

Aksjeinvesteringer i nye land

Tidlig i 2001 ble aksjeinvesteringene i Petroleumsfondet utvidet til å omfatte fem såkalt framvoksende markeder; Brasil, Mexico, Tyrkia, Taiwan og Sør Korea. Rundt 2 prosent av aksjeporteføljen er plassert i disse landene. Dette avspeiler omtrent størrelsen på markedene. I denne artikkelen beskrives kriteriene som er lagt til grunn for å utvide aksjeinvesteringene til nye markeder. Det gis beskrivelser av oppgjør- og avregningssystemene i de framvoksende markedene og av markedenes størrelse og likviditet. Videre presenteres data for historisk avkastning og risiko. Beslutningen om å inkludere de framvoksende markedene blant Petroleumfondets aksjeinvesteringer er tatt av Finansdepartementet etter råd fra blant annet Norges Bank.

Finansdepartementet åpnet i Nasjonalbudsjettet 2000 for aksjeinvesteringer i syv framvoksende markeder. Disse ble imidlertid ikke inkludert i referanseporteføljen, blant annet fordi det var behov for å vurdere egnede indekser og fordi Norges Bank trengte tid for å forberede utvidelse av forvaltningen. I Nasjonalbudsjettet 2001 ble det varslet at referanseporteføljen ville bli utvidet med seks land: Brasil, Hellas, Mexico, Tyrkia, Taiwan og Sør Korea. Det syvende landet som året før ble godkjent for aksjeinvesteringer, Thai-

land, er lite og ble av operative hensyn ikke inkludert i referanseporteføljen.

Hellas ble opptatt som medlem i Den økonomiske og monetære union fra og med 1. januar 2001. Finansdepartementet har tatt utgangspunkt i den anerkjente markedsindeksen MSCI World Indeks for å skille mellom utviklede og framvoksende markeder. Indeksleverandøren har valgt å redefinere Hellas fra framvoksende marked til utviklet marked fra mai 2001. I oversikten under er Hellas ikke tatt med blant de framvoksende markedene.

Finansdepartementet har basert sine beslutninger om endring av landlisten og referanseporteføljen blant annet på vurderinger som Norges Bank har oversendt i brev. Brevene og Finansdepartementets vurderinger er gjengitt i Revidert nasjonalbudsjett 1999, Nasjonalbudsjettet 2000 og Nasjonalbudsjettet 2001. Etter forskrift om Statens petroleumsfond kan summen av investeringer i de framvoksende markedene ikke overstige 5 prosent av verdien til aksjeporteføljen i Petroleumsfondet.

Hva er framvoksende aksjemarkeder?

Det eksisterer ikke et entydig sett av kriterier som definerer framvoksende aksjemarkeder. I mange sammenhenger nyttes et generelt økonomisk kriterium; gjennomsnittsinntekten i landet, målt ved bruttonasjonalprodukt per innbygger. Deres landets gjennomsnittsinntekt ikke overstiger Verdensbankens grense for høyinntektsland, defineres landet som en framvoksende økonomi. Dette har vært en vanlig måte

å definere framvoksende økonomier og markeder på.

Gjennomsnittsinntekten målt i en felles valuta påvirkes imidlertid i betydelig grad av valutakurssvingninger og kan vokse raskt i enkelte land uten tilsvarende utvikling av aksjemarkedet. Det er heller ingen entydig sammenheng mellom et lands inntekt og aksjemarkedet. Flere kvalitative trekk ved framvoksende markeder, som kvaliteten på regulering,

overvåking, gjennomsiktighet og regnskapsstandarder, bør tillegges vekt i en avgrensning mellom utviklede og framvoksende markeder. Også størrelsen av verdipapirmarkedet i økonomien bør være en sentral faktor i grensedragningen. De mest kjente indeksleverandører nytter nå en kombinasjon av slike faktorer for å skille mellom utviklede og framvoksende aksjemarkeder.

De framvoksende økonomie-

nes andel av samlet BNP i verden i 1998 var om lag 22 prosent, mens deres andel av verdens befolkning var 85 prosent. Markedsverdien av de framvoksende aksjemarkedene utgjorde nesten 9 prosent av verdens samlede aksjemarkedsverdi i 1999¹. Målt som andel av norsk import har framvoksende økonomier en vekt på om lag 15 prosent.

I perioden fra 1960 og framover har den økonomiske vek-

¹ Standard & Poor's: Emerging Stock Markets Factbook 2000. Om lag 80 land regnes blant de framvoksende økonomiene. I mange av disse landene finnes ikke noe aksjemarked. Blant de som har, er markedene i mange tilfeller svært små, illikvide og uten godt fungerende oppgjør- og avregningssystemer.

sten i framvoksende økonomier i gjennomsnitt vært større enn i utviklede økonomier. Dette skyldes primært at de framvoksende økonomiene har akkumulert kapital og økt arbeidsstyrken i et langt raskere tempo enn industrilandene. Disse økonomiene vil også i framtiden kunne ha høyere økonomisk vekst enn de utviklede økonomiene. Det er flere grunner til dette. Veksten starter fra et mye lavere velferdsnivå, og avkastningen på både investeringer i realkapital og utdanning kan derfor bli større. Det er også indikasjoner på at investeringene vil vokse raskere enn i utviklede økonomier i årene framover. Potensialet for utdanning av befolkningen er betydelig. En annen viktig faktor som vil kunne føre til høyere økonomisk vekst i framvoksende økonomier, er at befolkningen og antall sysselsatte øker raskt i disse landene. Mulighetene til å bedre effektiviteten i økonomien gjennom strukturelle reformer i offentlig og privat sektor er også store. Den framtidige avkastningen på investeringer i framvoksende aksjemarkeder vil blant annet avhenge av den framtidige økonomiske veksten i de framvoksende økonomiene.

