



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 19.12.2016

Statens pensjonsfond utland – Retningslinjer for investeringer i statsobligasjoner

Finanskomiteen omtaler i Innst. 326 S (2015-2016) fondets investeringer i statsobligasjoner og reiser i den forbindelse en rekke spørsmål, herunder spørsmål om retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner. Finansdepartementet ber i brev 29. juni banken om å legge frem sine vurderinger av disse spørsmålene som innspill til departementets vurderinger. Bankens innspill følger i dette brevet.

Gjeldende retningslinjer for investeringer i statsobligasjoner

Investeringsuniverset for fondet er definert i mandatets § 3-1. I henhold til mandatet kan fondet investeres i alle omsettelige statsobligasjoner, med unntak av rentebærende instrumenter utstedt av stater der departementet har avskåret slike investeringer på bakgrunn av at det er vedtatt særlig omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene.¹ Det er i dag bare to stater som er utelukket fra investeringsuniverset i henhold til denne bestemmelsen; Nord-Korea og Syria.

Godkjenning av markeder og instrumenter

I mandatet for forvaltningen av fondet er det stilt krav om at banken skal godkjenne alle markeder og instrumenter fondet investeres i, jf. mandatets § 4-10.² Banken foretar som en del av denne prosessen en grundig gjennomgang av forhold som lovgivende rammeverk,

¹ Norge har sluttet seg til UNCTADs *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing*. Begrensningene som er lagt på investeringsuniverset i mandatet for fondet er i tråd med punkt 6 i disse prinsippene.

² Leder av NBIM har fastsatt retningslinjer for hvordan denne prosessen skal gjennomføres.

Se <https://www.nbim.no/globalassets/documents/governance/policies/policy---investment-universe.pdf>.



rettsikkerhet, korrupsjon, skattesystem og eventuelle begrensninger på repatriering av eiendeler i det aktuelle landet. Disse vurderingene kommer i tillegg til vurderinger av markeds-, instrument- og operasjonell risiko. Formålet med bankens prosess for godkjenning av markeder og instrumenter er å sørge for at fondets eiendeler er tilstrekkelig sikre. Eventuell risiko for at det kan stilles spørsmål ved legitimiteten av statsgjelden vil komme frem i denne sammenheng.

I arbeidet med å godkjenne et nytt marked eller instrument benytter banken flere eksterne kilder, som for eksempel World Bank's Worldwide Governance Indicators³, Verisk Maplecroft, Economist Intelligence Unit, UNCTAD Investment Policy Hub, Heritage Foundation/Wall Street Journal Economic Freedom World Ranking og Transparency International Corruption Perceptions Index. Banken innhenter i tillegg informasjon fra uavhengige juridiske rådgivere i det aktuelle landet.

Proessen for godkjenning av markeder og instrumenter er den samme uavhengig av om det dreier seg om statsobligasjoner i et nytt land, aksjeinvesteringer, eller godkjenning av et nytt finansielt instrument. Listen over godkjente markeder og instrumenter evalueres. Banken hadde ved utgangen av 3. kvartal 2016 godkjent 31 valutaer i 44 land for investeringer i statsobligasjoner. Dette antallet har vært uendret siden første kvartal 2013.

Kredittvurderinger

Mandatet for forvaltningen stiller krav om at banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at høyrisiko obligasjoner – kredittvurdering lavere enn «investment grade» – ikke utgjør mer enn fem prosent av markedsverdien til obligasjonsporteføljen, og at det for alle investeringer i gjeldsinstrumenter skal foreligge en kredittvurdering, jf. mandatets § 3-5 tredje ledd.⁴

Det foreligger i dag en ekstern kredittvurdering fra de tre største ratingbyråene for alle fondets investeringer i statsobligasjoner.⁵ Kredittvurderingsbyråenes vektlegging av institusjonell kvalitet er spesielt relevant for spørsmålene banken er bedt om å gi innspill til.⁶ Både Moody's og Fitch vurderer institusjonell kvalitet med utgangspunkt i indikatorer fra Verdensbanken.⁷ Åpenhet, stabilitet, forutsigbarhet, ansvarlighet i offentlige prosesser og kvalitet i budsjettstyringen tillegges stor vekt av alle tre byråene. Moody's vurderer i tillegg hvorvidt offentlig makt brukes til privat nytte som spesielt viktig. S&P vurderer om det kan reises spørsmål ved legitimiteten av gjeld utstedt av tidligere myndigheter. Dersom dette er tilfellet, vil landet automatisk få laveste score på vurderingen av institusjonell kvalitet. Obligasjoner utstedt av land i denne kategorien vil bli vurdert som høyrisiko av S&P.

³ Se <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> for en nærmere redegjørelse for hvordan disse indikatorene utarbeides.

⁴ Obligasjoner med lavere kredittvurdering enn «investment grade» utgjorde ved utgangen av 2015 om lag 2 prosent av obligasjonsporteføljen, gitt dagens kredittvurdering. Se vedlegg for flere detaljer om statsobligasjonsporteføljen.

⁵ De tre største ratingbyråene er S&P, Moody's og Fitch.

⁶ Kilder: *Sovereign Rating Criteria*, Fitch Ratings, juli 2016, *Rating Methodology Sovereign Bond ratings*, Moody's Investor Service, desember 2015, og *Sovereign Rating Methodology*, S&P Global, juni 2016.

⁷ Worldwide Governance Indicators (WGI).

