



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 22.08.2019

Aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder

Finansdepartementet ber i brev 6. november 2018 om Norges Banks vurderinger av den geografiske fordelingen og sammensetningen av referanseindeksen for aksjer i Statens pensjonsfond utland (SPU). Vi har valgt å dele bankens svar i to brev. I dette brevet redegjør vi for bankens erfaringer med investeringer i fremvoksende aksjemarkeder og markeder som ikke inngår i referanseindeksen, samt bankens rammeverk for styring og kontroll av risikoen i disse markedene. I tillegg vurderer vi sammensetningen av delindeksen for fremvoksende aksjemarkeder i referanseindeksen. I det andre brevet vurderer vi om dagens justeringsfaktorer i referanseindeksen for aksjer bør endres.

SPU er et statlig investeringsfond og har en lang investeringshorisont. Målet for forvaltningen av SPU er høyest mulig avkastning etter kostnader målt i internasjonal kjøpekraft, innenfor et akseptabelt risikonivå. Innenfor denne overordnede finansielle målsettingen skal fondet være en ansvarlig investor.

Etikkrådet har i dag ansvaret for å vurdere om fondets investeringer i enkeltelskaper er i strid med de etiske retningslinjene til SPU. Finansdepartementet satte i april 2019 ned et utvalg som skal gjennomgå disse retningslinjene¹. Utvalget er blant annet bedt om å vurdere etiske hensyn knyttet til investeringer i enkeltland og om dagens retningslinjer er egnet i land med svak informasjonstilgang. Vi går ikke nærmere inn på disse problemstillingene i dette brevet.

¹ Utvalget skal avgi sin innstilling innen 15. juni 2020.

Erfaringer og resultater

Fondet har vært investert i fremvoksende aksjemarkeder siden 2000, da Brasil, Hellas, Mexico, Sør-Korea, Taiwan, Thailand og Tyrkia ble tatt inn i referanseindeksen. I 2004 ble det åpnet for at fondet også kunne investeres i Chile, Filippinene, Indonesia, Israel, Kina, Malaysia, Polen, Sør-Afrika, Tsjekia og Ungarn. Etter en bred gjennomgang av forvaltningen i 2007, ble det besluttet å inkludere alle aksjemarkeder indeksleverandøren FTSE klassifiserer som fremvoksende i referanseindeksen². Det ble samtidig åpnet for at fondet også kan investeres i aksjemarkeder som ikke er med i referanseindeksen³.

Ved utgangen av 2018 var om lag 7 prosent av fondet investert i aksjer fra fremvoksende markeder⁴. Dette inkluderer også fondets investeringer i markeder som ikke er en del av referanseindeksen – såkalte frontmarkeder (Frontier Markets). Vi vil videre i dette brevet, med mindre vi eksplisitt opplyser om det, inkludere frontmarkeder i begrepet fremvoksende aksjemarkeder.

Fondets investeringsstrategi i fremvoksende aksjemarkeder er utviklet over tid. Vi har erfart at nærhet til markedene er viktig for å kunne vurdere risikoen ved investeringer i fremvoksende markeder. Banken har derfor valgt å bruke eksterne forvaltere i de fleste av disse markedene. Ved utgangen av 2018 var om lag 250 milliarder kroner investert gjennom 61 eksterne forvaltere i 42 fremvoksende aksjemarkeder. I de minste markedene forvaltes alle fondets aksjeinvesteringer av eksterne forvaltere. I de største aksjemarkedene, Kina, Taiwan, India og Brasil, forvaltes en betydelig andel av fondets aksjeinvesteringer internt. Ansatte på Norges Bank Investment Managements (NBIM) kontor i Shanghai er ansvarlige for en stor del av denne interne forvaltningen.

Fremvoksende aksjemarkeder har historisk hatt høyere markedsrisiko enn utviklede aksjemarkeder. Høyere markedsrisiko kan gi grunnlag for å forvente høyere avkastning. De siste 25 årene har imidlertid ikke høyere markedsrisiko i fremvoksende markeder gitt seg utslag i høyere realisert totalavkastning sammenlignet med utviklede aksjemarkeder⁵. Siden 2013 har avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder vært 4,1 prosent annualisert⁶. Tilsvarende tall for fremvoksende aksjemarkeder som inngår i referanseindeksen var 3,1 prosent, mens avkastningen på aksjer i utviklede markeder i referanseindeksen var 9,2 prosent. Vi viser til tabell 1 og 2 i vedlegg 2 for ytterligere detaljer.

Fondets lange investeringshorisont kan tilsi at fondet kan være godt egnet til å investere i mindre likvide fremvoksende aksjemarkeder, og dermed oppnå en bedre diversifisert

² Endringen ble gjennomført med virkning i 2008. Det vises til vedlegg 1 for en redegjørelse av FTSEs kriterier for godkjenning av nye aksjemarkeder.

³ Denne endringen trådte i kraft med virkning fra juni 2007 ved at departementet avviklet landlisten som tidligere var fastsatt.

⁴ Se figur 1 i vedlegg 2.

⁵ Se bankens brev 21. august 2019.

⁶ Målt i fondets valutakurv, før kostnader. Kostnadene ved eksterneforvaltning var i denne perioden 0,4 prosentpoeng. Kostnadene for den interne aksjeforvaltningen i fremvoksende markeder var betydelig lavere.

portefølje⁷. Dette er i tråd med hva departementet skriver i Meld. St. 17 (2011-2012) om at særtrekk ved fondet, som lang tidshorisont og begrenset behov for å selge raskt, kan tenkes å gi fondet fortrinn i fremvoksende markeder. I tillegg til dette strukturelle fortrinnet, kan fondet ha et opparbeidet fortrinn gjennom kompetansen vi har opparbeidet oss på valg av eksterne forvaltere⁸. I enkelte store fremvoksende aksjemarkeder har det vært utfordrende å finne eksterne forvaltere som både har tilstrekkelig kapasitet og som tilfredsstillende kravene vi har. Fondets størrelse kan derfor representere en strukturell ulempe i disse markedene.

