

Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet

Statens petroleumsfond plasserer fra og med 2002 en større andel av porteføljen i obligasjoner utstedt av andre enn stater. Fra kun å inneholde statsobligasjoner, vil referanseindeksen etter hvert bli utvidet med ikke-statsgaranterte obligasjoner. De nye obligasjonene som kommer inn i referanseindeksen, vil ha en viss kredittrisiko. Utstederne av disse obligasjonene har likevel høy kredittverdighet. Denne artikkelen tar opp bakgrunnen for omleggingen. Videre presenteres kjennetegn ved markedet for ikke-statsgaranterte obligasjoner, og hovedtrekk i Norges Banks planer for forvaltningen av obligasjoner med kredittrisiko.

Sammenhengen mellom referanseindeks og faktiske investeringer

Referanseindeksen fastsettes av eier (Finansdepartementet) og skal tjene to formål:

- Den gir uttrykk for den langsiktige avveining eieren (av Petroleumsfondet) gjør mellom hensynet til høy avkastning og hensynet til lav risiko i porteføljen.
- Den tjener som et sammenligningsgrunnlag for den faktiske porteføljen, slik at eieren og omverdenen kan bedømme kvaliteten på forvaltningen. Når forval-

teren velger å ha en annen sammensetning av porteføljen enn selve referanseindeksen, må en samtidig kreve at det over tid oppnås en høyere avkastning enn avkastningen på referanseindeksen. Dersom forvalteren ikke har noe aktivt syn på markedsutviklingen som søkes utnyttet, bør en forvente at den faktiske porteføljen er sammensatt slik at avkastningsforskjellene mot referanseindeksen blir minimal.

Norges Bank har siden 1998 hatt anledning til å investere i ikke-statsgaranterte obligasjoner med en kredittrating på BBB eller bedre (høy kredittrating eller "investment grade") fra de store kredittvurderingsbyråene. Så lenge ikke-statsgaranterte obligasjoner ikke inngikk i referanseindeksen, ville imidlertid investeringer i slike papirer innebære at banken tok aktiv risiko i forhold til referanseindeksen. Fra og med mars 2002

forandres dette. Banken vil da tvert om ta aktiv risiko dersom den unnlater å investere i ikke-statsgaranterte obligasjoner. Omleggingen av referanseindeksen vil derfor gi et kraftig insitamant til Norges Bank om å gjennomføre en tilsvarende omlegging av de faktiske obligasjonsinvesteringene, med større investeringer i obligasjoner uten statlig garanti.

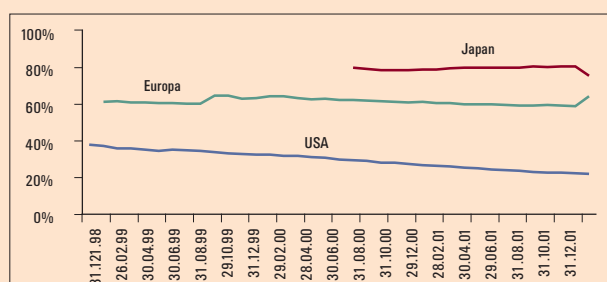
Bakgrunn for omleggingen

I brev til Finansdepartementet 15. mars 2001 viste Norges Bank til tre forhold som tilsa at referanseindeksen for obligasjonene i Petroleumsfondet også burde inneholde ikke-statsgaranterte obligasjoner:

- Referanseindeksen blir mer representativ for de investeringsmuligheter fondet har.
- Referanseindeksens forventede langsiktige avkastning vil bli noe høyere hvis den utvides.
- Utviklingen i det offentlige utestående gjeld (utenfor Japan) tydet på at statsobligasjoner vil utgjøre en stadig mindre andel av obligasjonsmarkedene i årene fremover.

Figur 1 viser andelen som innenlandske statsobligasjoner har utgjort av det samlede markedet for obligasjoner med høy kreditttrating¹ i henholdsvis USA, Europa og Japan i perioden 1999-2001^{2,3,4}.

Figuren viser at statsobligasjoner utstedt i egen valuta relativt sett utgjør en mindre andel av markedet i USA enn hva som er tilfellet i Europa og spesielt i Japan. USA har i lang tid hatt et stort og veldiversifisert



Figur 1: Statsobligasjoner utstedt i egen valuta som andel av alle obligasjoner med høy kreditttrating

¹ Klassen med høy kreditttrating er definert som obligasjoner med såkalt "investment grade" kreditttrating fra kredittvurderingsbyråene Moody's eller Standard & Poor's.

