



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 27.08.2020

Referanseindeksen for aksjer – fremvoksende aksjemarkeder

Departementet ba i brev 6. november 2018 om Norges Banks vurderinger av den geografiske fordelingen og sammensetningen av referanseindeksen for aksjer i Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Hovedstyret i Norges Bank ga sitt råd i brev 21. og 22. august 2019. Bankens råd var at referanseindeksen for aksjer fortsatt bør inkludere alle markeder i FTSE Global All Cap, og at den geografiske fordelingen burde justeres videre i retning av friflytjusterte markedsvekter. Banken skrev videre at betydningen av landspesifikke forhold i fremvoksende markeder tilsier at det kan vurderes å sette et tak på hvor stor andel enkeltmarkeder bør utgjøre av indeksen.

Departementet ber i brev 15. april 2020 om bankens vurdering av hvordan et slikt tak kan utformes og hvilke konsekvenser dette vil ha. Bankens svar følger i dette brevet.

Fordeler og ulemper

Departementet ber banken vurdere fordeler og ulemper som et eventuelt tak kan gi sammenliknet med dagens sammensetning av referanseindeksen for aksjer.

Den mest relevante finansielle risikoen for en langsiktig investor er risikoen for varige tap. Et varig tap kan for eksempel oppstå hvis det inntreffer en uventet hendelse som påvirker avkastningen i bare dette markedet. Langvarige økonomiske kriser, store naturkatastrofer eller kriger er eksempler på hendelser som kan ha en slik effekt¹. Et tak på eksponeringen i et enkeltmarked vil redusere fondets eksponering mot slike varige tap i dette markedet. Sannsynligheten for at slike tap kan oppstå og i hvilken grad denne

¹ Se Norges Banks brev 21. august 2019.

risikoen er gjenspeilet i markedsprisene er vanskelig å tallfeste. Samtidig vil et tak kunne bety at avkastningen på fondet samlet sett blir lavere dersom markedet hvor eksponeringen reduseres, utvikler seg vesentlig bedre enn det brede aksjemarkedet.

Fremvoksende aksjemarkeder er ikke en homogen gruppe av markeder. Begrepet omfatter markeder i ulike deler av verden med ulik grad av modenhet. Dette kommer blant annet til uttrykk ved at forskjellige indeksleverandører klassifiserer markeder ulikt og at klassifiseringen kan endres over tid. De store forskjellene er en av grunnene til at vi i tidligere analyser fant at landtilhørighet har vært viktigere for aksjeavkastningen i disse markedene som gruppe enn for gruppen av utviklede aksjemarkeder².

Et tak på fondets investeringer i det eller de største fremvoksende aksjemarkedene kan bety at andelen av fondet som er eksponert mot utviklingen i denne regionen faller. Fremvoksende aksjemarkeder har i dag en lavere vekt i referanseindeksen enn hva både fulle markedsvekter og mål på økonomisk aktivitet skulle tilsi³. Dette skyldes en lavere fri flyt og at en større andel av den samlede verdiskapningen i fremvoksende markeder finner sted i virksomheter som ikke er børsnotert.

Andre alternativer

Departementet ber banken vurdere om et tak vil være mer hensiktsmessig enn andre justeringer av indeksen.

Banken vurderte ulike metoder og regler for sammensetningen av delindeksen for fremvoksende aksjemarkeder i brev 22. august 2019. Alternativene som ble vurdert var satt sammen med utgangspunkt i transparente og etterprøvbare kriterier, som størrelse på markeder, størrelse på selskapene, størrelse på økonomien i det respektive landet og grad av modenhet som definert av indeksleverandøren. Hovedstyrets råd var at dagens metode og regler burde videreføres, men at betydningen av landspesifikke forhold tilsa at det kunne vurderes å sette et tak på eksponeringen i enkeltmarkeder.

Vi mener fortsatt at et tak er den mest hensiktsmessige tilnærmingen dersom departementet ønsker å begrense fondets finansielle eksponering mot enkeltmarkeder.

