

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Deres ref.

Vår ref.
Ref.port

Oslo
05.02.2008

Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland (SPU)

1. Bakgrunn

I brev av 16. november 2007 ber Finansdepartementet om innspill fra Norges Bank til en ny vurdering av fremvoksende aksjemarkeder i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland. Departementet har ikke bedt om vurdering av fremvoksende rentemarkeder, men vi legger til grunn at dette kan bli aktuelt å ta opp senere i 2008. Norges Bank er bedt om å fokusere på vurderinger av oppgjørs- og avregningssystemer og på problemstillinger som er knyttet til eierskapsutøvelse ("corporate governance") i selskaper som hører hjemme i de aktuelle fremvoksende aksjemarkedene.

Fremvoksende aksjemarkeder har blitt analysert i flere brev fra Norges Bank til Finansdepartementet. Listen over land i referanseporteføljen for aksjer teller nå 27 land, hvorav fem i dag er klassifisert som fremvoksende aksjemarkeder. Tidligere fastsatte Finansdepartementet en liste over hvilke land fondet kunne investeres i ut over referanseporteføljen. Med virkning fra sommeren 2007 ble retningslinjene endret ved at departementet nå legger til grunn at Norges Bank Investment Management (NBIM) har etablert interne retningslinjer for godkjenning av nye land i investeringsuniverset. Det er per i dag godkjent 11 land utover den gjeldende referanseporteføljen.

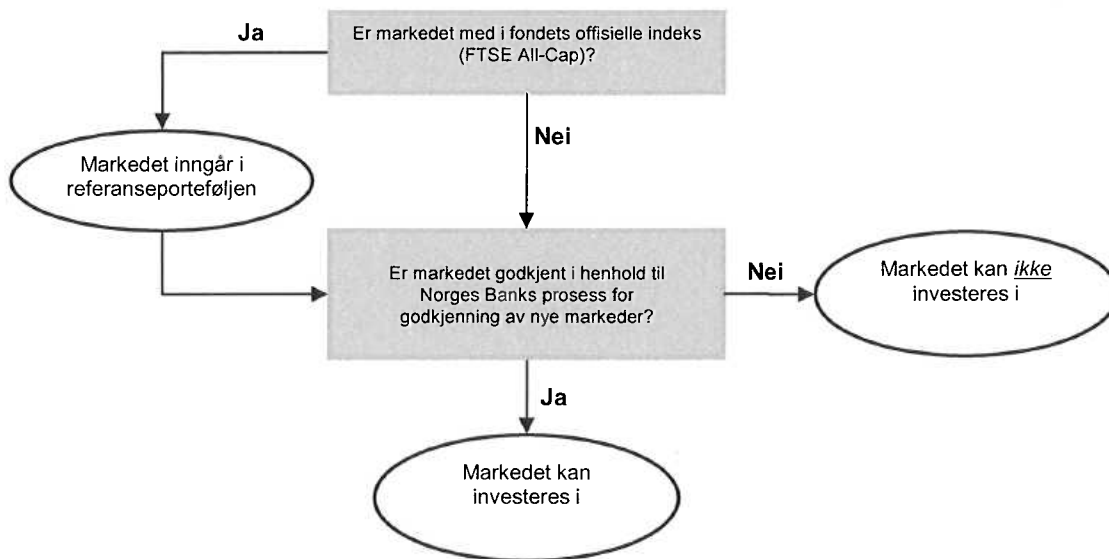
Finansdepartementet forutsetter at Norges Bank utarbeider en oversikt over aktuelle problemstillinger som er knyttet til verddivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked og valuta¹ før vi investerer i nye land. Vurderingene skal være i tråd med de kravene som følger av forskrift og utfyllende retningslinjer, og de skal dessuten dokumenteres. Vedlegg 1 beskriver de forholdene som NBIM vurderer før et land kan godkjennes for investeringsuniverset.

2. Kriterier for land i aksjereferansen

Norges Bank har vurdert de kriteriene for valg av land som er dokumentert i tidligere brev til Finansdepartementet og anbefaler i hovedsak å videreføres disse gjennom å basere

¹ Jf. St.meld. nr. 24 (2006–2007) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006*, side 61.

referanseporteføljen på FTSE Global All-Cap. NBIMs godkjenningsprosess for nye land for aksjeinvesteringer skal for øvrig gjennomføres. Dette vil sikre en selvstendig vurdering av det enkelte land utover den evalueringen som FTSE gjør. Det medfører også at det vil kunne oppstå en situasjon der et land som inngår i FTSE, ikke passerer NBIMs godkjenningsprosess. Vi vil da avstå fra å investere i landet. Denne risikoen vil da Norges Bank bære innenfor rammen av relativ volatilitet. Figuren under illustrerer denne anbefalingen:



De landene som ut fra denne anbefalingen vil inngå i den gjeldende referanseporteføljen, utgjør i overkant av 5 % av dagens referanseportefølje for aksjer. Det er Norges Banks oppfatning at en slik prosedyre vil være hensiktsmessig for å ivareta en betryggende evaluering før fondet investeres i et nytt marked.