² Kilder: Lehman US Aggregate Index, Lehman Pan European Index, Lehman Japan Aggregate Index.

³ Japan fra og med juli 2000.

⁴ Endringene i relative markedsvekter som fremkommer i figuren for Europa og Japans del, skyldes tekniske justeringer i underliggende indekser, ikke endringer i markedsverdier eller nye utstedelser av obligasjoner.

T E M A A R T I K K E L 1

obligasjonsmarked, hvor både føderale myndigheter, utenlandske stater, internasjonale organisasjoner, finansielle foretak og industriforetak har vært aktive låntakere. Utenfor USA har obligasjonsmarkedet tradisjonelt ikke vært en så viktig finansieringskilde for andre enn nasjonalstatene.

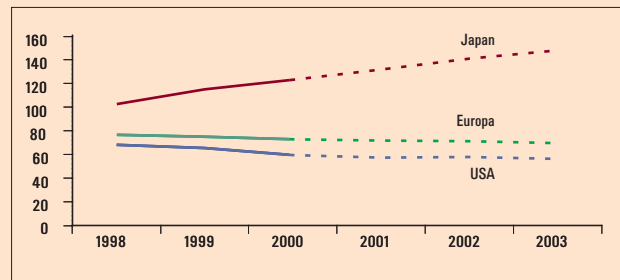
Figuren viser også at andelen har vært fallende i hele perioden i USA. Ved utgangen av 2001 er andelen statsobligasjoner utstedt i egen valuta nesten halvert sammenlignet med utgangen av 1998. I denne perioden har en sterk amerikansk økonomi ført til at føderale amerikanske myndigheter har kjøpt tilbake deler av sin obligasjonsgjeld.

For ett år siden var det ventet at amerikansk føderal obligasjonsgjeld ville reduseres kraftig de kommende årene. Tilbakeslaget i amerikansk økonomi og terrorangrepet mot USA 11. september har endret forutsettningene noe. I figur 2 vises utviklingen i offentlige myndigheters brutto finansielle forpliktelser i USA, EU og Japan i perioden 1998-2000 (som andel av nominell BNP), samt sist offentliggjorte anslag fra OECD for den videre utvikling i årene 2001 til 2003⁵. Figuren viser at offentlig gjeld som andel av BNP ventes å synke svakt i USA og EU, mens den fortsatt ventes å stige sterkt i Japan.

Obligasjoner utstedt av andre enn stater vil normalt ha en høyere effektiv rente til forfall enn hva statsobligasjoner har. Deler av renteforskjellen kan forklares ved at slike obligasjoner har en viss kredittrisiko. Det er større sannsynlighet for at private utstedere får betalingsproblemer enn at stater får det. En investor vil derfor ha kompensert for denne høyere sannsynligheten gjennom noe høyere rente. Innenfor universet av obligasjoner med høy kredittrating ("investment grade") vil imidlertid denne sannsynligheten for tap være svært begrenset. Kun en liten del av de faktiske renteforskjeller kan derfor forklares ved at investorene kompenseres for en objektivt vurdert konkurssannsynlighet. Det årlige gjennomsnittlige tapet som følge av betalingsproblemer på obligasjoner med laveste rating innenfor klassen av obligasjoner med høy kredittrating (rating BBB) i USA har i perioden 1970-99 vært 0,06 prosent⁶.

De fleste investorer har en kortere investeringshorisont enn obligasjonenes gjennomsnittlige løpetid. Avkastningsforskjellen i forhold til statsobligasjoner er derfor ikke bare avhengig av renteforskjellen i dag, men også av renteforskjellen ved utløpet av investorenes vurderingshorisont. Innenfor klassen av obligasjoner med høy kredittrating, er det større sannsynlighet for at obligasjonenes kredittrating i gjennomsnitt synker over tid, enn det motsatte. Man kan ikke oppnå en bedre rating enn AAA (beste rating) uansett, mens det er mange mulige lavere ratingnivåer. Når kredittkvaliteten (ratingen) relativt til staten synker, utvides renteforskjellen. En investor med kortere vurderingshorisont enn obligasjonenes gjennomsnittlige løpetid vil derfor også ønske å bli kompensert for forventet svekkelse av kredittratingen i obligasjonsporteføljen.