Statsfinansiell styrke

Statsdelen av fondets referanseindeks for obligasjoner tar utgangspunkt i BNP-vekter. I en markedsvektet indeks vil et land som utsteder mer gjeld tilordnes en stadig høyere vekt, mens vekten i en BNP-vektet indeks vil variere i takt med verdiskapingen i det aktuelle landet, alt annet like. Kredittvurderingsbyråene legger også vekt på statsfinansiell styrke i sine vurderinger. Måltall som offentlig gjeld i prosent av BNP, offentlig gjeld i prosent av offentlige inntekter, renteutgifter i prosent av offentlig inntektsstrøm, gjeldsdynamikk, gjeldsstruktur og andre betingende forpliktelser står sentralt i disse vurderingene.

Banken skal søke å ta hensyn til statsfinansiell styrke i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene, jf. mandatets § 3-5 fjerde ledd. For statsobligasjoner utstedt i euro er dette kravet i dag implementert gjennom bruk av særskilte landfaktorer, som innebærer at land med svake statsfinanser får en lavere vekt i porteføljen.

Banken forvalter fondet innenfor en ramme for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter. Store avvik i valutasammensetningen mellom porteføljen og referanseindeksen vil trekke mye på rammen for forventet relativ volatilitet. Fondets investeringer i statsobligasjoner er på samme måte som indeksen konsentrert i større valutaer som amerikanske dollar, britiske pund og japanske yen. Det har vist seg utfordrende å systematisk differensiere mellom obligasjoner utstedt i disse valutaene på grunnlag av forskjeller i statsfinansiell styrke utover hva som følger av BNP-vektingen i delindeksen for statsobligasjoner.

Retningslinjer utarbeidet av IMF og OECD

I brevet fra Finansdepartementet bes banken vurdere hvorvidt rammeverk utviklet av IMF og OECD kan tas i bruk for å belyse forholdene Finanskomiteen tar opp i Innst. 326 S. Disse rammeverkene er primært laget for utstedere av statsgjeld og enheter som har ansvar for offentlige budsjettprosesser, ikke for investorer i statsobligasjoner.

Formålet med IMF's retningslinjer for offentlig gjeldsstyring er å bidra til at myndighetenes lånebehov og betalingsforpliktelser møtes til lavest mulig kostnad på mellomlang og lang sikt.⁸

IMF legger i likhet med kredittvurderingsbyråene vekt på transparens og ansvarlighet i gjeldsstyringen og angir prinsipper for risikostyring og gjeldsstruktur. IMF legger også vekt på betydningen av å utvikle et marked for lokal statsgjeld. Dette er et forhold som også vektlegges i bankens godkjenningssprosess. I tillegg legger IMF's retningslinjer føringer på den organisatoriske strukturen og interne rapporteringsrutiner. Denne delen av retningslinjene fremstår som mindre relevant for investorer i statsgjeld og vil også være svært vanskelig å etterprøve.

⁸ Kilder: IMF- Worldbank *Guidelines for Public Debt Management*, desember 2003, og *Revised Guidelines for Public Debt Management*, IMF Policy Paper, april 2014.

IMF og OECD har også utviklet retningslinjer for offentlige budsjettprosesser.⁹ Bankens vurdering er at de relevante punktene i disse retningslinjene allerede er tatt høyde for i vår godkjenning av markeder og instrumenter, og gjenspeiles i kredittvurderingen av ulike utstedere.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg

- Fondets investeringer i statsobligasjoner per 31. desember 2015 og kredittvurdering per 30. november 2016.

⁹ Kilder: *Recommendation of the Council on Budgetary Governance*, OECD 2015, og *Guidelines for Public Expenditure Management*, IMF 1999.



Vedlegg

Fondets investeringer i statsobligasjoner per 31. desember 2015 og kredittvurdering per 30. november 2016

Land	Beholdning milliarder NOK	Prosent av fondet (eks. eiendom)	Prosent av obligasjonsinvesteringene	Median kredittrating
USA	540	7,46	20,25	AAA
Tyskland	233	3,21	8,72	AAA
Japan	224	3,09	8,38	A+
Storbritannia	94	1,30	3,54	AA
Kanada	69	0,96	2,60	AAA
Frankrike	66	0,92	2,49	AA
Mexico	62	0,85	2,32	A-
Sør-Korea	57	0,79	2,13	AA
Spania	55	0,76	2,07	BBB+
Australia	42	0,58	1,57	AAA
Italia	41	0,57	1,55	BBB
Nederland	35	0,48	1,31	AAA
India	33	0,46	1,24	BBB-
Kina	29	0,40	1,07	AA-
Tyrkia	27	0,38	1,03	BB+
Polen	24	0,33	0,91	A-
Brasil	23	0,32	0,87	BB
Sverige	23	0,32	0,87	AAA
Østerrike	21	0,29	0,79	AA+
Sveits	18	0,25	0,68	AAA
Russland	17	0,24	0,65	BBB-
Indonesia	16	0,22	0,59	BBB-
Finland	14	0,20	0,54	AA+
Danmark	13	0,18	0,49	AAA
Belgia	11	0,15	0,42	AA
Malaysia	11	0,15	0,41	A-
Singapore	11	0,15	0,41	AAA
Chile	11	0,15	0,41	AA-
Israel	10	0,14	0,38	A+
Sør-Afrika	10	0,14	0,38	BBB
Thailand	10	0,14	0,37	BBB+
Colombia	10	0,13	0,36	BBB
Taiwan	9	0,13	0,34	AA-
Tsjekkia	9	0,12	0,33	A+
Filipinene	6	0,09	0,24	BBB
New Zealand	6	0,08	0,22	AA+
Slovenia	5	0,07	0,20	A-
Hong Kong	2	0,03	0,09	AA+
Ungarn	2	0,03	0,07	BBB-
Litauen	2	0,02	0,06	A-
Irland	2	0,02	0,06	A
Slovakia	2	0,02	0,06	A+
Portugal	1	0,02	0,05	BB+
Latvia	1	0,02	0,04	A-