Utforming i mandatet for forvaltningen

Departementet ber banken vurdere hvordan et eventuelt tak kan utformes i mandatet for forvaltningen av SPU.

Et eventuelt tak på aksjeindeksens eksponering mot et enkeltmarked bør uttrykkes som en prosentandel av referanseindeksen for aksjer. Eksponeringen bør kunne bevege seg vekk fra denne prosentandelen gjennom året.

² For mer informasjon se Diskusjonsnotat 1/2019 på www.nbim.no.

³ Se figur 1 i vedlegget.

Aksjene i referanseindeksen er i dag tilordnet justeringsfaktorer avhengig av landtilhørighet. Et eventuelt tak på et enkeltmarked bør implementeres gjennom en justering av faktoren som tilordnes aksjene i det aktuelle markedet (landfaktoren). Den foreslåtte løsningen bygger på prinsippene som ligger til grunn for sammensetningen av fondets referanseindeks for aksjer, og vil legge til rette for en mest mulig kostnadseffektiv implementering av et eventuelt tak.

Fondets referanseindeks for aksjer er definert i § 2-3 i mandatet for forvaltningen. Bankens forslag til utforming av et tak kan gjenspeiles i mandatet ved følgende formulering: «*Dersom aksjeindeksens eksponering i et enkelt fremvoksende aksjemarked ved utgangen av måned n er høyere enn X prosent, skal justeringsfaktoren som tilordnes aksjer i dette markedet reduseres ved utgangen av måned n+1. Den nye justeringsfaktoren skal settes slik at eksponeringen i det aktuelle markedet kommer under X prosent*».

Dersom et marked i indeksen reklassifiseres, fra utviklet til fremvoksende eller motsatt, bør det foretas en særskilt vurdering av hvilke konsekvenser dette bør få, herunder hvordan tilpasningen til en eventuell ny justeringsfaktor bør gjennomføres.

Bankens forslag til endringer i mandatet for forvaltningen innebærer at midlene som tas ut av et enkeltmarked som følge av et tak, fordeles mellom alle de andre markedene i referanseindeksen i henhold til vekten disse markedene har i indeksen⁴. Dette innebærer at et tak på ett eller flere fremvoksende aksjemarkeder vil redusere andelen av fondet som er investert i denne regionen.

Alternativt kunne midlene ha blitt fordelt mellom de andre fremvoksende aksjemarkedene i referanseindeksen. Dette vil i så fall bety at det i praksis etableres en ny delindeks med en særskilt allokering. En slik tilpasning vil bryte med de øvrige prinsippene for allokering til enkeltmarkeder som er etablert i mandatet for forvaltningen.

Videre vil en slik tilnærming øke referanseindeksens gjennomsnittlige eierandel i de fremvoksende aksjemarkedene hvor det ikke er satt et tak. Disse eierandelene vil bli høyere jo lavere taket settes og jo flere markeder som rammes av et tak. Høyere eierandeler i de markedene hvor det ikke er satt et tak kan bety at referanseindeksen på sikt blir mindre investerbar for fondet. Dette vil spesielt kunne bli en utfordring dersom indeksleverandøren bestemmer seg for å inkludere en vesentlig større andel av aksjene i det kinesiske aksjemarkedet.

⁴ Jamfør mandatets § 2-3 tredje ledd.

Effekter på avkastning, risiko og transaksjonskostnader

Departementet ber banken anslå virkningen av et eventuelt tak på referanseindeksens historiske og forventede avkastning og risiko samt transaksjonskostnader.