Sammenlignet med tidligere anbefalinger anbefaler Norges Bank å *ikke* videreføre som kriterium at det nye landet skal gi et meningsfullt bidrag til avkastning og risiko. Investeringer i aksjeselskaper som hører hjemme i fremvoksende økonomier, har tradisjonelt sett vært utsatt for større svingningsrisiko enn de utviklede markedene. Dette er en mer-risiko som investorene normalt får betalt for å ta gjennom en høyere forventet avkastning. Norges Bank mener likevel at hvis man tar hensyn til samvariasjon i svingningsrisikoen, og at fremvoksende markeder utgjør en relativt liten del av det foreslåtte referanseuniverset, kan man ikke entydig si at de gir et "meningsfullt bidrag til risiko". Samtidig er det ikke usannsynlig at disse forholdene vil endre seg over tid ved at de fremvoksende økonomiene opplever en sterkere vekst enn de utviklede økonomiene. Det synes derfor lite hensiktsmessig å ekskludere fremvoksende land fra referanseporteføljen for aksjer på bakgrunn av at de i dag bare bidrar marginalt til å endre referanseporteføljens avkastnings- og risikokarakteristika. NBIM vil gjennom sine løpende vurderinger av verdens aksjemarkeder stå fritt til å bestemme hvilke markeder man faktisk investerer i, og med hvilken vekt man investerer innenfor rammen for aktiv risiko.² Det er i alle tilfeller ønskelig med en så bred referanseindeks som mulig.

I det følgende vil vi drøfte forhold som er knyttet til anbefalingen om i hovedsak å basere aksjereferansen på FTSE. NBIM vil sette som tilleggsbetingelse at landet må være godkjent i henhold til NBIMs landgodkjenningsprosess. Problemstillinger som er knyttet til

² Maksimal forventet relativ volatilitet på 1,5 %.

eierskapsutøvelse og til oppgjørs- og avregningssystemer, har fått særlig oppmerksomhet. Vi mener at metodikken bak FTSE Global All-Cap vil kunne danne et hensiktsmessig objektivt rammeverk for inkludering av fremvoksende aksjemarkeder i referanseporteføljen til fondet. I kapittel 3 blir det redegjort for implikasjonene av dette kriteriet.

NBIM gjennomfører en grundig godkjenningssprosess før et nytt land blir tillatt. Per i dag er det bare tre av de aktuelle markedene som ikke allerede er godkjente for fondets investeringsunivers. NBIM har imidlertid iverksatt godkjenningssprosessen for disse markedene. Kapittel 4 omtaler NBIMs godkjenningssprosess for nye land i aksjeinvesteringuniverset.

En overgang til å basere fondets referanseindeks på FTSE Global All-Caps gjeldende landliste vil innebære en utvidelse med 19 fremvoksende markeder. Norges Bank har innhentet informasjon fra eksterne kilder og foretatt analyser som understøtter denne anbefalingen. Dette materialet er oppsummert i kapittel 5 sammen med vurderinger av problemstillinger ved eierskapsutøvelse, og virkning av nye markeder på fondets risiko- og avkastningskarakteristika. I kapittel 6 oppsummeres det som er drøftet i brevet.

3. FTSE Global All-Cap som referanse for aksjeinvesteringene i SPU

Den offisielle referanseindeksen for aksjedelen av SPU er sammensatt av FTSE Global All-Caps regionale indekser. FTSE er benyttet som indeksleverandør siden fondets oppstart med aksjeinvesteringer i 1998. FTSE er en uavhengig indeksleverandør. Investorer over hele verden har investert svært betydelige beløp i aksjemarkeder med FTSE som referanse. Derfor får FTSEs metodologi stor oppmerksomhet i finansmarkedene. Som sådan arbeider FTSE kontinuerlig med evaluering av hvilke land som skal inngå i aksjeindeksene.

FTSE opererer med tre kategorier av land i sine indekser: utviklede ("Developed"), avanserte fremvoksende ("Advanced Emerging") og andre fremvoksende ("Secondary Emerging"). En årlig klassifiseringsprosess sørger for at disse kategoriene til enhver tid reflekterer de reelle markedsforholdene i de enkelte land.³ Landene som ikke havner i noen av de tre kategoriene, regnes som ikke-investerbare gitt kravene til den enkelte markedsplasse. For ordens skyld kan det nevnes at de andre indeksleverandørene også har indekser som dekker denne kategorien av markeder, såkalte "Frontier Markets". Disse kjennetegnes ved at de er små, illikvide og med dårlig markedsfunksjonalitet selv etter målestokkene som brukes på fremvoksende markeder.