Framvoksende økonomier har en næringsstruktur som er svært ulik næringsstrukturen i utviklede økonomier. Penge- og finanspolitikken er ulik, de institusjonelle og juridiske regimene er forskjellige, og disse landene står overfor andre utfordringer enn de utviklede landene.

BRASIL:

- Sentralbanken overvåker investeringer fra utlendinger og handel i statspapirer. Verdipapirkommisjonen overvåker porteføljinvesteringer fra utlendinger og kontrollerer børshandelen for uvanlige prisbevegelser og volumer. Markedsaktørene vurderer komisjonen som effektiv i forhold til overvåking og hindring av markedsmanipulasjon og innsidehandel. Det er fortsatt behov for visse justeringer av det juridiske rammeverket, men Brasil ligger langt framme i forhold til andre framvoksende markeder.
- Registrerings- og depotsystemene er tilfredsstillende og på høyde med systemene i utviklede markeder.
- Det er innført prosedyrer som bidrar til å sikre at verdipapirer og betaling finner sted på avtalt tidspunkt.
- Oppgjørsdag er tre dager etter handelsdag. Rettskraftig overføring av verdipapirer skjer to dager etter oppgjørsdag og etter at betaling har funnet sted. Dette fører til opp til to dagers eksponering mot det sentrale verdipapirregisteret. Rettskraftig betaling mottas på oppgjørsdagen, men reflekteres i selgers sentralbankkonto først morgenen etter. Dette betyr at selger har sikkerhet for pengene på oppgjørsdag, men først kan disponere midlene dagen etter oppgjørsdag.

Både på kort og lang sikt vil framvoksende økonomier være utsatt for andre typer sjokk enn utviklede økonomier. Framvoksende økonomier har ofte et konjunkturførløp som avviker fra utviklede økonomier, og lav samvariasjon mellom avkastningsrater i ulike land kan skyldes at landene har økonomiske sykler som er ute av fase. Som et utgangspunkt kan en vente at samvariasjonen i avkastningsrater er lav ved stor geografisk avstand, ingen felles tilhørighet til institusjonelle valutakursordninger, lite samhandel, betydelige kulturelle forskjeller og ulikheter i økonomisk basis. For en internasjonal investor som Statens petroleumsfond kan derfor investeringer i framvoksende

markeder bidra til å redusere porteføljens samlede risiko.

Landrisiko kan ses som en kombinasjon av politisk og makroøkonomisk risiko. Politisk risiko materialiseres når myndighetene i et land eksproprierer eiendom, innfører valutarestriksjoner eller handelsrestriksjoner, endrer skattelovgivningen og innfører andre regler som begrenser utbytte og rentebetalinger og som reduserer verdien av aksjer og obligasjoner. Makroøkonomisk risiko er blant annet knyttet til finans- og pengepolitikken innretning, samt hvor utsatt landet er for økonomiske sjokk. Landrisikoen ved investeringer i framvoksende markeder er vesentlig større enn ved investeringer i utviklede markeder.

Oppgjørs- og avregningssystemer

For strategiske formål, dvs for beslutninger om hvilke land som bør inngå i investeringsuniverset og referanseporteføljen, representerer kravene til oppgjørssystemer og verdipapirregistre minimumskrav. Generelt er det slik at den forventede avkastningen på en verdipapirportefølje øker med porteføljens markedsrisiko. Det er ingen slik sammenheng mellom oppgjørsrisiko og forventet avkastning. Investorene kan ikke tjene penger på å ta oppgjørsrisiko, og de vil derfor være interessert i at denne risikoen skal være så liten som mulig.

Da Norges Bank startet prosessen med å vurdere framvoksende aksjemarkeder som bakgrunn for rådgivningen til Finansde-

partementet, ble markedene i nesten 30 land vurdert. I disse landene er standarden på aksjemarkedene vesentlig bedre enn i de øvrige framvoksende økonomiene. Til slutt stod en igjen med 7 markeder (inkludert det greske). Flere av de landene som ble utelatt tilfredsstilte ikke de kravene til oppgjørs- og avregningssystemer, lovgivning og tilsyn som det er ønskelig å stille til et marked en vurderer å investere i.

Det er naturlig å stille flere krav til oppgjørssystemene i land som Petroleumsfondet investerer i.

Det er viktig at prosessen med å koble handler inkluderer samtlige aktører i transaksjonen, dvs. den lokale depotmottaker, den globale depotmottaker, investo-

rer og lokale mellommenn. Lokale depotmottakere er ansvarlig for 'oppbevaring' av verdipapirene i det enkelte nasjonale marked, mens den globale depotmottakeren skal koordinere og føre tilsyn med oppbevaringen av verdipapirene i de lokale depotene. En kobling mellom de ulike aktørene i oppgjøret reduserer risikoen for feil i levering av og betaling for verdipapirer. Organiseringen på dette området er ikke like god i framvoksende som i utviklede markeder.