Risikoen ved investeringer i fremvoksende aksjemarkeder

Departementet har bedt om en redegjørelse av rammeverket for styring og kontroll av den særskilte risikoen i fremvoksende aksjemarkeder og markeder som ikke inngår i referanseindeksen. Departementet viser blant annet til bankens vurderinger i brev 2. februar 2012. I vurderingen av ulike forhold som kan tenkes å gi opphav til eventuell høyere risiko og derav høyere forventet avkastning i fremvoksende markeder skrev banken den gang:

«Forhold som stabilitet i styringsstruktur, regulering av finansmarkeder, rettssystemets og lovverkets kvalitet, omfanget av korrupsjon og i ytterste instans fare for ekspropriasjon, har risikoelementer som må vurderes. I noen tilfeller vil utenlandske investorer og minoritetsaksjonærenes interesser være svakt beskyttet. Utenlandske investorer er i enkelte markeder underlagt særskilte regler og begrensninger, og enkelte land tillater ikke fullt ut frie kapitalbevegelser i egen valuta. Det er ikke åpenbart at risiko av denne typen er noe fondet har en naturlig fordel i å høste sammenlignet med andre fond».

Flere av disse forholdene omtales ofte under samlebetegnelsen politisk risiko. Denne typen risiko vil normalt være landspesifikk. Den kan ramme bredt eller smalt i betydningen av antallet selskaper og investorer som påvirkes. De finansielle konsekvensene av politisk risiko kan reduseres ved å være investert i et stort antall markeder og selskaper. Vi viser i vedlegg 3 at risikoreduksjonen ved å spre aksjeinvesteringene over mange land er større i fremvoksende markeder enn i utviklede markeder⁹. Eksponering mot politisk risiko kan også ha ikke-finansielle elementer. Slike ikke-finansielle elementer må håndteres på en annen måte enn gjennom diversifisering.

Rammeverket for styring og kontroll av risiko

Risikostyringen i fondet gjennomføres i tråd med kravene i mandatet for forvaltningen. I henhold til mandatet for forvaltningen skal banken fastsette prinsipper for styring, måling

⁷ Det vises til bankens brev 21. august om Referanseindeksen for aksjer – geografisk fordeling for en diskusjon om generelle porteføljegenskaper ved aksjeinvesteringer i fremvoksende aksjemarkeder.

⁸ Se Ang A., Brandt M. W. og Denison D.F., Review of the Active Management of the Government Pension Fund Global, report to the Ministry of Finance for en nærmere diskusjon av strukturelle og opparbeidede fortrinn.

⁹ Se også Melas (2019) The Future of Emerging Markets, rapport fra MSCI for en diskusjon om betydningen av landspesifikke forhold i fremvoksende aksjemarkeder.

og kontroll av risiko som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder¹⁰.

Bankens hovedstyre har fastsatt prinsipper for hvordan risikostyringen i fondet skal gjennomføres. Hovedstyret stiller krav om at investeringsaktiviteten i NBIM skal gjennomføres på en måte som sikrer uavhengighet mellom første- og andrelinjefunksjoner. Førstelinjefunksjonen fatter operative investeringsbeslutninger mens andrelinjefunksjonen utøver risikostyring og kontroll.

Risiko i forvaltningen skal klassifiseres som strategisk, investeringsrelatert eller operasjonell¹¹. Strategisk risiko er risikoen for at vi ikke når våre mål slik de er nedfelt i strategiplanen. Investeringsrisiko er risiko for hendelser som påvirker avkastningen på fondets investeringer og inkluderer markedsrisiko, kredittisiko og motpartsrisiko. Andre typer risiko som politisk risiko vil kunne påvirke verdien på investeringene og i så fall omfattes av begrepet investeringsrisiko. Operasjonell risiko er risikoen for en uønsket hendelse som kan inntreffe som følge av menneskelig svikt, feil i prosesser eller systemer, hendelser som skyldes en tredjepart eller andre eksterne forhold.

Hovedstyret har i prinsippdokumentet stilt krav om at faren for tap av omdømme skal vurderes for alle tre klassene av risiko. Leder av NBIM kan akseptere, men må informere hovedstyret om operasjonell risiko eller fare for tap av omdømme som vurderes som *vesentlig* i henhold til fastsatt skala i rammeverket. Operasjonell risiko og fare for tap av omdømme som vurderes som *kritisk* etter samme skala kan bare aksepteres av hovedstyret.

Disse overordnede prinsippene ligger til grunn for bankens godkjenning av aksjemarkeder. Risikoen ved enkeltinvesteringer i fremvoksende aksjemarkeder håndteres blant annet gjennom bruk av lokalt baserte eksterne forvaltere og gjennom risikobaserte nedslag.

Godkjenning av aksjemarkeder

Fondet kan i prinsippet investeres i alle aksjer som er notert på anerkjente og regulerte markeds plasser, jf. § 3-1 i mandatet¹². Banken er pålagt å godkjenne alle markedene fondets aksjeportefølje investeres i før fondet investeres i disse. Dette kravet gjelder uavhengig av om aksjemarkedet er en del av referanseindeksen eller ikke. Bankens prosess for godkjenning er derfor den samme for alle aksjemarkeder. Formålet med godkjenningen er å sikre at relevant risiko er identifisert, vurdert og akseptert, at alle operasjonelle forhold kan håndteres og at beslutningen om å godkjenne et nytt marked er i tråd med fondets overordnede investeringsstrategi. Utgangspunktet for bankens

¹⁰ Jf. § 4-1 i mandatet for forvaltningen av SPU.

¹¹ De overordnede prinsippene for risikostyring i Norges Bank Investment Management er offentliggjort på www.nbim.no. Rammer for investeringsrisiko er fastsatt i mandat fra hovedstyret til leder av NBIM.

¹² Med unntak av verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner og verdipapirer banken har utelukket fra investeringsporteføljen med basis i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU.

godkjenning av aksjemarkeder er at fondet investeres i aksjeselskaper som handles på en markeds plass. Det er derfor markeds plassen og ikke det aktuelle landet som er gjenstand for godkjenning. Den operative gjennomføringen av mandatskravet om å godkjenne aksjemarkedene fondet investeres i er i dag delegert til NBIM. Leder av NBIM har fastsatt retningslinjer for hvilke forhold som skal vektlegges i godkjenningsprosessen. Disse overordnede retningslinjene er publisert på bankens hjemmesider¹³.

Første ledd i en godkjenningsprosess er å vurdere det aktuelle aksjemarkedet opp mot fondets investeringsstrategi. Deretter gjøres en bred gjennomgang av ulike typer risiko i markedet som skal godkjennes i tråd med rammeverket skissert over. Vi vurderer blant annet kvaliteten på lovverket, rettssystemet, omfanget av korrupsjon og andre samfunnsmessige forhold i det aktuelle landet. Disse vurderingene gjøres med bakgrunn i informasjon fra anerkjente, internasjonale organisasjoner og eksterne dataleverandører¹⁴. Informasjonen fra eksterne datakilder suppleres med vurderinger vi henter inn fra juridiske rådgivere i det aktuelle landet. Tilgangen på informasjon fra nøytrale og pålitelige kilder kan være begrenset i enkelte markeder. I slike tilfeller vil godkjenningsprosessen normalt ta lengre tid, og kunne kreve møter med representanter fra myndighetene og ulike organisasjoner i landet.