FTSE legger vekt på bruttonasjonalinntekt per capita og markeds kapitaliseringen i sin vurdering av de enkelte landene som skal inngå i indeksen I tillegg legger FTSE vekt på fire hovedområder, som i sin tur er inndelt i flere del-kriterier. De fire hovedområdene er⁴:

- markeds karakteristika og regulatorisk rammeverk
- depot og oppgjør
- transaksjonsvilkår
- derivatmarked

³ Se vedlegg 2 for hvilke kriterier som må være tilfredsstillt innenfor den enkelte kategori.

⁴ I vedlegg 2 finnes de faktiske evalueringsmatrisene der både kriterier som benyttes, og det enkelte lands resultat fremgår.

De forholdene som FTSE legger vekt på i sin klassifisering av markeder, vil i hovedsak også dekkes gjennom den prosessen NBIM har etablert for godkjenning av nye land for SPU. NBIMs prosess vil naturlig nok ha flere kriterier av operasjonell karakter for å sikre en forsvarlig håndtering av alle investeringer i systemer for risiko- og avkastningsmåling. NBIMs godkjenningsprosess er omtalt i kapittel 4 nedenfor.

FTSE gjennomfører en årlig evalueringsprosess for klassifisering av land og kunngjør mer enn 6 måneder i forveien hvilke endringer som vil komme. Den 20. september 2007 annonserte FTSE resultatene av sin årlige prosess for klassifisering av land.⁵ Når de vedtatte endringene er gjennomført, vil FTSE Global All-Cap inkludere 47 land⁶ med følgende klassifisering:

- 24 land klassifisert som "Developed"
- 7 land klassifisert som "Advanced Emerging"
- 16 land klassifisert som "Secondary Emerging"

Land i FTSE Global All-Cap (utenom Norge)

Developed	Advanced Emerging	Secondary Emerging
Australia	Brazil	Argentina
Belgia/Luxembourg	Mexico	Chile
Canada	Polen**	Colombia
Danmark	Sør-Afrika	Egypt
Finland	Sør-Korea	Filippinene
Frankrike	Taiwan	India
Hellas	Ungarn**	Indonesia
Hong Kong		Kina
Irland		Malaysia
Israel*		Marokko
Italia		Pakistan
Japan		Peru
Nederland		Russland
New Zealand		Thailand
Portugal		Tsjekkia
Singapore		Tyrkia
Spania		
Storbritannia		
Sveits		
Sverige		
Tyskland		
USA		
Østerrike		
*Flyttes til Developed i juni 2008		
**Flyttes til Advanced Emerging i juni 2008		

De 19 landene som per i dag ikke inngår i SPUs referanseportefølje, er uthevet i tabellen. Av disse 19 landene er det tre (Colombia, Marokko og Pakistan) som per januar 2008 ikke har vært gjennom NBIMs prosess for godkjenning av nye land i investeringsuniverset.

Kina H-aksjer (Hong Kong) inngår i dagens referanseindeks for fondet. Det er i tillegg til dette åpnet for Kina B-aksjer i fondets investeringsunivers. Markedet for Kina B-aksjer inngår i

⁵ FTSE kunngjør også en "Watch List". Per i dag står Kina A-aksjer på denne med mulig klassifisering som Secondary Emerging. Både Sør-Korea og Taiwan er på "watch" for mulig oppgradering til Developed status. Når det gjelder mulige nedgraderinger er Hellas på "watch" for mulig klassifisering som Advanced Emerging, mens Pakistan er på "watch" for eksklusjon fra FTSE Global All-Cap.

⁶ Luxembourg er slått sammen med Belgia, slik FTSE gjør.

FTSE Global All-Cap, men ikke Kina A-aksjer. Norges Bank ble i 2006 tildelt status som Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) av kinesiske myndigheter, noe som er et vilkår for å kunne investere i Kina A-aksjer. Slike investeringer forutsetter videre tildeling av en investeringskvote, som utstedes av State Administration of Foreign Exchange (SAFE). Tidspunktet for tildeling av kvote til Norges Bank er ennå ikke avklart.

Norges Bank anbefaler at referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utlands aksjeinvesteringer i utgangspunktet inkluderer alle de landene som til enhver tid er inkludert i FTSE Global All-Cap (eksklusive Norge) så lenge dette er fondets offisielle referanseindeks. Med et slikt utgangspunkt sikres en kontinuerlig evalueringsprosess for hvordan de enkelte markedene utvikler seg med hensyn til investerbarhet for et fond som SPU. Ved å benytte FTSEs indekser følger allerede referanseporteføljen FTSEs metodikk når det gjelder inkludering av enkeltelskaper og klassifisering av disse (for eksempel med hensyn til sektor og størrelse), og det synes nærliggende å også benytte denne tilnærmingen for tillatte markeder.