I enkelte framvoksende markeder nyttes fysiske oppgjørssystemer. De mest primitive systemene fungerer slik at verdipapirer fysisk må flyttes fra selger til kjøper. I slike systemer er sannsynligheten for

TYRKIA:

- Tilsynsapparatet har så langt ikke vært utsatt for store kriser, og mangler etter vestlig standard noe erfaring, men utvikles i riktig retning. Også det juridiske rammeverket er under utvikling. Vurdert i forhold til andre framvoksende markeder holder lovgivning og tilsyn bra standard, men i forhold til utviklede markeder har Tyrkia fortsatt potensiale for forbedringer.
- Landet har ett sentralt elektronisk register for eierrettigheter. Dette er som i utviklede markeder.
- Depotinstitusjonene søker å kople handler på vegne av klienter, og det eksisterer rutiner som skal sikre at handler gjøres opp som avtalt.
- Oppgjør skjer to dager etter handelsdag. Rettskraftig overføring av eiendomsretten skjer når verdipapirene krediteres depotinstitusjonens konto i sentralregisteret på oppgjørsgdag. Dette skjer før betaling finner sted. God betaling mottas ved sjekk eller samme dags elektronisk overføring på oppgjørsgdag. Når betalingen gjøres med sjekk påføres selger opp til to dagers eksponering mot lokal megler.

svindel, tyveri, svinn av verdipapirer og forsinkelser som følge av begrenset oppgjørskapasitet, større enn når verdipapirer og betaling overføres i et elektronisk kontosystem.

Mange framvoksende markeder mangler sentrale rettighetsregistre, som f eks Verdipapirsentralen i Norge. Flere og desentraliserte rettighetsregistre bidrar til å øke risikoen i oppgjørssystemet.

Det er en klar fordel om eiendomsretten til verdipapirer skifter samtidig som pengeoppjøret finner sted, at dette ikke kan reverseres, og at prosessen er slutført i løpet av maksimalt tre dager. Utviklede markeder har normalt bedre prosedyrer på dette området enn framvoksende markeder.

Fra tid til annen oppstår det feil i handler eller oppgjør, og det er derfor nødvendig med prosedyrer som sikrer feiloppretting og som håndheves konsistent av en uavhengig enhet, som en børs eller et tilsynsorgan. Også på dette området er risikoen normalt mindre i utviklede enn i framvoksende markeder.

Standardiserte og automatiserte informasjons- og meldingssystemer reduserer muligheten for feil og korter også ned på den tiden det tar å oppdage / lokalisere feil. SWIFT er et internasjonalt meldings- og informasjonssystem som nyttes mye, og det vil være en fordel om aktørene i verdipapirmarkedet nytter enten SWIFT eller et lignende system. Slike informasjons- og meldingssystemer er ikke like utbredt i framvoksende som utviklede markeder.

Det er viktig at bestemmelser som er fastsatt for å sikre åpenhet om transaksjoner i markedet håndheves. Videre er det viktig at et kompetent tilsynsorgan med vide fullmakter er etablert og at reguleringer tolkes og håndheves på en konsis-

tent måte. Sentrale områder må være underlagt betryggende lovgivning. Særlig eiendomsrett, kontraktsrett, verdipapirlovgivning, konkursrett, skattelovgivning og domstols- og voldgiftssystemer er viktige komponenter i en vurdering av det legale rammeverket. Framvoksende markeder ligger etter utviklede markeder på disse områdene.

Av de 30 markedene som ble vurdert,

tilfredsstilte 7 markeder (inklusive Hellas) de kravene som det er rimelig å stille for å kunne investere midler fra Petroleumsfondet. Selv for de gjenværende markedene varierer imidlertid kvaliteten på oppgjør- og avregningssystemer, lovverk og tilsynsmyndigheter, og det er ikke i alle tilfeller samsvar mellom det formelle apparatet og reell oppfølging fra myndighetenes side. Systemene for registrering og oppbevaring av verdipapirer holder imidlertid jevnt over en tilfredsstillende kvalitet i samtlige av landene.

I få av markedene oppnås samtidighet i betaling mot levering, men jevnt over varer risikoeksponeringen over relativt korte tidsrom. Generelt gjelder at motpartene til Norges Bank må oppfylle de kravene til kredittverdighet som er fastsatt i regelverket for kapitalforvaltningen i Norges Bank. Dette begrenser den risikoen banken tar. I rammer gjennomgås enkelte sentrale trekk ved de institusjonelle forholdene i de 6 framvoksende markedene, som ble tatt med i landlisten for Petroleumsfondet fra januar 2000.

