

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref.

Vår ref.
SSK/paa

Oslo
6. september 2004

Petroleumsfondet – inflasjonsindekserte obligasjoner i referanseporteføljen

1. Innledning

I Nasjonalbudsjettet 2004 hadde Finansdepartementet en vurdering av Petroleumsfondets investeringsstrategi. Det ble ikke foreslått at en skulle gå inn i nye investeringsalternativer, men pekt på behovet for å arbeide videre med inflasjonsindekserte obligasjoner. Slike obligasjoner utstedes i hovedsak bare av stater og gir en garantert reell kupong og en kompensasjon for utviklingen i en på forhånd definert inflasjonsindeks. De er en del av investeringsuniverset for Petroleumsfondet, men de inngår ikke i referanseindeksen, som bare inneholder nominelle obligasjoner.

Finansdepartementet uttalte at en inkludering av inflasjonsindekserte obligasjoner i referanseporteføljen trolig vil bidra til å bedre totalporteføljens risikojusterte avkastning. Det er i tråd med Norges Banks innspill i brev av 21. mars 2002. Departementet viste til at markedet var lite, og at det var konsentrert om noen få land. Det ble pekt på at markedet var under utvikling, med flere nye land som utstedere, og at inflasjonsindekserte obligasjoners andel av den globale markedsporteføljen var økende.

I dette brevet ser Norges Bank nærmere på spørsmålet om inflasjonsindekserte obligasjoner nå bør innlemmes i referanseindeksen. Først gis en beskrivelse av markedet og deretter en kort omtale av instrumentenes egenskaper med hensyn til avkastning og risiko. Til slutt gis en vurdering og anbefaling.

2. Markedet

I vedlegget til nevnte brev av 21. mars 2002 presenterte Norges Bank markedet for inflasjonsindekserte statsobligasjoner. Her gis en oppdatert beskrivelse, som inkluderer planlagte nyutstedelser og en omtale av likviditeten til disse papirene.

2.1 Størrelse og nyemisjoner

Tabell 1 viser størrelsen på de enkelte markedene hvor inflasjonsindekserte statsobligasjoner utstedes, og hvor lenge markedene har eksistert. Flere av markedene er forholdsvis nye (Italia, Hellas og Japan). Tabellen viser også planlagte nyutstedelser i 2004.

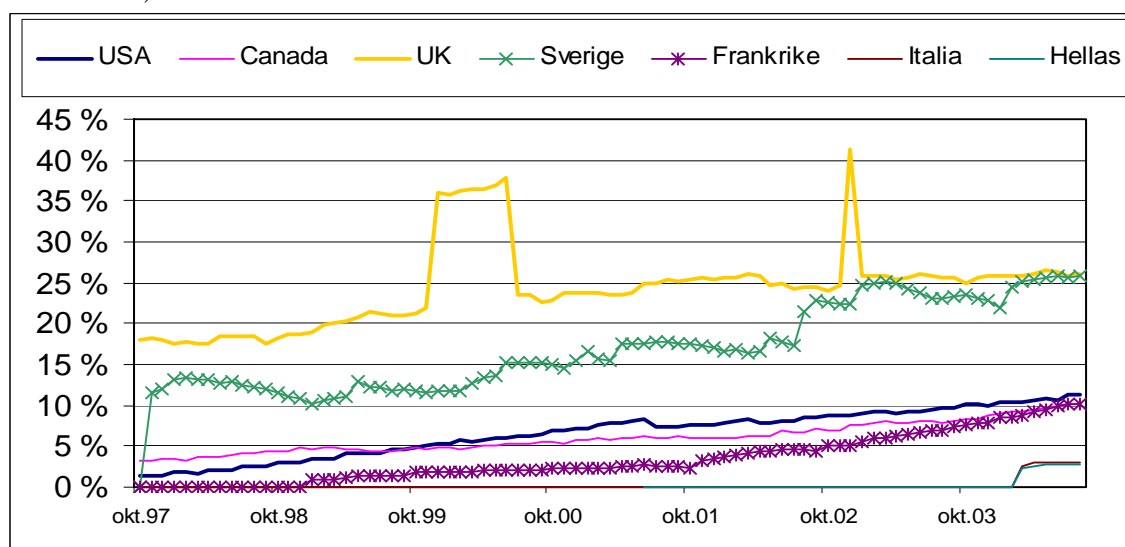
Tabell 1: Markeder for inflasjonsindekserte statsobligasjoner