Renteforskjeller ut over det som skyldes sannsynligheten for nedgradering gir opphav til en forventet meravkastning på ikke-statsgaranterte obligasjoner sammenlignet med statsobligasjoner. Denne forventede meravkastningen kan delvis ses på som en likviditetspremie, og delvis som en premie for den nedgraderingsrisikoen som er omtalt ovenfor. Ikke-statsgaranterte obligasjoner er mindre likvide enn statsobligasjoner, og investorer vil gjerne kreve en høyere forventet avkastning for å eie mindre likvide investeringer. Petroleumsfondet er en langsiktig investor, som har begrenset behov for høy likviditet. Det vil det være

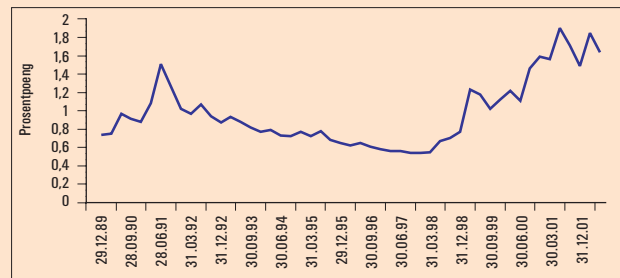


Figur 2:

Brutto offentlige forpliktelser som andel av nominell BNP i USA, EU og Japan 1998-2000, anslag 2001-2003

interessant å investere i mindre likvide investeringer, dersom likviditetspremien er høy.

Det må understrekes at dette er en forventet, ikke en garantert, meravkastning på lang sikt. Over lengre perioder kan ikke-statsgaranterte obligasjoner ha en lavere avkastning enn statsobligasjoner. Dette har for eksempel vært tilfellet i USA for perioden juni 1998 – desember 2001 som helhet. Mens gjennomsnittlig årlig meravkastning på ikke-statsgaranterte obligasjoner med høy kredittrating i forhold til statsobligasjoner har vært 1,4 prosentpoeng i siste 20-årsperiode, har statsobligasjoner gitt en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,28 prosentpoeng siden januar 1998.



Figur 3:

Renteforskjell mellom obligasjoner med kredittrisiko og statsobligasjoner, USA 1990 - 2001

Figur 3 viser utviklingen i den såkalte opsjonsjusterte renteforskjellen mellom selskapsobligasjoner og statsobligasjoner i USA i perioden 1990 – 2001⁷. Mindreavkastningen på obligasjoner med kredittrisiko sammenlignet med statsobligasjoner i perioden 1998-2001 er en konsekvens av den utvidede renteforskjellen i denne perioden⁸.

⁵ Kilde: OECD Economic Outlook, desember 2001.

⁶ Kilde: Moody's Investor Service: "Historical default rates of Corporate Bond Issuers, 1920 – 1999".

⁷ Enkelte av selskapsobligasjonene har en såkalt "call"-opsjon. Dette er en rett (men ikke plikt) for låntaker til å innløse hele eller deler av lånet på bestemte tidspunkter i tiden før forfall. Låntakers mulighet til å velge en tidligere tilbakebetaling har en verdi i seg selv for låntaker. Prisen kan beregnes ved hjelp av finansielle modeller. Hvis denne prisen trekkes fra markedsprisen på obligasjonen, får man en opsjonsjustert pris. Ut fra denne prisen kan man enkelt finne den opsjonsjusterte renten. Korrigeringen gjøres for å kunne fremstille renteforskjeller som utelukkende skyldes kredittrisiko.

⁸ Prisen på en obligasjon bevegges pr. definisjon i motsatt retning av renten. Hvis renten på en obligasjon med kredittrisiko stiger mer enn renten på en statsobligasjon med lignende endelig forfallstidspunkt, vil prisen falle mer. Dersom renten på begge obligasjonene faller, men mest på statsobligasjonen, vil prisøkningen være minst på obligasjonen med kredittrisiko. I begge tilfeller utvides renteforskjellen, og avkastningen er over en kortere periode høyest på statsobligasjonen, selv om den absolutte renten som er notert i markedet, er lavest på denne.

Markedet for ikke-statsgaranterte obligasjoner



Obligasjonene som inngår i Petroleumsfondets referanseindeks fra 2002, kan grupperes i følgende kategorier:

- statsobligasjoner utstedt i egen valuta (som inntil 2002 har utgjort hele referanseindeksen)
- obligasjoner utstedt av selskaper med eksplisitt eller implisitt statsgaranti, eller obligasjoner utstedt av lokale myndigheter, i hjemlandets valuta ("øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor"). Ordinære obligasjoner utstedt av de store føderale kredittinstitusjonene⁹ i USA for å finansiere egen virksomhet, er et eksempel på dette.
- private selskapsobligasjoner, som for eksempel obligasjoner utstedt av banker, teleoperatører eller industriforetak.
- andre obligasjoner med kredittrisiko, som ikke er utstedt av selskaper. Eksempler på slike utstedere er internasjonale organisasjoner, eller nasjonalstater som utsteder obligasjoner i fremmed valuta.
- pantsikrede obligasjoner, primært med pant i fast eiendom.