Risikoavdelingen i NBIM har ansvaret for å gjennomføre risikovurderingen av aksjemarkeder. Avdelingen henter inn nødvendig informasjon fra andre avdelinger i NBIM. Prosessen vil normalt involvere juridisk avdeling, driftsavdelingen og avdelingen for etterlevelse og kontroll. Risikovurderingene gjennomføres med avstand fra og uavhengig av personer og enheter som foretar operative investeringsbeslutninger.

Aksjemarkeder godkjennes i dag av leder av NBIM i investeringsuniverskomiteen basert på anbefalinger fra risikodirektøren. Investeringsuniverskomiteen består av medlemmer fra NBIMs ledergruppe og ledes av direktøren for etterlevelse og kontroll¹⁵.

Risiko ved investeringer i enkeltselskaper

Bruk av eksterne forvaltere

Aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder vil kunne ha en noe annen risikoprofil enn investeringer i utviklede markeder. Aksjene vil ofte ha lavere omsettelighet. Tilgangen på informasjon, reguleringer og markedspraksis varierer i større grad på tvers av markeder. Nærhet til markedene er derfor viktig for å kunne vurdere risikoen ved investeringer i enkeltselskaper i fremvoksende aksjemarkeder. Vi bruker derfor eksterne forvaltere i de fleste av disse markedene. Vi velger forvaltningsorganisasjoner med lokal

¹³ Se <http://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/policies/investment-universe/>

¹⁴ Noen eksempler på eksterne kilder er World Bank's Worldwide Governance Indicators og Transparency International Corruption Perceptions Index.

¹⁵ Komiteer er en viktig del av styringsstrukturen i NBIM. De fungerer som rådgivende fora for leder av NBIM for beslutninger på en rekke områder. For mer informasjon se www.nbim.no.

tilstedeværelse og spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsområder. Prosessen for utvelgelse av forvaltere inkluderer blant annet en ekstern gjennomgang for å vurdere forvalterens og forvaltningsorganisasjonens integritet¹⁶. Midlene til ekstern forvaltning står på segregerte konti i vår depotbank. Dersom vi bestemmer oss for å avslutte et mandat, tar vi umiddelbart over konto- og forvaltningsansvaret. Dette bidrar til å redusere den operasjonelle risikoen ved bruk av eksterne forvaltere.

Banken kan be de eksterne forvalterne om den informasjonen det er behov for. Dette kan være informasjon om enkeltelskaper eller generell markedsinformasjon. Vi har blant annet benyttet slik informasjon som grunnlag for risikobaserte nedslag¹⁷. I tråd med § 7 i retningslinjene for observasjon og utelukkelse kan denne typen informasjon også deles med Etikkrådet.

Vi stiller tydelige krav til alle våre eksterne forvaltere¹⁸. Forvalterne må ha kunnskap om og demonstrere hvordan våre prioriteringer innen ansvarlig forvaltning integreres i investeringsaktiviteten. Vi bruker forventningsdokumentene i oppfølgingen av de eksterne forvalterne, og forvalterne bruker disse dokumentene i dialogen med selskapene de investerer i. De eksterne forvalterne hadde ved utgangen av 2018 bare investert i rundt en fjerdedel av de om lag 2100 selskapene fra fremvoksende markeder som inngikk i referanseindeksen. I tillegg hadde de investert i mer enn 800 selskaper som av ulike grunner ikke var med i referanseindeksen¹⁹. Vi har løpende oversikt over hvilke selskaper de eksterne forvalterne er investert i og hvilke endringer de gjør i porteføljene.

Eksterne forvaltere forvalter i dag alle fondets investeringer i markeder som ikke er en del av referanseindeksen²⁰. For å redusere risikoen ved enkeltinvesteringer i disse markedene, har vi valgt ta en del gruve- og råvare-, metall- og elektrisitetsproduserende selskaper ut av indeksene vi gir forvalterne. Dette bidrar til at de eksterne forvalterne viser større aktsomhet før de eventuelt investerer i slike selskaper.

Beslutningen om å la eksterne forvaltere forvalte en betydelig del av fondets midler i fremvoksende aksjemarkeder bidrar til å øke de samlede forvaltningskostnadene. Resultatene i den eksterne aksjeforvaltningen i fremvoksende markeder har vært gode. Annualisert meravkastning etter kostnader har vært 3,5 prosent siden 2005.

Risikobaserte nedslag

Risikoavdelingen overvåker utviklingen i selskapene fondet er investert i og foretar

¹⁶ Gjennomgangen sammenfattes i en såkalt Intergity Due Dilligence-rapport.

¹⁷ For nærmere informasjon om bankens risikobaserte nedslag se rapport om ansvarlig forvaltning.

¹⁸ Se blant annet § 1.8 i mandatet for forvaltningen om eksterne forvaltere og tjenesteytere og § 5 i forskrift for internkontroll og risikostyring i Norges Bank.

¹⁹ Dette inkluderer også eksterne forvalteres investeringer i såkalte frontmarkeder og Kina A-aksjer.

²⁰ Dette gjelder fra 1. juli hvor kinesiske A-aksjer som tidligere ikke var en del av referanseindeksen ble tatt inn i referanseindeksen.

risikovurderinger av enkeltsselskaper som flagges i denne overvåkingen. Dersom risikovurderingen viser at et selskap gjennom sin virksomhet påfører fondet en uhensiktsmessig risiko, kan vi velge å selge oss ut av selskapet²¹. Beslutninger om slike risikobaserte nedslag fattes av leder av NBIM i eierskapskomiteen basert på anbefaling fra risikodirektøren.

Vi har gjennomført risikobaserte nedslag i 240 selskaper siden vi tok dette virkemiddelet i bruk i 2012. I underkant av 140 av disse er hjemmehørende i fremvoksende markeder²². Mange av disse selskapene er små. Selskaper vi velger å selge oss ut av, tas ut av investeringsuniverset slik dette defineres i bankens interne og eksterne forvaltningsmandater. Risikobaserte nedslag gjennomføres innenfor bankens ramme for relativ volatilitet.

Sammensetningen av delindeksen for fremvoksende aksjemarkeder

Referanseindeksen for fondet spiller en viktig rolle i forvaltningen. Indeksen bør settes sammen med utgangspunkt i etterprøvbare, transparente kriterier. For at indeksen skal kunne fungere som en målestokk for valgene banken tar i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget bør den være investerbar for fondet²³.