MEXICO:

- De operative prosedyrene for tilsynet er under utvikling, og det arbeides med å bedre håndhevingen ved å plassere ansvaret for de ulike delene av lovverket i tilsynsinstitusjonene og derved sikre konsistens i oppfølgingen.
- Depotsystemet har samme kvalitet som i mange utviklede markeder og er bedre enn gjennomsnittet for framvoksende markeder. Aksjer oppbevares i et sentralt depot og eiendomsrett til aksjene overføres i et elektronisk kontosystem.
- Depotinstitusjonene sjekker på vegne av kjøper og selger at antall verdipapirer, pris og leveringstidspunkt er i overensstemmelse med kjøps- og salgsordrene. Disse og andre rutiner bidrar til å sikre at handler gjennomføres som avtalt på oppgjørsgdag.
- Oppgjør for aksjer finner sted to dager etter handelsdag. Rettskraftig overføring av eiendomsretten til aksjer er effektiv når papirer mottas i verdipapirregisteret i løpet av oppgjørsgdagen. Kontanter er tilgjengelig for ytterligere oppgjør i løpet av dagen, men ikke tilgjengelig for uttak før på slutten av dagen. Det oppstår en ubetydelig intradag eksponering for selger mot avregningsbanken som følge av at selger gir fra seg verdipapirene før betaling godskrives selgers konto senere samme dag.²

TAIWAN:

- Institusjoner som har operert i markedet i flere år, uttaler at regulerende myndigheter har en historie bak seg med effektiv overvåking av markedsaktørene, og at det juridiske rammeverket i verdipapirmarkedet har vært testet og vurderes som effektivt.
- Taiwan har etablert et sentralt rettighetsregister, som er obligatorisk for utlendinger og frivillig for innlendinger. Samtlige aksjehandler må imidlertid gjøres opp via verdipapirregisteret.
- Depotinstitusjonene søker å kople handler på vegne av sine klienter. Myndighetene opererer et sanksjonssystem i form av store bøter, som i praksis i betydelig grad reduserer sannsynligheten for at handler ikke gjøres opp som avtalt.
- Oppgjør skjer to dager etter handelsdag, som er i tråd med internasjonale anbefalinger. Oppgjørssystemet påfører selger en mindre intradag risikoeksponering mot lokal megler og depotinstitusjon. Det skyldes at eiendomsretten til verdipapirene overføres før god betaling mottas. Risikoen vurderes av sentrale aktører som liten.

² Intradag eksponering betyr at risikoen består gjennom deler av dagen, men ikke over natten.

Markedenes størrelse og likviditet

Det er nødvendig å stille krav om en viss størrelse og likviditet i de markedene Petroleumsfondet investerer i. Både krav til oppgjørs- og avregningssystemer og til størrelse og likviditet bidro til å redusere antall aktuelle framvoksende aksjemarkeder fra om lag 30, som var det antall nye markeder som ble vurdert, til 6 markeder. I dette avsnittet sammenlignes størrelse og likviditet i framvoksende markeder med hverandre og med utviklede markeder, som allerede inngikk i fondets investeringsunivers. Det portugisiske aksjemarkedet er det siste markedet som ble inkludert i fondets referanseportefølje, mens markedet i New Zealand er det minste markedet i fondets portefølje.³ Det norske markedet er velkjent og representerer derfor et bra sammenligningsgrunnlag.

Aksjemarkedene i Brasil og Taiwan er store og betydelig større enn i mange utviklede markeder, jf tabell 1. Også markedene i Mexico, Sør Korea og Tyrkia er større enn blant annet markedene i Norge og Portugal. Det er kun aksjemarkedet i Thailand som er mindre enn det portugisiske. Thailand har vært gjennom en omfattende krise som har redusert verdien av landets aksjemarked betydelig de siste årene. Verdien av aksjemarkedet i Thailand har imidlertid i lange perioder på 1990-tallet vært betydelig høyere enn verdien av både det portugisiske og norske markedet.

Det var en betydelig økning i markeds kapitaliseringen i mange av de framvoksende aksjemarkedene på 1990-tallet. I det brasilianske, meksikanske og tyrkiske markedet har den årlige veksten vært høy. Krisen i de asiatiske landene gjenspeiles i en lav vekst i markeds kapitaliseringen for disse landene. For øvrig karakteriseres de framvoksende markedene av relativt store variasjoner i de årlige vekststratene; et fenomen som reflekterer den høye prisvolatiliteten i disse markedene.

Ved utgangen av 1999 var aksjemarkedet i Taiwan det største markedet blant de 6 landene. Det var også tilfelle ved inngangen til 1990, men den relative størrelsen er betydelig redusert. Relativt sett har

markedene i Brasil og Tyrkia vokst mest.

De 6 landene utgjør en vesentlig andel av den samlede markeds kapitaliseringen innenfor de enkelte regionene. Markeds verdien av det brasilianske og meksikanske markedet samlet utgjorde ved utgangen av 1999 67 prosent av samlet markedsverdi av framvoksende aksjemarkeder på det amerikanske kontinentet. Det betyr at en ved å investere i disse to landene fanger opp mye av utviklingen på det sør- og mellomamerikanske kontinentet. De tre asiatiske landene dekker 49 prosent av framvoksende aksjemarkeder i Asia. Også dette er en betydelig dekning, men de tre landene er mindre representative nå enn ved inngangen til tiåret. Det skyldes primært veksten i det kinesiske og indiske markedet. Det tyrkiske markedet hadde en andel på om lag 45 prosent

av samlet markeds kapitalisering i de framvoksende aksjemarkedene i Europa. Ved inngangen til tiåret representerte markedene i Hellas og Tyrkia for alle praktiske formål de framvoksende markedene i Europa. Etableringen av aksjemarkeder i Øst- og Sentral-Europa har redusert den relative betydningen av det tyrkiske markedet i Europa.