4. NBIMs prosess for godkjenning av nye land i aksjeinvesteringsuniverset

Norges Bank foreslår at land som inngår i FTSE Global All-Cap, er nødvendig og tilstrekkelig for at landet inngår i SPUs referanseportefølje. NBIM vil likevel på selvstendig grunnlag evaluere hvor godt landet er egnet, med tanke på at det må ha markeder som er åpne for utlendinger, ha en lovgivning som beskytter investorenes rettigheter og tilfredsstillende visse minstekrav til oppgjørssystemer. For øvrig skal NBIMs prosess for godkjenning av nye land i aksjeinvesteringsuniverset sikre klargjøring av alle interne systemer og rutiner.

Som nevnt ovenfor, har NBIM godkjent alle land unntatt tre (Colombia, Marokko og Pakistan)⁷ av de som i dag inngår i FTSE Global All-Cap, men ikke i fondets foreslåtte referanseportefølje. Det vil si at de er evaluert i henhold til NBIMs prosess for godkjenning av nye land. Et nytt land godkjennes av lederen for NBIM etter at de enkelte kontrollområdene er godkjent av de respektive avdelingslederne. Kontrollområdene i prosessen kan deles i følgende hovedkategorier:

- oppsummering og hovedkonklusjoner
- markedsregulering, dokumentasjonskrav og handelsflyt
- datatilgjengelighet
- krav til investeringsretningslinjer
- transaksjonsgjennomføring, kostnader og skatt
- oppgjør og depot
- avkastningsmåling og regnskap
- administrasjon av investeringer
- risikomåling og rapportering
- implementeringsplan
- evaluering og godkjenning

Gjennom godkjenningsprosessen innhenter NBIM informasjon om det enkelte marked fra en rekke eksterne kilder. Dette gjelder f.eks. beskrivelse av den lokale markedsreguleringen og vurderinger av kvaliteten på oppgjør- og depotsystemer. For hvert enkelt marked utarbeides det et godkjenningsdokument. En godkjenningsprosess tar vanligvis 1–2 måneder.

⁷ Det er imidlertid satt i gang en godkjenningsprosess også for disse landene.

5. *Vurdering av andre forhold*

Makroøkonomi og politikk

I tidligere brev fra Norges Bank om nye land i referanseporteføljen er det også drøftet forhold som er knyttet til makroøkonomisk og politisk stabilitet. Det har imidlertid ikke vært definert hvilke krav de enkelte markedene må oppfylle for å være en del av fondets referanseportefølje. Norges Bank legger til grunn at Finansdepartementet selv vurderer i hvilken grad slike forhold skal legges vekt på i fastsettelsen av aksjereferansen for SPU. Vi viser til at tidligere korrespondanse har angitt mulige kilder og indikatorer på dette området. For øvrig understrekes at en evaluering av makroøkonomiske- og politiske forhold typisk vil være en integrert del av enhver investeringsbeslutning.

Størrelse og likviditet

Tidligere brev har drøftet forhold som er knyttet til at nye land i referanseporteføljen bør være av en viss størrelse. Dette har vært begrunnet i operasjonelle forhold og at små markeder kun marginalt vil bidra til å diversifisere fondet. Etter mer enn ti års utvikling av den globale aksjeforvaltningen mener Norges Bank at det ikke er nødvendig å begrense antallet land i referanseporteføljen ut i fra slike hensyn. Norges Bank mener videre at små markeder ikke bør holdes utenfor av hensyn til begrensede diversifiseringsegenskaper. Det synes mer hensiktsmessig å basere seg på de markedene som til enhver tid er inkludert i FTSE Global All-Cap.

Likviditeten i det enkelte markedet vurderes løpende i NBIM og er en integrert del av investeringsfilosofien for å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene. Av de nye markedene som ikke allerede er godkjente for fondets investeringsunivers iht. prosessen for godkjenning av nye land, er det fire som etter FTSEs kriterier ikke er like likvide som de andre markedene. Disse er Argentina, Colombia, Peru og Marokko. Med gjeldende investeringsstrategi vil disse landene utgjøre under 0,2 % av fondet samlede referanseportefølje. Videre er markedskapitaliseringen relativt konsentrert om et fåtall selskaper. NBIM vil derfor kunne bruke den tiden det måtte ta for å etablere ønsket vekt i disse selskapene, uten at det går merkbart ut over rammen for relativ volatilitet.

Oppgjørssystemer

For en global investor er det svært viktig å vurdere kvaliteten på oppgjørssystemer og sikkerhet ut fra finansmarkedslovgivning i det enkelte land. Markedene må også tilfredsstille gitte krav for å kunne innlemmes i investeringsuniverset. Generelt sett er oppgjørssystemrisikoen større i fremvoksende markeder enn i utviklede markeder. Videre er det juridiske rammeverket i markedene typisk noe mindre betryggende. Dette fremgår ganske tydelig av den vurderingen FTSE har gjort (se vedlegg 2).

Norges Bank har innhentet oppdaterte vurderinger fra evalueringssystemet de to globale depotinstitusjonene (J.P. Morgan Chase⁸ og Citibank⁹). Disse depotinstitusjonene har en

⁸ Ratingen er et gjennomsnitt av JPM sin vurdering av 8 aspekter: trade matching, settlement type, securities type, depository, failure provisions, settlement cycle, regulatory oversight and securities legal framework, der 1 er best og 3 er svakest.