Det største fremvoksende aksjemarkedet utgjør i dag om lag 5 prosent av fondets referanseindeks for aksjer. Vi viser i vedlegget virkningen av et tak på dette nivået og fire alternativer, under ulike forutsetninger. I to av disse har vi satt taket lavere enn dagens eksponering (1 og 3 prosent), mens vi i de to andre har satt det høyere (7 og 9 prosent)⁵. Siden fremvoksende aksjemarkeder historisk har utgjort en mindre andel av referanseindeksen enn i dag, har vi i beregningene tatt utgangspunkt i vektene i dagens referanseindeks for aksjer⁶. Vi finner at effekten på historisk avkastning og risiko (før kostnader) har vært liten⁷. Beregningene viser også at transaksjonsvolum, og dermed kostnadene ved å følge referanseindeksen, vil øke noe hvis det settes et tak og mest hvis taket settes lavt.

De små forskjellene i historiske avkastnings- og risikoegenskaper skyldes at korrelasjonen mellom markedet hvor eksponeringen reduseres som følge av taket og det globale aksjemarkedet, har vært relativt høy⁸. Samtidig utgjør markedet hvor eksponeringen reduseres en forholdsvis liten andel av referanseindeksen. Det er grunn til å tro at dette vil endre seg i fremtiden. Utslagene på fondets samlede avkastning og risiko kan i så fall bli større enn vist her.

Referanseindeksens eksponering mot det største fremvoksende aksjemarkedet består av flere aksjeklasser som historisk har hatt forskjellig avkastning og ulik korrelasjon med det globale aksjemarkedet⁹. Forskjellene har imidlertid blitt mindre de siste årene som følge av at de såkalte A-aksjene i Kina har blitt inkludert i globale aksjeindekser og i større grad enn tidligere er tilgjengelige for utenlandske investorer. Denne utviklingen er ventet å fortsette.

Oppsummering

Et eventuelt tak på fondets eksponering i et enkelt fremvoksende aksjemarked bør uttrykkes som en prosentandel av referanseindeksen for aksjer, og kan best gjenspeiles i mandatet for forvaltningen gjennom en endring av justeringsfaktoren som tilordnes aksjene i det aktuelle markedet. Det bør legges inn en bestemmelse i mandatet som sikrer at denne faktoren vurderes årlig.

Et tak på 5 prosent vil innebære små endringer fra dagens indeks og vil i utgangspunktet kunne etableres med lave transaksjonskostnader. Jo lavere et tak settes desto større blir

⁵ Se tabell 1 i vedlegget.

⁶ Se figur 1 i vedlegget.

⁷ Bankens langsiktige anslag på avkastnings- og risikoegenskaper ved aksjer fremgår av bankens brev 1. desember 2016.

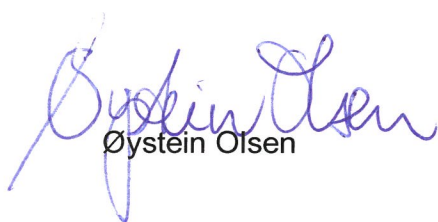
⁸ Se figur 2 i vedlegget.

⁹ Se figur 3 i vedlegget.



transaksjonskostnadene og avstanden til den brede globale aksjeindeksen fondet bruker som utgangspunkt for referanseindeksen. Blant alternativene vi viser vil dette spesielt gjelde dersom taket settes lavere enn 3 prosent.