Mot slutten av 1999 utgjorde markedene i de 6 landene nesten 50 prosent av samlet markeds kapitalisering i framvoksende aksjemarkeder. Dette er betydelig lavere enn ved inngangen til tiåret, og skyldes i hovedsak framveksten av nye aksjemarkeder i land som blant annet Kina og enkelte land i Øst- og Sentral-Europa. Denne tendensen vil trolig fortsette. Det største markedet i 6-landsgruppen finner en i Taiwan, som utgjorde 12 prosent av samlet

THAILAND:

- Krisen på slutten av 1990-tallet demonstrerte et fortsatt behov for utvikling av regulerings-systemet. Sentralbanken har bedt om råd fra internasjonale institusjoner for bedre å kunne nå sin målsetning om å etablere et effektivt tilsyn. Verdipapirlovgivningen er forholdsvis ny, og markedsaktører vil hevde at det fortsatt er behov for forbedringer.
- Thailand har etablert et system der aksjene er registrert i ett sentralt register. Dette representerer samme standard som i utviklede markeder.
- Det eksisterer et koplingssystem for handler, og systemet som skal bidra til å sikre at handler kan gjøres opp som avtalt, vurderes av aktørene som tilfredsstillende.
- Oppgjør skjer tre dager etter handelsdag, som er i tråd med internasjonale anbefalinger. I oppgjøret pådrar kjøper seg en kort intradag eksponering mot verdipapirregisteret. Selger kan i verste fall være eksponert i to dager mot oppgjørsbanken, som er en vanlig forretningsbank. Dette følger av at verdipapirene rettskraftig overføres før god betaling mottas.

SØR KOREA:

- Krisen i 1997-98 avdekket svakheter i lovgivningen og tilsynssystemet. Etter dette er tilsynet omorganisert og enkelte lover / forskrifter forbedret. Landet manglet som Thailand blant annet en effektiv konkurslovgivning.
- Etablering av ett sentralt register med ansvar for oppgjør av verdipapirer og som er obligatorisk for utlendinger, reduserer risikoen ved å handle i det sør-koreanske aksjemarkedet.
- Handler koples elektronisk, og det er fastsatt retningslinjer som bidrar til å sikre at handler gjennomføres som avtalt.
- Oppgjøret skjer to dager etter handelsdag. Kjøper får overført eiendomsretten til verdipapirene på oppgjørsdag, men fordi betaling kan ha skjedd tidligere på dagen pådrar kjøper seg en intradag eksponering mot lokal megler. Rettskraftig overføring av betalingsmidler skjer på slutten av oppgjørsdagen for elektronisk overføring og dagen etter for banksjekker. Om lag 20 prosent av betalingen skjer imidlertid i form av sjekk, som avregnes over natten. På denne delen av betalingene vil selger ha en risikoeksponering over natten.

³ Det portugisiske aksjemarkedet ble definert som et utviklet marked og inkludert i Morgan Stanley Capital International sine indekser for utviklede aksjemarkeder sommeren 1998, og ble fra det tidspunktet også inkludert i fondets referanseportefølje. De 6 framvoksende markedene er for øvrig alle større enn aksjemarkedet i New Zealand.

markedsverdi i alle framvoksende markeder. Også det sør-koreanske markedet er stort (10 prosent).

De 10 største selskapene i Tyrkia hadde en samlet markedsverdi på om lag 60 prosent av markedsverdien til alle de børsnoterte selskapene. I ingen av de andre markedene var konsentrasjonen høyere enn i Tyrkia. I Brasil utgjorde markedsverdien til de 10 største selskapene om lag 32 prosent av markedsverdien til alle de børsnoterte selskapene, og ingen av markedene hadde lavere konsentrasjon. Dette indikerer at det er et betydelig antall selskaper utenfor gruppen av de 10 største, som også har en viss størrelse.

Omsetningen i flere av de framvoksende markedene er betydelig større enn i det norske og portugisiske markedet og også større enn i Finland og New Zealand. Kun i Mexico var omsetningen lavere i 1999

enn i Portugal, og det kom etter en betydelig nedgang i Mexico fra tidligere på 90-tallet.

Den samlede omsetningen i de brasilianske og meksikanske markedene utgjør om lag 87 prosent av samlet omsetning i de framvoksende markedene på det amerikanske kontinentet. Omsetningen i de tre asiatiske landene utgjør over 70 prosent av samlet omsetning i framvoksende markeder i den asiatiske regionene, mens omsetningen i Tyrkia dekker nesten 70 prosent av totalomsetningen i europeiske framvoksende markeder. Den regionale dekingen er god; de 6 landene står for en betydelig andel av omsetningen i de respektive regionene og representerer de mest likvide av de framvoksende markedene.