Departementet har bedt banken redegjøre for FTSEs metoder og regler for inkludering av markeder i FTSE Global All Cap. Vi redegjør for dette i vedlegg 1. Redegjørelsen er basert på informasjon som ligger offentlig tilgjengelig på indeksleverandørens hjemmesider. FTSEs klassifiseringsprosess er omfattende og inkluderer både en teknisk vurdering av markedet og en vurdering av verdipapirhandelssystemet i respektive land. Politisk risiko tillegges ikke vekt direkte.

Banken er bedt om å vurdere alternative metoder og regler for sammensetningen av delindeksen for fremvoksende markeder som reduserer eksponeringen mot den særskilte risikoen i disse markedene, som særskilt politisk risiko og ustabilitet. Alternativene skal blant annet omfatte indekser som består av færre markeder og selskaper enn i dag.

Vi viser flere alternative delindekser for fremvoksende aksjemarkeder i vedlegg 4. Alternativene er satt sammen med utgangspunkt i transparente og etterprøvbare kriterier, som type marked, størrelse på markedet, størrelse på selskapene og størrelse på økonomien i det respektive landet. Vi har benyttet data fra FTSE og IMF. Forskjellen i avkastnings- og risikoegenskapene mellom de ulike alternative delindeksene er forholdsvis små.

²¹ For ytterligere informasjon om risikobaserte nedslag se Ansvarlig Forvaltning 2018, tilgjengelig på www.nbim.no.

²² Om lag 2500 av de om lag 9000 selskapene fondet var investert i ved utgangen av 2018 var hjemmehørende i fremvoksende markeder.

²³ I Meld. St. 20 (2018-2019) definerer Finansdepartementet investerbarhet som i hvilken grad en investeringsregel eller -idé kan gjennomføres i praktisk kapitalforvaltning.

De ulike indeksalternativene har ulik landsammensetning. Politisk risiko vil ofte være landspesifikk. Vi har sett på sammenhengen mellom landfordeling i disse alternative delindeksene og ulike kvantitative indikatorer på politisk risiko og finner ingen klar sammenheng²⁴.

Norges Banks råd

Norges Bank foreslår ingen endringer i metoden og reglene for sammensetningen av delindeksen for fremvoksende markeder i referanseindeksen for aksjer. Referanseindeksen bør, som i dag, inkludere alle selskaper i alle utviklede og fremvoksende aksjemarkeder i FTSE Global All Cap. Denne indeksen er satt sammen med utgangspunkt i etterprøvbare, transparente kriterier og oppdateres jevnlig for å sikre at den er investerbar for typiske brukere av indeksen. Dagens indeks er et godt utgangspunkt for en åpen og kostnadseffektiv aksjeforvaltning.

Det er vår vurdering er at det vil være utfordrende å sette sammen en delindeks for fremvoksende aksjemarkeder som både tilfredsstillende kravene til en god referanseindeks og som samtidig med stor grad av sikkerhet reduserer eksponeringen mot politisk risiko. Den mest effektive tilnærmingen til å redusere de finansielle konsekvensene av politisk risiko vil generelt være å spre investeringene over et stort antall aksjemarkeder. Dette tilsier en bred indeks og at fondet, som i dag, bør ha muligheten til å investere i markeder som ikke er en del av indeksen.

Den typen hendelser vi beskrev i vårt brev 2. februar 2012 har i liten grad materialisert seg i perioden fondet har vært investert i aksjer i fremvoksende markeder. Bankens erfaringer etter snart 20 år som statlig minoritetsaksjonær i selskaper i fremvoksende markeder er gode. Rammeverket for styring og kontroll av risiko ved aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder har blitt utviklet over tid og legger til rette for en helhetlig vurdering av både den finansielle og den ikke-finansielle risikoen som disse investeringene eksponerer fondet mot. Rammeverket støtter opp under målet for forvaltningen om å maksimere avkastningen gitt en akseptabel risiko.

Betydningen av landspesifikke forhold i fremvoksende markeder tilsier likevel at det kan vurderes å sette et tak på hvor stor andel ett enkelt fremvoksende aksjemarked bør utgjøre av indeksen. Slike forhold kan tillegges særlig vekt dersom store eksponeringer går sammen med høy grad av risiko, herunder også ikke-finansiell risiko.

I tråd med hva departementet skisserer i brev 6. november 2018, vil ansvaret for å godkjenne aksjemarkeder fremover kunne bli lagt til hovedstyret. Dersom departementet bestemmer seg for å endre mandatet i denne retningen, vil beslutningsgrunnlaget fortsatt

²⁴ Eksempler på slike indikatorer kan være er "Rule of Law" fra Verdensbanken, <https://datacatalog.worldbank.org/rule-law-estimate-0>, World Economic Forums indikator for «Property Rights» og indeksen «Political Terror Scale» utviklet av Freedom House, <http://www.politicalterrorsscale.org/>.



bli utarbeidet med tilstrekkelig avstand fra og uavhengig av personer og enheter som foretar operative investeringsbeslutninger.

Med hilsen

Jon Nicolaisen

Yngve Slyngstad

4 vedlegg



Vedlegg 1: Regler for inkludering av aksjemarkeder i FTSE Global All Cap

FTSE Global All Cap er satt sammen med sikte på å gjenspeile investeringsmulighetene tilgjengelige for typiske internasjonale investorer. Aksjemarkedene i landene som inngår i indeksen må derfor være investerbar for internasjonale investorer. Reglene for hvordan indeksen settes sammen er offentlig tilgjengelige på indeksleverandørens hjemmeside²⁵.

FTSE Russell vurderer årlig hvilke land som skal være med i indeksen og hvorvidt aksjemarkedet i det aktuelle landet skal klassifiseres som utviklet (Developed), avansert fremvoksende (Advanced Emerging) eller som et annet fremvoksende marked (Secondary Emerging). Klassifiseringsprosessen er omfattende og inkluderer både en teknisk vurdering av markedet og en vurdering av verdipapirhandelssystemet i respektive land. Sistnevnte gjennomføres blant annet på basis av dialog med børsene og regulatoriske myndigheter i landet. FTSEs vurderinger legges frem for de største brukerne av indeksene i ulike komiteer som for eksempel *FTSE Country Classification Advisory Committee*. Som en stor bruker av FTSE-indeksene er NBIM representert i flere av disse komiteene. FTSE komiteene har en rådgivende funksjon. Det er indeksleverandøren som tar den endelige beslutningen om hvilke land som skal inkluderes og hvordan aksjemarkedet i landet skal klassifiseres.