⁹ Ratingen følger SEC's krav til en "Eligible Securities Depository" (regel 17f-7). Definisjoner:

1= Depositories have well-established and tested functions, often with tangible central bank/government support. Potential issues in evaluation factors are few, if any, and do not present cause for concern.

2= Depositories have acceptable measures in place for the factors evaluated, but may present one or more shortcomings that highlight a need for improvement in relation to the evaluation criteria. In some cases, a specific

grundig innsikt i oppgjørssystemene i hvert enkelt land gjennom sin virksomhet. Når disse institusjonene vurderer risikoen knyttet til oppgjørs- og avregningssystemer i det enkelte land, tar de ofte utgangspunkt i etablerte "beste praksis"-standarder som er etablert av for eksempel SEC ("Rule 17f-7") eller BIS. Tabellen under viser hvordan hvert av de 19 nye markedene er evaluert av JPM og Citibank:

Marked	FTSE klassifisering	JPM klassifisering	Citibank klassifisering
Argentina	Secondary Emerging	1.6	3
Chile	Secondary Emerging	1.4	1
Colombia	Secondary Emerging	2.1	2
Egypt	Secondary Emerging	2.0	2
Fillipinene	Secondary Emerging	2.0	2
India	Secondary Emerging	1.8	2
Indonesia	Secondary Emerging	1.5	3
Israel	Developed	2.0	2
Kina	Secondary Emerging	1.6	2
Malaysia	Secondary Emerging	2.0	2
Marokko	Secondary Emerging	1.6	2
Pakistan	Secondary Emerging	2.5	3
Peru	Secondary Emerging	1.8	2
Polen	Advanced Emerging	1.6	1
Russland	Secondary Emerging	2.9	2
Thailand	Secondary Emerging	1.6	2
Tjekkia	Secondary Emerging	1.8	2
Tyrkia	Secondary Emerging	1.5	3
Ungarn	Advanced Emerging	1.4	1

Både JPM og Citibank graderer markedene fra 1–3 (1 er best). I henhold til JPMs kriterier er det kun tre markeder som scorer lavere enn 2: Colombia, Pakistan og Russland. Citibank kommer frem til at Argentina, Indonesia, Pakistan og Tyrkia er de landene i FTSE Global All-Cap-universet med svakest oppgjørssystemer. Disse tre landene kommer imidlertid vesentlig bedre ut i JPMs klassifisering, som riktig nok tar hensyn til et noe bredere sett av kriterier. Det bør understrekes at denne typen evaluering er relativt partiell og uansett vil endre seg. Den underliggende tendensen er at det går mot stadig bedre og tryggere oppgjørssystemer i de enkelte markedene fordi dette letter større kapitaltilflyt og derfor bedre forutsetninger for økonomisk vekst. Norges Bank mener derfor at summen av løpende evaluering og overvåking som oppnås gjennom de foreslåtte kriteriene for land i referanseporteføljen, samt målsettinger og øvrige kontrolltiltak hos forvalter, er tilstrekkelige til at det ikke er behov for å etablere et minimumskrav for oppgjørssystemet i et enkelt marked.

Krav til finansmarkedslovgivning

Norges Bank har i tillegg til de vurderingene som er gjort av FTSE, foretatt en uavhengig vurdering av finansmarkedslovgivning i alle de aktuelle markeder. En oppsummering av hovedtrekkene som er knyttet til blant annet markedsstruktur, markedsregulering, skatteforhold og tilsynsordninger er vedlagt for hvert enkelt land (se vedlegg 3). Norges Bank har for dette formålet ikke foretatt en egen vurdering av eventuelle aspekter av renommérisiko

risk is balanced by better than average evaluations of other relevant factors.

3= Depositories exhibit above average risk conditions in one or more evaluation factors. Investors are left relatively unprotected. The likelihood of depository performance issues is uncomfortably high; mechanisms to contain their effects may be inadequate.

ved investeringer i enkeltland. Informasjon om slike forhold vil være tilgjengelig fra kilder som blant annet Transparency International, dersom Finansdepartementet ønsker å vektlegge dette i vurderingen.

Kort oppsummert er det gjennomgående for alle markeder at det er etablert et lovverk som regulerer de sentrale delene av finansmarkedet, i tillegg til at det er opprettet tilsynsordninger som sikrer overvåkning av markeder og markedsaktører på en slik måte at det anses forsvarlig for NBIM å investere i disse markedene. Materialet bekrefter derfor i hovedsak de vurderingene som er gjort av FTSE – noe som også styrker anbefalingen om å inkludere markedene i referanseporteføljen.