Det er et betydelig antall børsnoterte selskaper i alle de 6 framvoksende øko-

nomiene. For noen land, som Brasil og Mexico, har det vært en viss nedgang i løpet av de siste ti årene, mens det for de andre landene har vært en vekst i antall børsnoterte selskaper. Det er flere børsnoterte selskaper i hvert av de 6 landene enn for eksempel i Portugal og, med unntak for Mexico, også flere enn i Norge. Alt annet like burde derfor muligheten til å diversifisere over ulike selskaper være like stor i de 6 framvoksende markedene som i mange av de utviklede markedene. Standard & Poor's / IFC's 'Investable' er en indeks som er konstruert på en slik måte at den skal kunne replikeres av utenlandske investorer.⁴ For samtlige av landene inngår mer enn 50 selskaper i de ulike landindeksene. Et av kriteriene som S&P / IFC bruker for å inkludere selskaper i denne indeksen, er at likviditeten i aksjen er tilfredsstillende. Det store an-

Tabell 1: Markedskapitalisering ved utgangen av 1999 og omsetning i 1999

	Markeds- kapitalisering millioner USD	Andel av fram- voksende markeder i regionen, prosent	Omsetning millioner USD	Andel av fram- voksende markeder i regionen, prosent
Latin-Amerika				
Brasil	227 962	40,2	87 276	61,6
Mexico	154 044	27,1	36 042	25,4
Andre (5 land)	184 568	32,6	18 418	13,0
Sum	566 574	100,0	141 736	100,0
Asia				
Sør Korea	308 534	20,2	733 591	32,0
Taiwan	375 991	24,7	910 016	39,6
Thailand	58 365	3,8	41 604	1,8
Andre (7 land)	781 494	51,3	608 700	26,5
Sum	1 524 384	100,0	2 293 911	100,0
Europa				
Tyrkia	112 716	46,3	81 277	68,2
Andre (5 land)	130 618	53,7	37 895	31,9
Sum	243 334	100,0	119 172	100,0
Utviklede markeder				Andel av utviklede markeder
USA	16 635 114	46,2	18 574 100	59,9
Hong Kong	609 090	1,7	244 886	0,8
Norge	63 696	0,2	54 135	0,2
Storbritannia	2 933 280	8,1	1 377 859	4,4
New Zealand	28 352	0,1	11 980	0,0
Sverige	373 278	1,0	238 237	0,8
Tyskland	1 432 190	4,0	1 357 841	4,4
Portugal	66 488	0,2	40 796	0,1

tallet selskaper som inngår i landindeksene, betyr at det finnes et bredt sett av selskaper i de 6 landene med tilfredsstillende likviditet. Det er videre en tendens til at selskapene i de enkelte markedene vokser i størrelse, noe som investeringsmessig kan være en fordel.

Den gjennomsnittlige omsetningen per selskap har økt betydelig i Brasil, Mexico, Tyrkia og Sør Korea. I Taiwan har det imidlertid vært en sterk nedgang i gjenn-

omsnittsomsetningen, men fra et meget høyt nivå. Ved utgangen av perioden var omsetningen per selskap i Taiwan fortsatt svært mye høyere enn i de andre framvoksende markedene. Gjennomsnittsomsetningen per selskap har vært forholdsvis lav i Thailand de siste årene. I de andre markedene har gjennomsnittet vært om lag like høy eller høyere enn i for eksempel Norge.

De 10 selskapene som hadde størst omsetning i Mexico, sto for mer enn 60 pro-

sent av samlet omsetning på børsen. I ingen av de andre markedene utgjorde omsetningen i de 10 mest omsatte aksjene en så stor andel som i Mexico. I Brasil utgjorde omsetningen i de 10 mest omsatte aksjene om lag 24 prosent av samlet børsomsetning. Ingen markeder hadde lavere konsentrasjon. Tallene indikerer at det også er betydelig omsetning aksjene til selskaper som ikke inngår på listen over de 10 mest omsatte aksjene.



⁴ IFC står for International Finance Corporation, som tidligere var et datterselskap av Verdensbanken.

Avkastning og markedsrisiko

Et viktig forhold som skiller framvoksende og utviklede markeder er avkastning og markedsrisiko knyttet til investeringer i disse landene. Figur 1 viser utviklingen i de framvoksende markedene og i utvalgte utviklede markeder på 90-tallet.⁵ For de fleste av markedene starter tidsseriene i desember 1988, og samtlige slutter i juni 2000. For Tyrkia, Taiwan og Sør Korea er tidsseriene noe kortere. Samtlige avkastningsserier er regnet om til amerikanske dollar for å gjøre det enklere å sammenlikne de ulike landene.

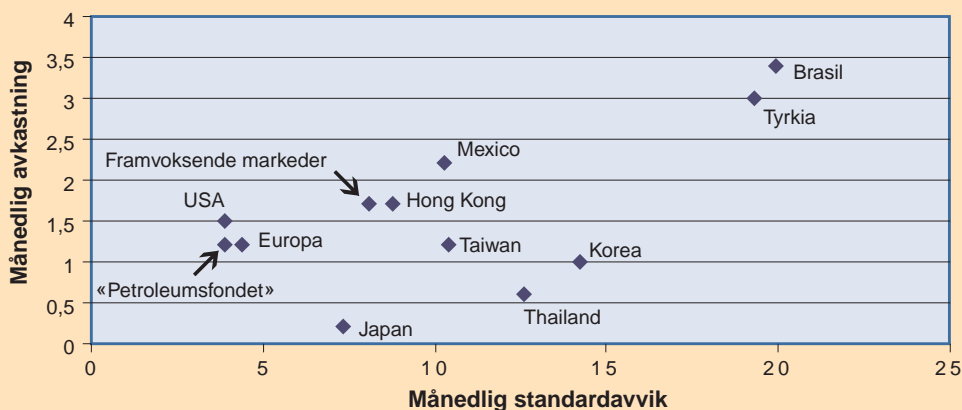
Figuren viser det aritmetiske gjennomsnittet til den månedlige avkastningen og standardavviket til avkastningen.