FTSE Russell oppdaterer regelmessig en observasjonsliste med land som oppfyller, eller som er nær ved å oppfylle, kriteriene for å bli en del av den brede global aksjeindeksen. Listen inkluderer også land som vurderes reklassifisert. Et land vil normalt stå på denne listen i minst ett år før det tas inn i indeksen eller reklassifiseres. Dette øker forutsigbarheten og legger til rette for en gradvis tilpasning til indeksendringer for brukere av indeksen.

Prosessen for reklassifisering og inkludering av nye land gjennomføres mellom januar og september hvert år. I løpet av denne perioden blir landene på fjorårets observasjonsliste, samt land på den nye observasjonslisten, vurdert langs kriteriene beskrevet nedenfor. Etter godkjenning av *FTSE Russell Policy Advisory Board* og *FTSE Russell Product Governance Board* oversendes beslutningen og grunnlaget for denne til relevante mottakere i det aktuelle landet. Beslutningen blir også offentliggjort på FTSE Russells hjemmesider. Tidsplan for innfasing av nye land fastsettes av FTSE Russell, og tilpasses egenskapene ved aksjemarkedet i det aktuelle landet. Innfasingen vil normalt gjennomføres i flere steg.

FTSEs vurderinger av enkeltmarkeder tar utgangspunkt i det aktuelle landets brutto nasjonalinntekt (BNI) per innbygger og landets kredittverdighet. Det er imidlertid ingen absolutt grense for verken størrelsen på BNI eller kredittverdighet. Vurderingene av hvorvidt aksjemarkedet i et land bør tas med i indeksen eller ikke, er basert på en bred vurdering av 21 markedsrelaterte kriterier. Disse kan igjen deles inn i fire hovedkategorier:

- Markeds- og regulatorisk miljø (7 kriterier)
- Verdipapiroppgjør og oppbevaring (5 kriterier)
- Aksjehandelssystem og funksjonalitet (8 kriterier)
- Derivatmarked (1 kriterium)

Aksjemarkedet i hvert enkelt land vurderes opp mot disse 21 kriteriene, og for hvert av disse tilordnes landet en karakter, godkjent («pass»), delvis godkjent («restricted») eller ikke godkjent («not met»). For å bli klassifisert som et utviklet marked må landet tilordnes karakteren godkjent eller delvis godkjent i samtlige 21 kategorier. Antallet delvis godkjent må i tillegg være lavt. Fremvoksende aksjemarkeder vil generelt få karakterene delvis godkjent eller ikke godkjent for et forholdvis høyt

²⁵ Se Vedlegg A: https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Global_Equity_Index_Series.pdf

antall kriterier. Vi viser i tabellen nedenfor hvilke minimumskriterier FTSE stiller til henholdsvis utviklede aksjemarkeder og de to kategoriene av fremvoksende aksjemarkeder.

Tabell 1: Kriterier for vurdering av markedskvalitet (per september 2018) ²⁶

	Utviklet aksjemarked	Avansert fremvoksende	Andre fremvoksende aksjemarkeder
Markeds- og regulatorisk miljø			
Formell regulatorisk instans som aktivt kontrollerer markedet	X	X	X
Rettferdig behandling av minoritetsaksjonærer	X	X	
Ingen eller få eierskapsrestriksjoner for utlendinger	X	X	
Ingen innvending mot, eller betydelige restriksjoner knyttet til investeringer eller repatriering av kapital	X	X	X
Velfungerende aksjemarked	X	X	
Velfungerende valutamarked	X	X	
Ingen eller enkel registreringsprosess for utenlandske investorer	X	X	
Verdipapiroppgjør og oppbevaring			
Velfungerende oppgjørssystem – få transaksjoner som mislykkes	X	X	X
Tilfredsstillende konkurranse om deponertjenester	X	X	X
Avregning og oppgjør – T+2 / T+3	X	X	X
Oppgjør – fri levering tilgjengelig	X		
Depot – segregerte kontotjenester tilgjengelig for internasjonale investorer	X	X	

²⁶ Vurderingsrubrikk for enkeltmarkeder per september 2018:
https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Equity_Country_Classification_Paper.pdf

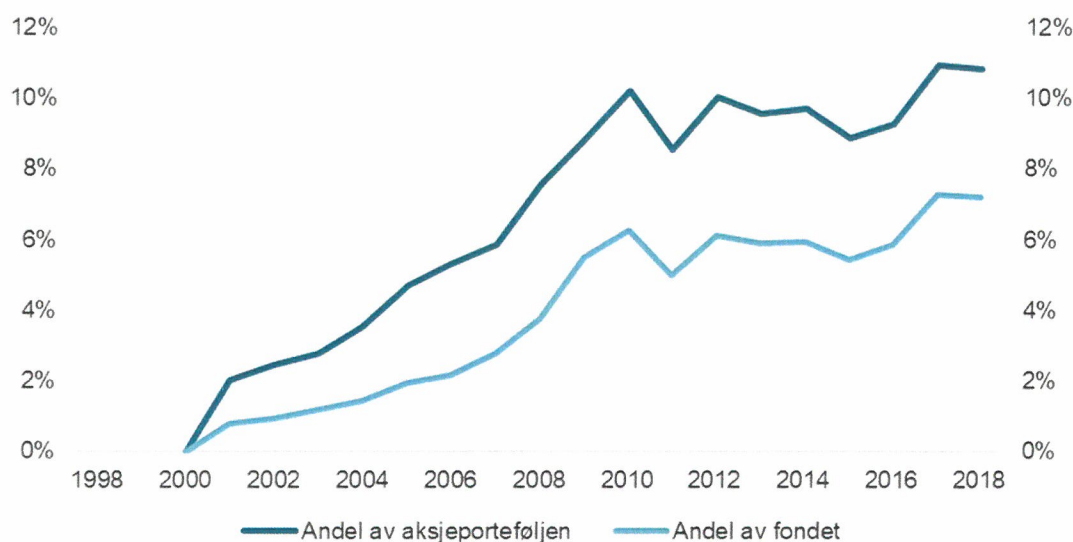


Aksjehandelssystem og funksjonalitet			
Tilstrekkelig konkurranse for høykvalitets meglertjenester	X	X	X
Tilstrekkelig likviditet til å gjennomføre betydelige globale investeringer	X	X	X
Fornuftige og konkurransedyktige implisitte og eksplisitte transaksjonskostnader	X	X	X
Aksjeutlån tillatt	X		
Short-salg tillatt	X		
OTC-handel tillatt	X		
Effektive handelsmekanismer	X		
Transparent marked og rapporteringsprosess	X	X	X
Derivatmarked			
Velutviklet derivatmarked	X		

FTSE stiller også krav til selskapene som skal inngår i indeksen for respektive markeder, samt hvilke markedsplasser (børser) og typer av instrumenter som skal inkluderes for hvert enkelt land. Se FTSEs nettsider for ytterligere informasjon.