I tråd med implementert prosess vil NBIM gjennomføre en separat prosess for godkjenning av hvert enkelt land i forbindelse med at det åpnes for investeringer i nye markeder. En slik prosess vil også omfatte de landene som allerede inngår i referanseporteføljen. I tillegg til den informasjonen som er utarbeidet, jf. vedlegg 3, vil prosessen inneholde grundige vurderinger av alle forhold som er nevnt i kapittel 4 i dette brevet.

Problemstillinger knyttet til eierskapsutøvelse ("corporate governance")

Finansdepartementet har også bedt Norges Bank særskilt om å redegjøre for problemstillinger ved corporate governance.

NBIM utøver eierskapsrettigheter for SPU og valutaeservene. Som grunnlag for dette arbeidet analyserer vi selskapers governance-struktur, ivaretagelse av aksjonærrettigheter, overholdelse av menneskerettigheter, miljøspørsmål og andre spørsmål knyttet til selskapers aktiviteter som har innvirkning på selskapenes og porteføljens bærekraft.

Vi vil påpeke at det i en landvurdering allerede er tatt i betraktning en rekke governance-kriterier, som for eksempel om det eksisterer et velfungerende marked, oppgjørssystemer, politisk og makroøkonomisk stabilitet og juridisk sikkerhet ved å investere i markedet. I tillegg vil corporate governance-hensyn i fremvoksende markeder være en mer naturlig del av den enkelte porteføljeforvalterens risikovurderinger på selskaps- og sektornivå enn en vurdering av om man skal investere i dette markedet overhodet.

Norges Bank mener at corporate governance-kriterier ikke bør være avgjørende for inkludering eller utelukkelse av markeder i investeringsuniverset eller referanseporteføljen. Vi er av den oppfatning at corporate governance best kan påvirkes gjennom tilstedeværelse og reelt engasjement, og vil i stor grad gjelde selskaps-spesifikke spørsmål. I praksis har da heller ikke corporate governance så langt vært et kriterium for utelukkelse av markeder fra investeringsuniverset eller referanseporteføljen.

Dersom corporate governance skal være en faktor, vil utfordringen være å bestemme hvilke kriterier som skal vurderes, og hvilket akseptnivå disse må ha for at det enkelte land skal antas å ha gode nok regler. Dersom man er i stand til å etablere et slikt akseptnivå, må det antas at flere allerede godkjente land, både i og utenfor gjeldende referanseportefølje, kan være mindre funksjonelle enn nye land som kan være aktuelle. Videre vil enkeltelskaper gjennom sine vedtekter kunne ha avvikende corporate governance enn hva landets lovgivning tilsier og da vil en landbasert vurdering være lite relevant. Det vil være uheldig å utelukke en potensiell investering i et selskap med vedtekter som ivaretar aksjonærrettighetene på en tilfredsstillende måte, fordi selskapet er registrert i et land med tilfredsstillende regelverk.

Når det gjelder hensyn til menneskerettigheter og miljø er utfordringen tilsvarende. Det må

etableres en grense for hva som defineres som ikke tilstrekkelige miljøreguleringer. Menneskerettighetene er godt kjent, men det må likeledes defineres i hvilken grad et land respekterer disse. Dersom slike spørsmål og standarder skal vurderes, vil dette kunne komme i konflikt med forhold i land som allerede er inkludert i investeringsuniverset og i referanseporteføljen. Videre vil slike problemstillinger ofte være knyttet til sektorer og selskaper og ikke til land generelt. En landbasert vurdering vil da være u hensiktsmessig. Det kan også legges til at i dagens globale marked vil ofte brudd på menneskerettigheter, miljøforskrifter og korrupsjon foregå i andre land enn der hvor et selskap er registrert. Igjen vil en landbasert godkjennelse kunne hindre investeringer i selskaper som har tilfredsstillende governance.

I tidligere korrespondanse om å inkludere fremvoksende markeder i SPU har utfordringen knyttet til utøvelsen av eierrettighetene vært trukket frem. NBIM har allerede tilgang til nødvendig informasjon om alle selskaper i FTSE-indeksen. Selv om antall selskaper i referansen vil øke med om lag 850, er dette relativt beskjedent sammenlignet med økningen ved å utvide aksjereferansen til også å omfatte mindre selskaper (small caps), som medførte en økning på om lag 4500 selskaper. Norges Bank mener at den foreslåtte utvidelsen som sådan er håndterbar innenfor dagens eierskapsutøvelse. Det synes derfor ikke hensiktsmessig å gå dypere inn i corporate governance-temaer på landnivå på dette stadium.

Avkastning og risiko

Fremvoksende markeder utgjør en relativt liten del av den samlede markedskapitaliseringen til verdens aksjemarkeder, og effekten på et fond som SPU vil derfor være begrenset. I dette avsnittet er det foretatt en analyse av avkastnings- og risikokarakteristika ved referanseporteføljen for aksjer som en følge av en inkludering av fremvoksende markeder. I analysen er det benyttet historiske avkastningsserier for FTSE All World developed, FTSE All World Advanced Emerging, og FTSE All World Secondary¹⁰. Dataene går fra 1994 til desember 2007 og det er benyttet dollar som basevaluta. Det er antatt kontinuerlig rebalansering til angitte vekter i de ulike markedene. De vektene som er benyttet, er basert på markedskapitalisering per desember 2007, justert for strategiske vekter. Det er lagt til grunn 10 % vektning av fremvoksende markeder (5 % FTSE All World Advanced Emerging og 5 % FTSE All World Secondary) og 90 % vektning av utviklede markeder.