Obligasjoner utstedt av føderale kredittinstitusjoner i USA er en viktig del av kategorien "pantesikrede obligasjoner". De store kredittinstitusjonene kjøper opp individuelle boliglån og pakker disse sammen i enkeltobligasjoner som tilbys institusjonelle investorer. Den enkelte låntaker har rett til å betale tilbake boliglånet raskere enn hva fastsatt tilbakebetalingsplan medfører. Kredittinstitusjonene garanterer for låntakerne overfor obligasjonskjøperne. Disse institusjonene har meget høy kredittverdighet. Renteforskjellen mellom disse obligasjonene og statsobligasjoner skyldes derfor ikke primært kredittrisiko, men må i stor grad ses som en kompensasjon for at investorene har gitt låntakerne en rett til å velge betalingstidspunkt. En må forvente at låntakerne utnytter denne rettigheten til egen fordel, noe som investorene må ha kompensasjon for gjennom renteforskjellen.

Tabell 1-3 viser antall obligasjoner og ande-

len de enkelte kategorier utgjorde i hver enkelt region pr. 31.12.2001, når Lehman's brede obligasjonsindekser legges til grunn^{10, 11}.

Tabellene illustrerer følgende sentrale forhold ved den nye referanseindeksen:

- Antallet obligasjoner i referanseindeksen utvides kraftig. Gjennomsnittlig utestående beløp for den enkelte obligasjon er langt lavere enn hva som er tilfellet for statsobligasjoner utstedt i egen valuta. Likviditeten vil derfor være svakere. Særlig

markant er likviditetsforskjellen mellom statsobligasjoner og private selskapsobligasjoner.

- Utvidelsen av referanseindeksen får størst konsekvenser i USA, hvor statsobligasjoner utstedt i egen valuta bare utgjør en mindre del av totalmarkedet. I Europa og Asia/Oceania er fortsatt innenlandske statsobligasjoner den viktigste kategorien i markedet.

Tabell 1:
Antall obligasjoner og andelen de enkelte kategorier utgjorde pr. 31.12.2001. Nord-Amerika

Kategori	Antall obligasjoner	Andel av markedsverdi i region (prosent)
Innenlandske statsobligasjoner	164	23,9
Øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor	777	11,7
Private selskapsobligasjoner	3651	22,6
Øvrige obligasjoner med kredittrisiko	296	3,6
Pantesikrede obligasjoner	1900	38,3
Sum	6788	100
Memo: Markedsverdi (mrd USD)	7046	

Tabell 2:
Antall obligasjoner og andelen de enkelte kategorier utgjorde pr. 31.12.2001. Europa

Kategori	Antall obligasjoner	Andel av markedsverdi i region (prosent)
Innenlandske statsobligasjoner	386	64,2
Øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor	323	6,2
Private selskapsobligasjoner	1028	14,1
Øvrige obligasjoner med kredittrisiko	219	4,8
Pantesikrede obligasjoner	430	10,7
Sum	2386	100
Memo: Markedsverdi (mrd EUR)	4859	

Tabell 3:
Antall obligasjoner og andelen de enkelte kategorier utgjorde pr. 31.12.2001. Asia/Oceania

Kategori	Antall obligasjoner	Andel av markedsverdi i region (prosent)
Innenlandske statsobligasjoner	287	75,1
Øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor	441	11,0
Private selskapsobligasjoner	565	13,2
Øvrige obligasjoner med kredittrisiko	33	0,6
Pantesikrede obligasjoner	1	0,0
Sum	1327	100
Memo: Markedsverdi (mrd JPY)	339050	

⁹ De tre store institusjonene er kjent som Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae, hvorav kun den siste institusjonen har eksplisitt statsgaranti.

¹⁰ Lehman US Aggregate + Canada Government Index, Lehman Pan-European Aggregate Index, Lehman Asia/Pacific Aggregate Index.

¹¹ Det er ikke fullt samsvar mellom disse indeksene og den nye referanseindeksen som Finansdepartementet har fastsatt.