Med hilsen


Øystein Olsen

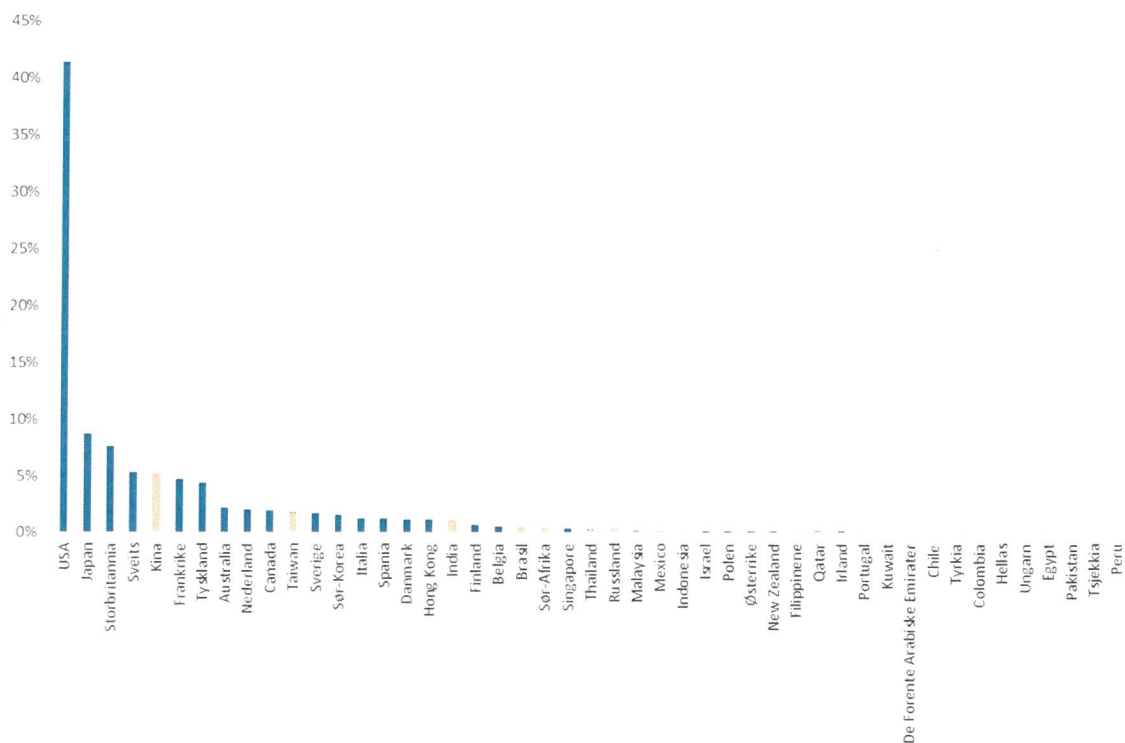

Jon Nicolaisen

Vedlegg



Vedlegg

Figur 1: Sammensetningen av SPUs referanseindeks for aksjer



Kilde: FTSE

Figur 1 viser vektene i fondets referanseindeks for ved utgangen av mai 2020. Referanseindeksen inkluderte på dette tidspunktet 47 markeder, 24 utviklede og 23 fremvoksende. 18 markeder hadde en høyere vekt enn 1 prosent i indeksen. Tre av disse var klassifisert som fremvoksende, Kina, Taiwan og India. Aksjer i referanseindeksen tilordnes landkoder i henhold til regler fastsatt av FTSE. Aksjer med landkode Kina (CN) inkluderer både kinesiske aksjer notert på børsen i Hong Kong (H-aksjer, Red Chip og P Chip), aksjer notert på børsene i Shenzhen og Shanghai som handles i henholdsvis Hong Kong dollar og amerikanske dollar (B-aksjer), aksjer som handles i lokal valuta på børsene i Shenzhen og Shanghai (A-aksjer) samt aksjer i kinesiske selskaper notert på børsen i USA og Singapore (N-aksjer og S Chip). En ikke ubetydelig andel av aksjene som tilordnes landkode CN er registrert på Cayman Island.

Tabell 1 A: Effekten av et tak – basert på historisk utvikling

	Uten tak	1 % tak	3 % tak	5 % tak	7 % tak	9 % tak
Annualisert avkastning før transaksjonskostnader	10,47 %	10,54 %	10,50 %	10,47 %	10,47 %	10,47 %
Annualisert standardavvik	14,21 %	14,20 %	14,20 %	14,21 %	14,21 %	14,21 %
Turnover		4,9%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Antall markeder hvor eksponeringen reduseres		3	1	0	0	0

Tabell 1 B: Effekten av et tak – basert på historisk utvikling, men med høyere startvekt i Kina