Det amerikanske aksjemarkedet har hatt en meget gunstig utvikling i denne perioden og representerer derfor et nyttig sammenligningsgrunnlag. Aksjemarkedet i Mexico har steget mer enn det amerikanske. Også i Brasil har aksjekursene økt betydelig, og mer enn i USA. Utviklingen har vært dårligst i de asiatiske landene, og særlig i Sør Korea og Thailand. Det er for øvrig verdt å merke seg at utviklingen i det japanske markedet har vært negativ i denne perioden.

Risikoen i de framvoksende markedene er betydelig større enn i de utviklede markedene. Variasjonen i avkastningen fra måned til måned er gjennomgående stor, og størst i Brasil og Tyrkia, mens markedene i Taiwan og Mexico synes å være minst risikable.

Over lange perioder har avkastningen i de framvoksende markedene vært positiv. Disse periodene har så blitt fulgt av lange perioder med negativ av-

Figur 1 Aritmetisk gjennomsnitt og standardavvik av månedlig avkastning (desember 1988 - juni 2000)



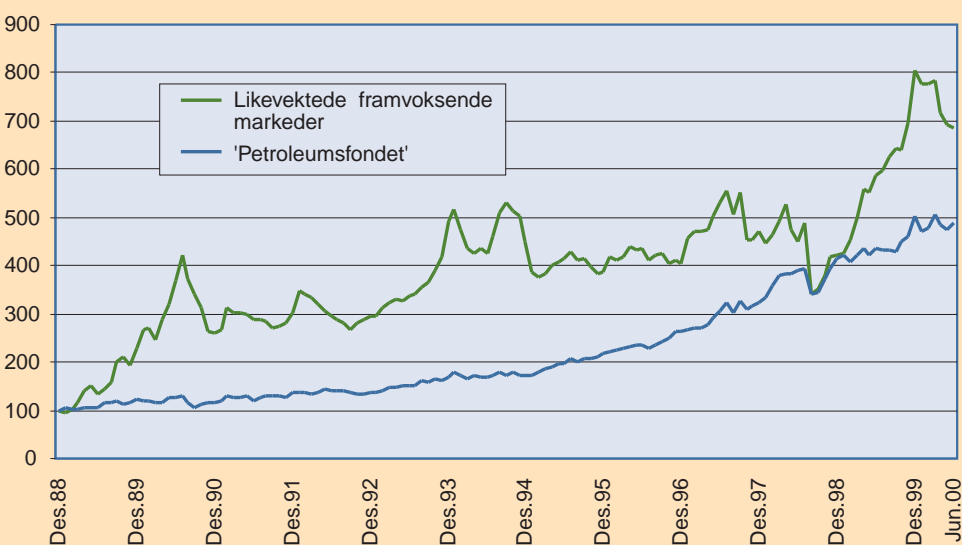
kastning. Dataene indikerer at høyrisikoperiodene i framvoksende markeder er vesentlig mer risikable enn høyrisikoperiodene i utviklede markeder. Generelt synes det som om perioder med høy risiko oftest følges av perioder med høy risiko, mens perioder med lav risiko følges av perioder med lav risiko.

Standardavvikene til de månedlige avkastningsratene viser at det er stor usikkerhet knyttet til å bruke historiske gjennomsnitt som anslag for forventet avkastning. Dette gjelder for alle de framvoksende markedene, og i mindre, men fortsatt betydelig grad for de utviklede markedene.

Tidsseriene med avkast-

ningsdata for de framvoksende aksjemarkedene er forholdsvis korte. De indeksene som utlendinger kan replikere starter først i 1988. I et lengre historisk perspektiv kan det være at utviklingen de siste 12 årene ikke er representativ. I faglitteraturen er det vist at flere av de framvoksende aksjemarkedene tidligere i forrige århund-

Figur 2 Indeksutvikling



⁵ For de framvoksende markedene er indeksene hentet fra S&P/IFC, mens Morgan Stanley Capital International sine indekser er brukt for de utviklede markedene.

re i lange perioder var stengt, og at dersom disse periodene ble inkludert i beregningene, ville avkastningen være mindre og risikoen større enn når beregningene baseres på de siste 12 årene.