T E M A A R T I K K E L 1

Endringer i rammene for forvaltningen av Petroleumsfondets obligasjonsportefølje

Etter råd fra Norges Bank har Finansdepartementet endret forskriften for Petroleumsfondet og de tilhørende retningslinjene. Endringene er gjort for å tilpasse forvaltningen av fondet til den utvidede referanseindeksen:

- Det var tidligere en absolutt begrensning at maksimalt 10 prosent av porteføljens markedsverdi og durasjon¹² kunne plasseres i ikke-statsgaranterte obligasjoner. Denne begrensningen er tatt bort. Det følger av at andelen disse obligasjonene utgjør i en markedsvektet portefølje, er over 10 prosent. Den tidligere begrensning på maksimalt 5 prosent plassert i obligasjoner med laveste rating (BBB) innenfor klassen med høy kredittrating er også tatt bort.
- Det var tidligere en begrensning at utstedere av obligasjoner måtte være hjemmehørende i et av landene som var godkjent for obligasjonsinvesteringer, eller være en internasjonal organisasjon. Dette medførte at det ikke var tillatt å investere i for eksempel en obligasjon utstedt av Koreas utviklingsbank i japanske yen, fordi Korea ikke var et godkjent marked på obligasjonssiden. Dette kravet er nå



tatt bort. Noe slikt krav stilles heller ikke til obligasjoner som tas med i vanlig brukte obligasjonsindekser, og det er derfor nå blitt lettere å benytte eksisterende obligasjonsindekser i markedet som referanseindeks uten å måtte ta bort individuelle obligasjoner. Krav til minimum rating er opprettholdt (med det unntak som fremkommer av neste punkt), og listen over godkjente markeder er opprettholdt. Det er for eksempel ikke adgang til å investere i koreanske statsobligasjoner, selv om det er adgang til å kjøpe obligasjoner utstedt av koreanske selskaper i dollar, yen eller andre godkjente valutaer, dersom disse har en godkjent kredittrating.

- Kravet om at begge de to store ratingbyråene Moody's og Standard & Poor's måtte ha gitt en kredittrating på minimum Baa (Moody's)/BBB(S&P), er endret til at minst en av disse må ha vurdert den aktuelle utsteder til høy kredittverdighet. Det tidligere kravet var strengere enn hva leverandører av brede obligasjonsindekser benyttet. Med den endringen som nå er gjort, er behovet for å skreddersy referanseindeksen blitt redusert.
- Av hensyn til fleksibilitet i forvaltningen har Norges Bank lov til å holde inntil 0,5 prosent av obligasjonsporteføljen i obligasjoner med BB-rating (høyeste rating utenfor klassen med høy kredittrating). Dette sikrer at Norges Bank ikke tvinges til å selge en obligasjon hvis den skulle bli nedgradert. Erfaringsmessig er markedsutslagene store i tiden før og like etter en slik nedgradering.

Finansdepartementet har spesielt vurdert andelen for pantsikrede obligasjoner i USA. Den største delen av disse obligasjonene er utstedt av to føderale kredittinstitusjoner uten eksplisitt statsgaranti. For å unngå en for sterk konsentrasjon i porteføljen av papirer fra enkeltutstedere som antas å ha en viss kredittrisiko, har Finansdepartementet valgt å redusere andelen for pantsikrede obligasjoner i USA til 25 prosent av det en ren markedsvektet andel ville vært.

Etter råd fra Norges Bank har Finansdepartementet fastsatt at den nye referanseindeksen, etter at innfasingperioden er over, skal være slik det fremgår av tabell 4.

Tabell 4: Ny referanseindeks for obligasjonsdelen av Statens petroleumsfond

Region	Amerika	Europa	Asia
Referanseindeks	Lehman Global Aggregate USA + Canada	Lehman Global Aggregate Europa + Lehman Swiss Aggregate statsobligasjoner*	Lehman Global Asia/Pacific
Andel	30 %	50 %	20 %
Tilpasninger	Kategorien "pantesikrede lån" er vektet ned til 25 % av sin markedsvektede andel mot en forholdsmessig oppvektning av innenlandske statsobligasjoner og obligasjoner med kredittrisiko	Obligasjoner denominert i norske kroner inngår ikke i fondets referanseindeks	De markeder som er utenfor fondets investeringsunivers (Korea, Thailand, Taiwan, Malaysia) inngår ikke i referanseindeksen

* Lehman Swiss Aggregate inngår foreløpig ikke i den europeiske eller globale indeksen som Lehman publiserer. For å unngå at valg av indeksevenandør i seg selv skulle påvirke markedet, er den enkeltstående indeksen for sveitsiske statsobligasjoner lagt til. Slike obligasjoner inngår i Salomon World Government Bond Index, som har vært grunnlag for referanseindeksen fram til 2002.