Vedlegg 2: Fondets aksjeinvesteringer i fremvoksende aksjemarkeder

Figur 1: Andel av fondet og aksjeporteføljen investert i fremvoksende aksjemarkeder



Kilde: NBIM

Tabell 1: Annualisert avkastning og risiko for fondets totale aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder (før kostnader), siden 2013

	Annualisert avkastning	Annualisert standardavvik
Fremvoksende markeder i aksjeporteføljen	4,7 %	12,5 %
Fremvoksende markeder i aksjeindeksen	3,1 %	12,6 %
Utviklede markeder i aksjeindeksen	9,2 %	9,9 %

På grunn av endringer i organiseringen av den interne aksjeforvaltningen av investeringer i fremvoksende markeder kan vi bare vise samlet avkastning i fremvoksende aksjemarkeder siden 2013. Fondets investeringer i fremvoksende markeder inkluderer også markeder som ikke er en del av referanseindeksen. Målt i forhold til kapital er fondets investeringer i kinesiske A-aksjer den største forskjellen.

Tabell 2: Annualisert avkastning etter forvaltningskostnader for eksterne aksjemandater i fremvoksende markeder

	Fra juni 2005	Fra 2013
Porteføljen	11,6 %	4,2 %
Referanseportefølje eksterne aksjemandater	8,2 %	0,8 %
Relativ avkastning	3,5 %	3,3 %
Standardavvik relativ avkastning	3,7 %	2,1 %
IR	0,94	1,59

Avkastningen på fondets eksterne aksjemandater i fremvoksende markeder er her målt opp mot den interne referanseporteføljen for disse aksjemandatene. Den største forskjellen mellom den interne referanseporteføljen for eksterne mandater i fremvoksende aksjemarkeder og delindeksen fra FTSE for de samme markedene er at den interne referanseporteføljen har en lavere vektning av større aksjemarkeder som Kina, Taiwan og Brasil og India. En forholdsvis stor andel av fondets investeringer i disse markedene forvaltes internt.

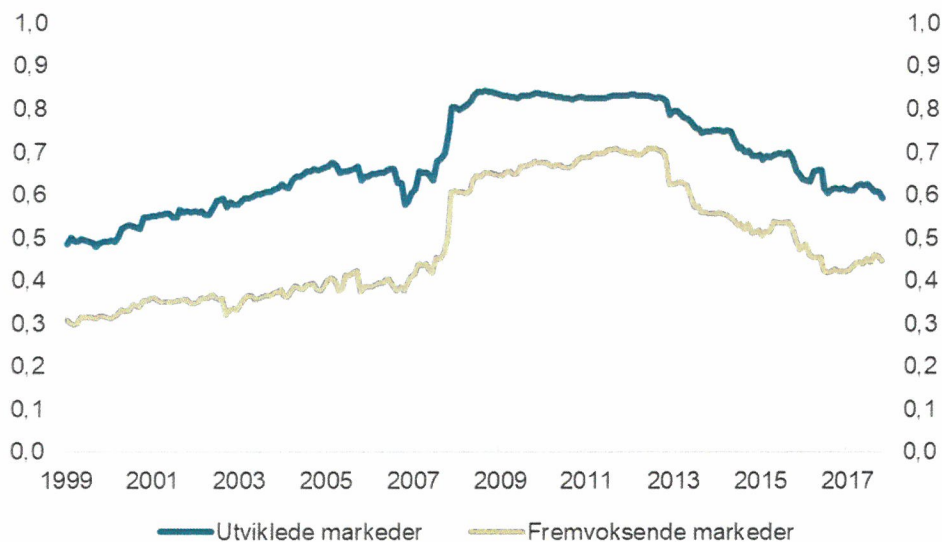


Tabell 3: Fordeling av aksjeporteføljen og aksjeindeksen for fremvoksende markeder på land per 31.12.18, målt i milliarder norske kroner. For å sikre samsvar med bankens rapporteringspraksis er land er klassifisert med utgangspunkt i beholdningslisten på www.nbim.no. Klassifisering fra FTSE er oppdatert med siste tilgjengelige data.

	Klassifisering fra FTSE	Aksjeporteføljen	Aksjeindeks
Bahrain	Frontier	0.48	-
Bangladesh	Frontier	1.76	-
Botswana	Frontier	-	-
Brasil	Fremvoksende, avansert	53.45	54.01
Chile	Fremvoksende, sekundært	7.42	7.74
Kina	Fremvoksende, sekundært	197.74	187.71
Colombia	Fremvoksende, sekundært	3.93	2.59
Kroatia	Frontier	0.30	-
Kypros	Frontier	-	-
Tsjekia	Fremvoksende, avansert	0.32	0.66
Egypt	Fremvoksende, sekundært	3.71	1.41
Estland	Frontier	0.09	-
Ghana	Frontier	0.01	-
Hellas	Fremvoksende, avansert	3.26	2.14
Ungarn	Fremvoksende, avansert	0.64	2.28
Island	Frontier, fra og med September 2019	0.01	-
India	Fremvoksende, sekundært	64.05	72.79
Indonesia	Fremvoksende, sekundært	15.15	15.43
Jordan	Frontier	0.01	-
Kenya	Frontier	0.92	-
Kuwait	Fremvoksende, sekundært	1.32	3.37
Latvia	Frontier	0.02	-
Litauen	Frontier	0.07	-
Malaysia	Fremvoksende, avansert	13.59	18.29
Malta	Frontier	0.00	-
Mauritius	Frontier	0.07	-
Mexico	Fremvoksende, avansert	17.74	18.18
Moldovia	Ingen klassifisering	0.01	-
Marokko	Frontier	0.86	-
Nigeria	Frontier	0.75	-
Oman	Frontier	0.38	-
Pakistan	Fremvoksende, sekundært	-	1.06
Peru	Fremvoksende, sekundært	1.89	2.40
Filippinene	Fremvoksende, sekundært	6.60	8.05
Qatar	Fremvoksende, sekundært	0.32	7.51
Romania	Frontier, på observasjonsliste for fremvoksende	0.89	-
Russland	Fremvoksende, sekundært	23.38	22.57
Saudi Arabia	Fremvoksende, fra og med mars 2019	9.00	-
Slovakia	Frontier	-	-
Slovenia	Frontier	0.62	-
Sør-Afrika	Fremvoksende, avansert	36.78	43.92
Sri Lanka	Frontier	0.85	-
Taiwan	Fremvoksende, avansert	90.34	89.61
Tanzania	På observasjonsliste til frontier	0.00	-
Thailand	Fremvoksende, avansert	20.69	24.65
Tunisia	Frontier	0.13	-
Tyrkia	Fremvoksende, avansert	6.13	5.18
Ukraina	Frontier hos MSCI	0.55	-
De Forente Arabiske Emirater	Fremvoksende, sekundært	3.00	5.47
Vietnam	Frontier, på observasjonsliste for fremvoksende	3.99	-