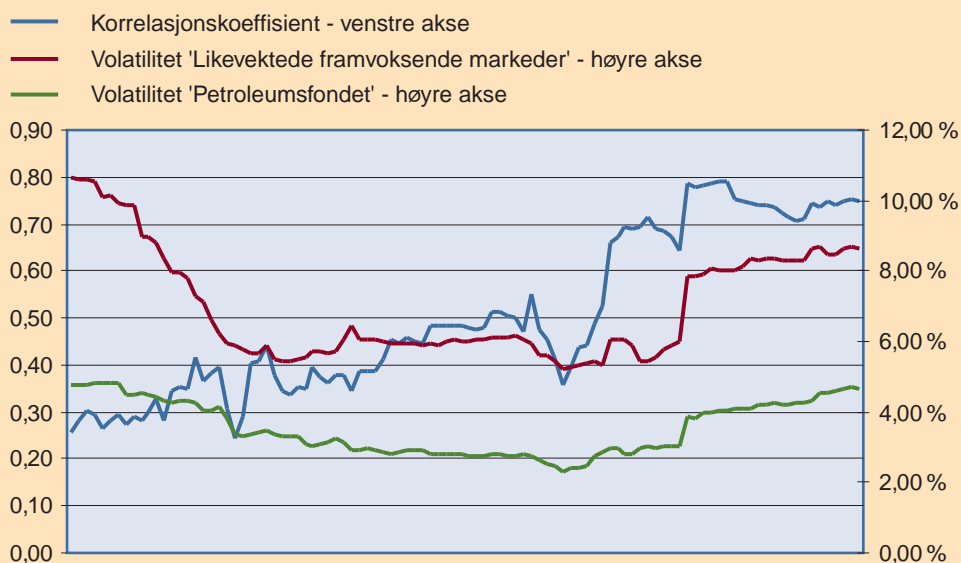
Ved å investere i flere land vil risikoen reduseres. Det følger av at avkastningsratene ikke er perfekt korrelerte. Det er et gjennomgående trekk at korrelasjonskoeffisientene mellom de ulike markedene er forholdsvis lave.

I figur 2 vises resultatene fra beregninger av indeksutvikling og avkastning for en portefølje av framvoksende markeder der hvert marked teller like mye (likevektet).⁶ Indeksene for 'Petroleumsfondet' viser tilnærmet hvordan aksjereferansen til Petroleumsfondet ville utviklet seg.

Den likevektede indeksen for framvoksende markeder steg betydelig på 90-tallet, jf figur 1 og figur 2. Dersom 100 USD hadde vært plassert i den likevektede porteføljen, ville den hatt en verdi på 685 USD ved utgangen av perioden. Indeksen for 'Petroleumsfondet' økte til nesten 500 USD.

Den gjennomsnittlige månedlige avkastningen på den framvoksende aksjeporteføljen var på om lag 1,7 prosent per måned, mens avkastningen på en portefølje med samme sammensetning som aksjereferansen til Petroleumsfondet ville vært på om lag 1,2 prosent. Risikoen ved å investere i framvoksende markeder ville imidlertid også vært større. Standardavviket til avkastningen på porteføljen av framvoksende markeder var i overkant av 8 prosent, mens den for 'Petroleumsfondet' var 3,9 prosent.

Figur 3 Tidsvarierende volatilitet og korrelasjon 1989-2000 for 'Petroleumsfondet' og en portefølje av framvoksende aksjemarkeder



Den høye avkastningen i framvoksende markeder de siste 12 årene kan skyldes både strukturelle endringer som har økt etterspørselen etter aksjer, og høy økonomisk vekst. Flere framvoksende økonomier har åpnet opp verdipapirmarkedene slik at det er blitt lettere å kjøpe og selge aksjer og samtidig er regnskapsregler og regelverket for nyemisjoner forbedret. Det er også gjennomført reformer i mange av landene som kan ha bidratt til å øke veksttakten i økonomiene. I tillegg kommer at flere utenlandske investorer har plassert midler i de framvoksende aksjemarkedene de siste årene.

For porteføljen av framvoksende markeder er risikoen, som målt ved standardavviket, betydelig mindre enn for de enkelte framvoksende markeder isolert sett, men betydelig større enn for en portefølje av utviklede markeder.

For Petroleumsfondet viser

beregningene basert på data fra perioden 1989 til juni 2000 at avkastningen til Petroleumsfondets aksjeportefølje ville ha økt, mens risikoen ville ha blitt noe lavere dersom en hadde investert en liten andel i framvoksende aksjemarkeder. Det skyldes at samvariasjonen mellom avkastningen i framvoksende og utviklede markeder har vært relativt lav. Korrelasjonskoeffisienten på 90-tallet var om lag 0,4. Disse gevinstene ville imidlertid ikke vært særlig store. En viktig grunn til det er at Petroleumsfondet allerede er bredt diversifisert over ulike land og regioner.

Slike analyser er for øvrig meget følsomme for endringer i avkastningsrater og risikoparametre, og det er stor usikkerhet knyttet til anslagene på avkastningsrater, standardavvik og korrelasjonskoeffisienter.

Samvariasjonen eller korrelasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder har avgjørende be-

tydning for risikoen i en portefølje av investeringer i utviklede og framvoksende markeder. Samvariasjonen varierer mye over tid, og det kan synes som om den har vært økt noe den siste tiden. Det kan være en indikasjon på at gevinstene ved diversifisering kan bli mindre i framtiden. Økt samvariasjonen kan skyldes at økonomiene er blitt tettere sammenvevd og at trender lettere smitter mellom de ulike landenes verdipapirmarkeder. Figur 3 viser utviklingen i korrelasjonskoeffisienten mellom avkastningen på 'Petroleumsfondets' aksjeportefølje og den likevektede porteføljen av framvoksende markeder. I perioder med høy volatilitet kan det se ut som om korrelasjonen også er høy. Den økonomiske betydningen av dette er at diversifiseringsgevinstene er minst når det er mest bruk for dem.

⁶ Det er mer komplisert å beregne en markedsvektet indeks fordi en må ha tilgang til historiske markedsverdier for en lang tidsperiode. Forenklede beregninger av en markedsvektet indeks viser at utviklingen er om lag lik for de to typene indekser. Vi viser her derfor bare resultatene for den likevektede indeksen.