¹² Prisen på en obligasjon er egentlig nåverdien av alle framtidige lovede kontantstrømmer (kuponginnbetalinger og forfallsbeløp). Hver av kontantstrømmene er diskontert til en verdi i dag. Diskontingsraten er det samme som obligasjonens rente. Hvis tiden fra nå og fram til den enkelte kontantstrøm vektet sammen med den enkelte kontantstrøms andel av obligasjonens nåverdi (pris) som vekt, får man obligasjonens durasjon. Jo høyere durasjon en obligasjon har, jo større utslag vil en gitt renteendring få for markedsprisen på obligasjonen.



Planer for Norges Banks forvaltning

Retningslinjene fastsatt av Finansdepartementet legger vekt på kostnadseffektivitet i innfasingen av den nye referanseporteføljen. I de markedene hvor liten likviditet er et reelt problem (dette gjelder særlig markedet for selskapsobligasjoner) må tempoet i innfasingen veies opp mot transaksjonskostnadene. Dersom fondet ønsker å kjøpe selskapsobligasjoner raskt, kan den gjennomsnittlige kjøpsprisen for de nye produktene bli høyere enn om kjøpene strekkes ut over tid.

Norges Bank og Finansdepartementet legger opp til et forvaltningsregime der tempoet i innfasingen løpende blir vurdert i forhold til kostnadene. Bakgrunnen for dette er også at likviditeten i markedet for mange av de nye produktene til dels er sterkt varierende gjennom året, og varierende fra ett år til et annet. Dette betyr i praksis at man forut for innfasin-

gen ikke uten videre kan eller bør operere med ufravikelige planer om hvilke beløp som skal fases inn i løpet av en måned, et kvartal, eller et år, men heller bør legge opp til et mer fleksibelt system eller program. I denne sammenhengen bidrar forvalterne i Norges Bank med vurderinger av markedsforholdene, deriblant en vurdering av innfasingstempoet og kostnadene forbundet med innfasingen.

Målsettingen for forvaltningen er i første omgang å kjøpe en portefølje som best mulig gjenspeiler den nye referanseindeksen. Denne indeksen er på mange måter vesentlig forskjellig fra den statspapirindeksen som Petroleumsfondet har benyttet så langt. Spesielt er det slik at bare et begrenset utvalg av papirene i referanseindeksen faktisk er tilgjengelige for kjøp i markedet. Dessuten er risikoen forbundet med selskaps-

obligasjoner annerledes enn for statsobligasjoner.

Manglende anledning til kjøp av en del obligasjoner som inngår i referanseindeksen betyr at Petroleumsfondet vil kunne ha en tilsvarende større eksponering og risiko mot de selskapene hvis gjeldspapirer blir kjøpt. For å begrense risikoen mot enkeltselskaper, vil det bli lagt vekt på utstrakt bruk av diversifisering mellom låntakere.

Det legges opp til at Norges Bank selv forvalter en stor del av de ikke-statsgaranterte obligasjonene. Men en ikke ubetydelig del av porteføljene vil også bli håndtert av eksterne forvaltere. Disse vil kunne komme til å håndtere enkelte deler av innfasingen av ny indeks for Petroleumsfondet, for eksempel innfasingen av selskapsobligasjoner og pantesikrede papirer. Dette gir muligheter til å ta i bruk spesialkompetanse hos ek-

sterne forvaltere. Det gir også et grunnlag for å kunne sammenligne resultatene for den interne forvaltningen mot hva andre kan oppnå.

Et siste viktig poeng ved den nye indeksen gjelder forholdet til våre motparter. Fordi den nye indeksen inneholder mindre likvide og mindre standardiserte papirer, og fordi transaksjonskostnader ved kjøp og salg av disse papirene jevnt over er høyere enn for statspapirer, blir forholdet vårt til de enkelte motpartene viktigere enn før. Det er blant annet viktig for oss å kunne dirigere handler til de motparter som kan bidra til å minimere handlekostnadene våre. For å kunne gjøre dette, vil alle handler i nye papirer bli nøye overvåket. Et kostnadsregnskap er samtidig et utgangspunkt for å tallfeste kostnader forbundet med forvaltningen av den nye referanseindeksen.