	Uten tak	1 % tak	3 % tak	5 % tak	7 % tak	9 % tak
Annualisert avkastning før transaksjonskostnader	10,45 %	10,57 %	10,52 %	10,49 %	10,46 %	10,45 %
Annualisert standardavvik	14,18 %	14,17 %	14,16 %	14,17 %	14,18 %	14,18 %
Turnover		7,6%	4,4%	2,4%	0,4%	0,0%
Antall markeder hvor eksponeringen reduseres		3	1	1	1	0

Kilde: FTSE Russell og Norges Bank Investment Management

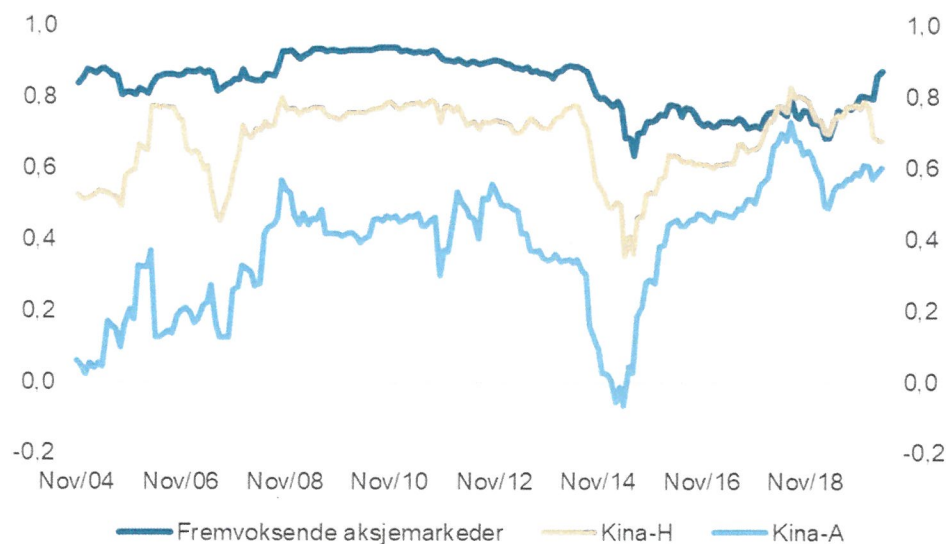
Tabell 1 viser hva som hadde vært effekten av å sette et tak på henholdsvis 3, 5 og 7 prosent dersom fordelingen mellom markedene i referanseindeksen for 10 år siden var den samme som i dag og avkastningen i disse markedene hadde utviklet seg på samme måte som den har gjort de siste ti årene. Vi har brukt månedlige data og målt avkastningen på referanseindeksen med og uten tak, i amerikanske dollar. Eksponeringen har blitt målt opp mot taket ved utgangen av desember hvert år. Resultatene av denne typen beregninger vil avhenge av hvilken tidsperiode som benyttes. Turnover måler hvor stor andel av referanseindeksen for aksjer vi måtte ha solgt i markedene hvor eksponeringen reduseres som følge av taket. Midlene som frigjøres gjennom dette salget fordeles jevnt mellom alle de andre markedene i referanseindeksen. Det totale transaksjonsvolumet blir derfor det dobbelte av hva som fremgår av turnoverberegningen i tabellen. FTSE legger i dag til grunn at bare 30 prosent av de kinesiske A-aksjene er tilgjengelige for utenlandske investorer og har inkludert 25 prosent av aksjene som antas å være tilgjengelige for utenlandske investorer i FTSE Global All Cap. Tabell 1 A tar utgangspunkt i hvordan kinesiske A-aksjer i dag er representert i fondets referanseindeks. I tabell 1 B viser vi effekten dersom FTSE skulle bestemme seg for å øke andelen av A-aksjer som tas med fra 25 til 100 prosent.

Figur 2: 3-års rullerende korrelasjon med en global aksjeindeks fra MSCI



Kilde: MSCI og Norges Bank Investment Management

Figur 3: 3-års rullerende korrelasjon med en global aksjeindeks fra MSCI



Kilde: MSCI og Norges Bank Investment Management