Vedlegg 3: Risikoegenskaper ved fremvoksende aksjemarkeder

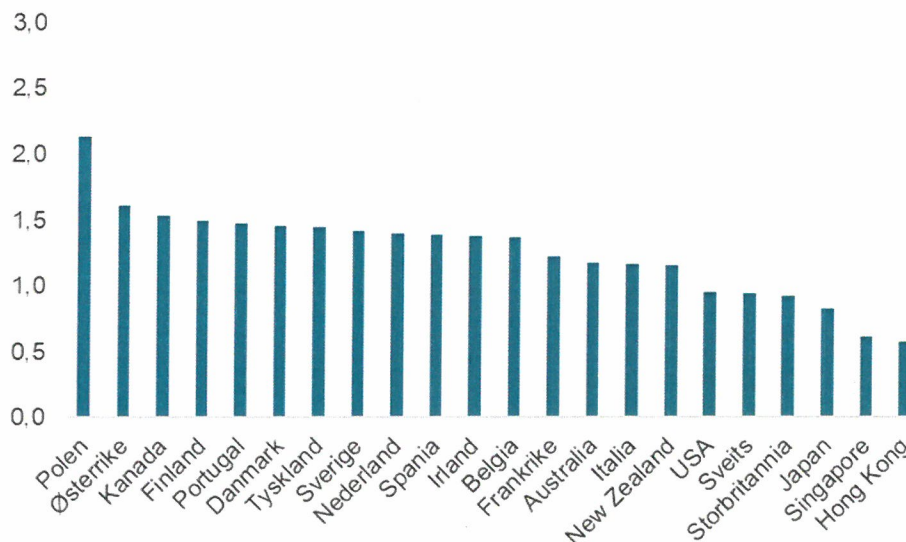
Figur 1: Korrelasjonen mellom aksjemarkeder innad i samme region



Figuren viser 5 års glidende korrelasjon mellom aksjeavkastningen innad i utviklede markeder og innad i fremvoksende markeder. Avkastning målt i amerikanske dollar. Figuren er satt sammen med utgangspunkt datasett fra Global Financial Data for perioden 1995 til 2018. Klassifiseringer oppdatert hver måned. Tidligste klassifisering tilbakeført i retrospekt for hvert enkelt land for å dekke hele perioden.

Kilde: Global Financial Data og NBIM beregninger

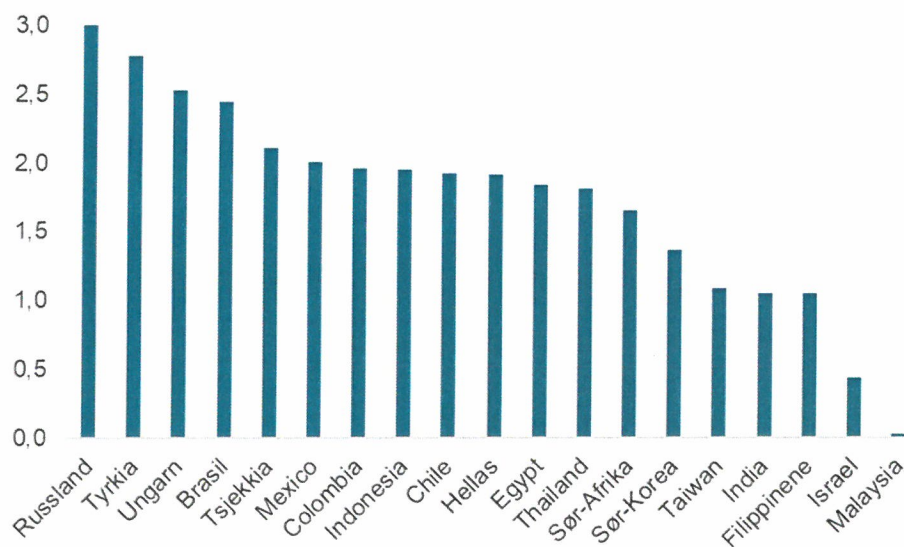
Figur 2: Nedsidesensitivitet (nedside beta) mot S&P 500, utviklede aksjemarkeder



Figuren viser nedsidesensitivitet (nedside beta) mot S&P500 over perioden 1995 til september 2018. Nedsidesensitivitet er definert som aksjemarkedsbetaen til hvert land i perioder hvor aksjemarkedsavkastningen i USA er lavere enn ett standardavvik av gjennomsnittlig historisk avkastning. Avkastning i amerikanske dollar. Beta målt relativt til meravkastning over amerikansk statssertifikater. Land klassifisert som utviklede av FTSE ved utgangen av 2018.

Kilde: Global Financial Data og NBIM beregninger

Figur 3: Nedsidesensitivitet (nedside beta) mot S&P 500, fremvoksende aksjemarkeder



Figuren viser nedsidesensitivitet (nedside beta) mot S&P500 over perioden 1995 til september 2018. Nedsidesensitivitet er definert som aksjemarkedsbetaen til hvert land i perioder hvor aksjemarkedsavkastningen i USA er lavere enn ett standardavvik av gjennomsnittlig historisk avkastning. Avkastning i amerikanske dollar. Beta målt relativt til meravkastning over amerikansk statssertifikater. Vi har ikke hatt tilgang til tilstrekkelig lang tidsserie til å inkludere Kina i denne fremstillingen av risiko ved investeringer i fremvoksende aksjemarkeder. Land klassifisert som fremvoksende av FTSE ved utgangen av 2018.

Kilde: Global Financial Data og NBIM beregninger



Vedlegg 4: Alternative delindekser for fremvoksende aksjemarkeder

Tabellene i dette vedlegget er satt sammen med utgangspunkt i data per 31.12.2018.

