
Luxembourg	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
Slovenia	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Latvia	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
Litauen	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
Malta	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Int. organisasjoner	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	2.3%	0.8%	-
GBP	4.3%	5.8%	6.3%	6.0%	6.0%	6.9%	7.4%	8.9%
JPY	6.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	5.7%	-
CAD	2.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	2.2%	-
AUD	2.0%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	1.7%	-
CHF	1.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	0.9%	-
SEK	0.8%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0.7%	-
DKK	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.4%	-
SGD	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.4%	-
NZD	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	-
Fremvoksende markeder	7.9%	-	-	-	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	30%	26%	16%	16%	16%	-	14%	-
USD	17.9%	17.0%	10.6%	9.6%	9.6%	-	8.5%	-
EUR	9.2%	7.8%	4.5%	5.2%	5.6%	-	4.8%	-
GBP	1.5%	1.1%	0.6%	0.8%	0.9%	-	0.8%	-
Andre	1.6%	-	-	-	-	-	-	-
Rente til forfall*	1.8%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%
Durasjon	7.05	7.44	7.51	4.85	4.31	4.29	4.74	4.16
Annualisert volatilitet obligasjonsindeksen**	5.3%	5.6%	5.6%	5.1%	4.9%	4.9%	5.0%	4.6%
Annualisert volatilitet 70/30**	10.1%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
Gjennomsnittlig median kredittvurdering	AA-	AA-	AA	AA	AA	AA	AA	AA+
Andel USD, EUR og GBP	77%	77%	77%	77%	77%	77%	88%	100%

* Ikke sammenlignbar på tvers av alternativer på grunn av ulik durasjon

** Basert på ukentlige data fra januar 2010 til november 2017



Vedlegg 2 – Alternative utforminger referanseindeksen for obligasjoner per 31/10/2017

- Inkluderer alle segmenter som inngår i dagens referanseindeks (nominelle statsobligasjoner, realrenteobligasjoner, obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner og selskapsobligasjoner, hvorav også obligasjoner med fortrinnsrett).
- Inkluderer valutaer fra utviklede markeder som inngår i dagens referanseindeks for obligasjoner. Det settes i tillegg en fast landliste med utstedere som i dag har en median kredittvurdering på A eller bedre.
- Inkluderer selskapsobligasjoner, hvorav også obligasjoner med fortrinnsrett, utstedt i amerikanske dollar, euro og britiske pund.
- Vektingsprinsipp: BNP på valuta, markedsvekter innad i hver valuta.
- Justeringsfaktorer bestemmer forholdet mellom stats- og selskapsobligasjoner innad i hver valuta.
- Ved innføring av en maksimumsgrense på løpetiden settes denne på alle segmenter som inngår i referanseindeksen.

Spesifikasjoner	Dagens indeks	Alternativ 7	Alternativ 8	Alternativ 9	Alternativ 10	Alternativ 11	Alternativ 12	Alternativ 13*
<i>Justeringsfaktor</i>		1,0	0,5	0,5	0,5	0,0	1/3	
<i>selskapsobligasjoner</i>								
<i>Løpetid</i>	Alle	Alle	Alle	<15 år	<10 år	<10 år	<15 år	<10 år
Statsobligasjoner	70%	72%	83%	83%	82%	100%	84%	100%
USD	26.1%	27.2%	34.1%	35.2%	35.3%	45.7%	42.7%	60.5%
EUR	17.6%	14.2%	17.3%	16.5%	16.2%	22.3%	19.3%	29.6%
Tyskland	4.9%	3.5%	4.2%	4.1%	4.1%	5.6%	5.2%	12.4%
Frankrike	3.6%	5.4%	6.6%	6.4%	6.1%	8.4%	7.8%	9.0%
Italia	2.7%	-	-	-	-	-	-	-
Spania	1.7%	-	-	-	-	-	-	-
Nederland	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.5%	1.4%	2.8%
Belgia	0.7%	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%	1.5%	1.6%	1.7%
Østerrike	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	1.2%	1.1%	1.4%
Irland	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%
Finland	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.9%
Slovakia	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
Luxembourg	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
Slovenia	0.1%	-	-	-	-	-	-	-
Latvia	0.1%	-	-	-	-	-	-	-
Litauen	0.0%	-	-	-	-	-	-	-
Malta	0.0%	-	-	-	-	-	-	-
<i>Int. organisasjoner</i>	1.3%	1.7%	2.1%	2.0%	2.0%	2.8%	0.9%	-
GBP	4.3%	6.3%	6.8%	6.6%	6.5%	7.5%	8.4%	9.9%
JPY	6.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	6.5%	-
CAD	2.5%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	2.5%	-
AUD	2.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	2.0%	-
CHF	1.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.0%	-
SEK	0.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	0.8%	-
DKK	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	-
SGD	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.4%	-
NZD	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	-
Fremvoksende markeder	7.9%	-	-	-	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	30%	28%	17%	17%	18%	-	16%	-
USD	17.9%	18.5%	11.6%	10.5%	10.4%	-	9.6%	-
EUR	9.2%	8.2%	5.0%	5.8%	6.2%	-	5.2%	-
GBP	1.5%	1.2%	0.6%	0.9%	0.9%	-	0.9%	-
Andre	1.6%	-	-	-	-	-	-	-
Rente til forfall**	1.8%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.3%	1.1%
Durasjon	7.05	7.49	7.57	4.81	4.30	4.28	4.67	4.12
Annualisert volatilitet obligasjonsindeksen***	5.3%	5.4%	5.4%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.1%
Annualisert volatilitet 70/30***	10.1%	9.9%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.9%
Gjennomsnittlig median kredittvurdering	AA-	AA	AA	AA	AA	AA+	AA	AA+
Andel USD, EUR og GBP	77%	75%	75%	75%	75%	75%	86%	100%

* Inkluderer kun land med median kredittvurdering på minimum A i bankens forslag

** Ikke sammenlignbar på tvers av alternativer på grunn av ulik durasjon

*** Basert på ukentlige data fra januar 2010 til november 2017

Kilde: Bloomberg Barclays, NBIM