Som vist i tabellen nedenfor, er fremvoksende markeder gjennomgående mer volatile enn utviklede markeder. For perioden sett under ett er risikoen i fremvoksende markeder, uttrykt ved årlig standardavvik, 32 % høyere enn i utviklede markeder. Dersom man ser på ulike delperioder, har svingningene i fremvoksende markeder vært vesentlig høyere i to av periodene, og marginalt høyere i én av periodene.

Tabell: Annualisert volatiliteter basert på daglig avkastning

	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder
Hele perioden	17.1 %	13.0 %
Januar 1994 - Desember 1998	17.9 %	11.1 %
Januar 1999 - Desember 2003	16.6 %	16.2 %
Januar 2004 - Desember 2007	16.6 %	10.2 %

For perioden 1994–2007 sett under ett er avkastningen i fremvoksende markeder noe lavere

¹⁰ Medium og store selskaper er inkludert, mens "small cap" er ekskludert. "Small cap" utgjør rundt 12 % av FTSE Global All-Cap-indeksen per desember 2007. Dette antas ikke å påvirke konklusjonen av analysen i vesentlig grad siden fordelingen på selskapsstørrelse er relativt lik innenfor de tre landkategoriene.

enn i utviklede markeder. En nærmere analyse viser at ”Advanced Emerging” hadde en noe større avkastning, mens ”Secondary Emerging” hadde en noe lavere avkastning enn utviklede markeder.

	Geometrisk avkastning		Aritmetrisk avkastning	
	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder
Hele perioden	9.0 %	9.7 %	8.6 %	9.2 %
Januar 1994 - Desember 1998	-9.3 %	16.1 %	-9.7 %	14.9 %
Januar 1999 - Desember 2003	16.8 %	3.1 %	13.0 %	2.6 %
Januar 2004 - Desember 2007	25.9 %	10.5 %	31.0 %	13.3 %

Tabell 2: Annualisert avkastning

Hvis vi ser på delperiodene for seg, har fremvoksende markeder hatt en vesentlig mindreaktning i den første perioden, mens det i de to andre delperiodene var vesentlig meravkastning.

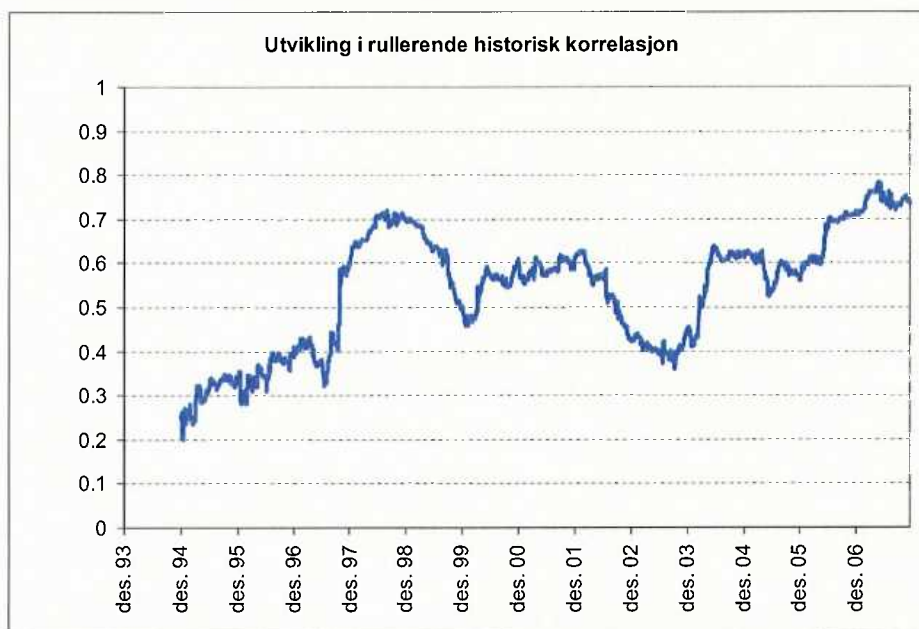
Når det gjelder samvariasjonen mellom markedene har denne vært varierende i perioden.