Tabell 1: Avkastnings- og risikoegenskaper for alternative delindekser for fremvoksende aksjemarkeder

	Gjennomsnittlig avkastning (annualisert, %)	Standardavvik (annualisert, %)	Maksimalt fall (%)	Sharpe Rate	Turnover (% per måned)	Markeds beta	Maksimal eierandel	Vekt til fremvoksende aksjemarkeder, %
Markedsvekt (friflyjustert, dagens delindeks for fremvoksende markeder)	12,18	21,35	-61,2	0,51	-	1,2**	1,6	9,9
Topp 10 land (markedsvekt), Markedsvekt (friflyjustert)	12,12	21,52	-61,0	0,51	0,94	1,2**	1,7	9,0
Topp 10 land (BNP), Markedsvekt (friflyjustert)	12,17	22,49	-63,8	0,49	2,78	1,3**	1,9	8,2
Avanserte fremvoksende markeder, Markedsvekt (friflyjustert)	11,49	21,99	-60,5	0,47	1,42	1,2**	3,6	4,3
Seiskaper klassifisert som store av FTSE, Markedsvekt (friflyjustert)	11,85	21,26	-60,1	0,50	1,02	1,2**	2,0	7,7
Seiskaper klassifisert som store og mellomstore av FTSE, Markedsvekt (friflyjustert)	12,12	21,26	-60,2	0,51	0,43	1,2**	1,7	8,9

FTSE universet over perioden 2003-2018. Annualisert avkastning, volatilitet og Sharpe rate. Turnover er i målt i prosent av total markedsvekt. Markedsbeta målt relativt til globale Fama-French faktorer. (**, *) indikerer signifikans på henholdsvis 1% og 5%, basert på Newey-West standardfeil med 6 måneders lag. Maksimal eierandel forutseltes fondsstørrelse 1000 milliarder amerikanske dollar, 70% aksjeandel og samme andel til fremvoksende aksjemarkeder som ved utgangen av 2018. Vekt til fremvoksende aksjemarkeder i prosent av FTSE Global All Cap per 31/12/2018.

Kilde: FTSE, IMF og NBIM beregninger

Tabell 2: Landfordeling for alternative indekser for fremvoksende aksjemarkeder

	AE	BR	CL	CN	CO	CZ	EG	GR	HU	ID	IN	KW	MX	MY	PE	PH	PK	QA	RU	TH	TR	TW	ZA
Markedsvekt (friflyjustert, dagens delindeks for fremvoksende markeder)	0,9%	8,9%	1,3%	31,0%	0,4%	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	2,6%	12,6%	0,5%	3,3%	3,4%	0,4%	1,4%	0,2%	1,2%	3,9%	4,1%	0,8%	14,8%	7,1%
Topp 10 land (markedsvekt), Markedsvekt (friflyjustert)	0,7%	9,7%	1,3%	33,8%	0,4%	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	2,8%	13,7%	0,5%	3,6%	3,7%	0,4%	1,4%	0,2%	1,2%	4,3%	4,5%	0,8%	16,1%	7,7%
Topp 10 land (BNP), Markedsvekt (friflyjustert)	1,1%	10,7%	1,3%	37,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	3,1%	15,2%	0,5%	4,0%	4,0%	0,4%	1,4%	0,2%	1,2%	4,7%	5,0%	1,0%	17,9%	7,9%
Avanserte fremvoksende markeder, Markedsvekt (friflyjustert)	20,5%	10,7%	1,3%	37,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	3,1%	15,2%	0,5%	4,0%	4,0%	0,4%	1,4%	0,2%	1,2%	4,7%	5,0%	1,0%	17,9%	7,9%
Seiskaper klassifisert som store av FTSE, Markedsvekt (friflyjustert)	1,0%	8,6%	1,2%	35,2%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,4%	2,3%	12,3%	0,6%	3,3%	3,1%	0,4%	1,2%	0,0%	1,4%	4,6%	3,3%	0,5%	12,7%	7,1%
Seiskaper klassifisert som store og mellomstore av FTSE, Markedsvekt (friflyjustert)	1,0%	9,2%	1,3%	32,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	2,5%	12,2%	0,6%	3,4%	3,3%	0,4%	1,3%	0,1%	1,3%	4,3%	3,7%	0,8%	13,0%	7,6%

Kilde: FTSE Russell, landfordeling per 31/12/2018

AE: De forente arabiske emirater, BR: Brasil, CL: Chile, CN: Kina, CO: Colombia, CZ: Tsjekkia, EG: Egypt, GR: Hellas, HU: Ungarn, ID: Indonesia, IN: India, KW: Kuwait, MX: Mexico, PE: Peru, PH: Filippinene, PK: Pakistan, QA: Qatar, RU: Russland, TH: Thailand, TR: Tyrkia, TW: Taiwan, ZA: Sør-Afrika

Kilde: FTSE, IMF og NBIM beregninger



Tabell 3: Sektorfordeling for alternative indekser for fremvoksende aksjemarkeder

	Materialer	Konsumvarer	Konsumtjenester	Finans	Helse	Industri	Olje og gass	Teknologi	Telekom	Kraft- og vannforsyning
Markedsvekt (friflyjustert, dagens delindeks for fremvoksende markeder)										
Topp 10 land (markedsvekt), Markedsvekt (friflyjustert)	7,2 %	8,3 %	11,6 %	29,4 %	2,8 %	9,3 %	8,3 %	15,5 %	4,6 %	3,1 %
Topp 10 land (BNP), Markedsvekt (friflyjustert)	7,4 %	8,7 %	11,9 %	27,3 %	2,9 %	9,4 %	8,4 %	16,9 %	4,4 %	2,7 %
Avanserte fremvoksende markeder, Markedsvekt (friflyjustert)	6,9 %	9,0 %	9,8 %	27,1 %	2,8 %	9,7 %	9,3 %	18,6 %	4,3 %	2,5 %
Selskaper klassifisert som store av FTSE, Markedsvekt (friflyjustert)	10,7 %	8,3 %	12,4 %	27,0 %	2,2 %	11,3 %	5,2 %	14,7 %	5,0 %	3,1 %
Selskaper klassifisert som store og mellomstore av FTSE, Markedsvekt (friflyjustert)	6,9 %	7,2 %	12,0 %	31,2 %	1,8 %	6,7 %	9,8 %	16,9 %	5,4 %	2,0 %
Kilde: FTSE Russell, sektorfordeling per 31/12/2018	7,2 %	7,7 %	11,9 %	30,1 %	2,4 %	8,2 %	8,9 %	15,6 %	5,0 %	3,0 %

Kilde: FTSE, IMF og NBIM beregninger