Hele perioden	0.51
Januar 1994 - Desember 1998	0.37
Januar 1999 - Desember 2003	0.52
Januar 2004 - Desember 2007	0.78

Tabell 3: Korrelasjon mellom avkastning i fremvoksende og utviklede markeder, basert på daglige prisobservasjoner

I perioden sett under ett er korrelasjonen 0,51. Dette er en svak samvariasjon, noe som gir god diversifiseringseffekt på porteføljenivå. På tross av at volatiliteten i fremvoksende markeder har vært vesentlig høyere enn utviklede markeder i denne perioden, ville ikke risikoen på referanseindeksen ha økt dersom fremvoksende markeder hadde blitt inkludert. Dette gjelder perioden sett under ett.

Denne konklusjonen gjelder også to av de første delperiodene. I den siste delperioden (januar 2004–desember 2007) ville volatiliteten til referanseindeksen økt dersom fremvoksende markeder ble inkludert. Av figuren nedenfor kan det synes som om samvariasjonen mellom utviklede og fremvoksende markeder er økende.



Tabellen under viser beregnet årlig volatilitet for en referanseindeks som også inkluderer fremvoksende markeder.

	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder	"Ny" portefølje
Hele perioden	17.1 %	13.0 %	12.8 %
Januar 1994 - Desember 1998	17.9 %	11.1 %	11.0 %
Januar 1999 - Desember 2003	16.6 %	16.2 %	15.9 %
Januar 2004 - Desember 2007	16.6 %	10.2 %	10.3 %

Tabell 4: Annualisert volatiliteter basert på daglig avkastning

Det er stor usikkerhet knyttet til å si noe om hvilke sammenhenger som vil gjelde fremover, men det er trolig grunn til å vektlegge de seneste dataene som et bedre estimat på fremtidige sammenhenger. Økt globalisering, det at næringsstrukturen mellom fremvoksende og utviklede markeder nærmer seg hverandre, og utvikling av betryggende oppgjørssystemer og juridiske rammer vil kunne medføre større grad av samvariasjon. Det vil likevel fortsatt være diversifiseringseffekter ved fremvoksende markeder som kan utnyttes for å oppnå gunstig risikojustert avkastning. Basert på historiske data vil en portefølje som består av utviklede og fremvoksende markeder, ha lavere svingningsrisiko enn en portefølje som bare består av utviklede markeder. Vektingen av fremvoksende markeder, men også diversifiseringseffekten, gjør at en inkludering vil gi marginale effekter på porteføljens risikoprofil.

6. *Anbefaling*

Norges Bank anbefaler at referanseporteføljen for aksjer i SPU utvides til å omfatte alle de landene som til enhver tid er klassifisert som enten "Developed", "Advanced Emerging" eller "Secondary Emerging" innenfor FTSE Global All-Cap. De vurderingene som gjøres av FTSE for å klassifisere markedene, er etter bankens oppfatning robuste og tilstrekkelige til at landene kan inngå i referanseporteføljen til fondet. Ved å basere seg på etablerte årlige evalueringsprosesser hos indeksleverandør oppnås en forenkling og forbedring når det gjelder overvåking og vedlikehold av godkjente land. Kriteriene som FTSE baserer seg på, er transparente og vurderes av Norges Bank til å være dekkende for å klassifisere markedenes egnethet for internasjonale investorer. Endringer i indeksene kommuniseres i god tid for å

minimere markedspåvirkning.

Samtidig legger Norges Bank til grunn at gjeldende krav til en adekvat godkjenningsprosess for ethvert nytt land videreføres før investering i et nytt marked. Foruten en selvstendig tilleggsvurdering av mange viktige kriterier som allerede er behandlet av FTSE, sikrer denne prosessen at NBIM har rutiner, prosesser og systemer som kan håndtere disse aksjeinvesteringene på en tilfredsstillende måte. Norges Bank har rettet særlig oppmerksomhet mot oppgjørs- og avregningssystemer og problemstillinger knyttet til markedsreguleringer og finansmarkedslovgivning i sin vurdering av kriterier for inkludering av fremvoksende markeder i SPUs referanseportefølje for aksjer.

Inkludering av fremvoksende markeder i referanseporteføljen vil ikke påvirke fondets avkastnings- og risikoegenskaper i vesentlig grad. Dette følger av relativt lav vekt i referanseporteføljen og visse diversifikasjonsgevinster. Det er imidlertid grunn til å anta at fremvoksende markeder over tid vil utgjøre en mer signifikant andel av aksjemarkedsuniverset, og det kan derfor være hensiktsmessig for fondet å få eksponering mot disse markedene i en så tidlig fase som mulig. NBIM vil i den løpende forvaltningen gjøre en rekke avveininger for å replikere referanseindeksen. I disse avveiningene inngår blant annet transaksjonskostnader, oppgjørsrisiko, legal risiko, makroøkonomiske forhold og i hvilken grad avvik fra referanseporteføljen bidrar til å utnytte rammen for aktiv risiko.

Med hilsen


Svein Gjedrem


for Yngve Slyngstad

Vedlegg

1. NBIMs prosess for godkjenning av nye land (eng.)
2. FTSEs landevalueringsmatriser (eng.)
3. Sammendrag av markedsregulering i hvert av de 19 nye landene (eng.)