Land	Første gang utstedt	Samlet størrelse (mrd USD) per 31.08.2004	Planlagte nyutstedelser i 2004 (milliarder)
USA	1997	251,5	Rundt USD 60
Storbritannia	1981	162,3	GBP 7,8 (budsjettåret 2004-05)
Frankrike	1998	86,2	Min EUR 12 (min 10 % av totale emisj.)
Israel	1955	25,0 (31.12.03)	
Sverige	1994	27,0	SEK 20
Canada	1991	21,6	Min CAD 1,4 (2004-05)
Italia	2003	28,0	
Mexico	1989	7,0 (31.12.03)	
Australia	1985	7,2 (31.03.04)	Ingen (2004-05)
Sør-Afrika	2000	6,5 (31.03.04)	
Hellas	2003	4,6	
New Zealand	1995	1,3 (31.03.04)	
Island	1964	0,6 (31.12.03)	
Japan	2004	1,0 (31.03.04)	JPY 600
Samlet markedsverdi		629,8	
Herav landene i Lehman Global Real-indeksen		581,2	

Kilde: I hovedsak Lehman Brothers og utstedernes hjemmesider på internett.

Figur 1 nedenfor viser at andelen statsobligasjoner med inflasjonsindeksering har vært jevnt over økende i de land som har både nominell og reell statsgjeld. Motstykket til dette har vært at investorer har økt sine beholdninger i denne aktivaklassen. På tross av markedets vekst de senere år er markedet for inflasjonsindekserte statsobligasjoner fortsatt lite sammenlignet med andre obligasjonssegmenter. Det utgjør om lag 6 % av samlet innenlandsk statsgjeld utstedt i utviklede markeder, og om lag 11 % i de markedene hvor både nominell og inflasjonsindeksert statsgjeld finnes, hvis en legger markeds kapitaliseringen i Lehman Brothers indekser til grunn (jf. tabell 2 nedenfor).

Figur 1: Inflasjonsindeksert statsgjeld som andel av samlet statsgjeld (31.10.1997-31.08.2004). Kilde: Lehman Brothers



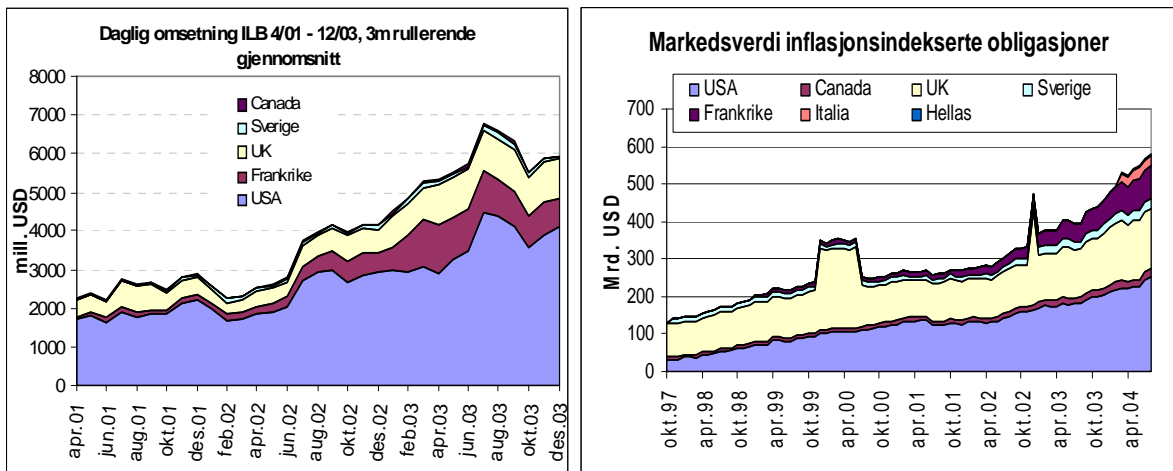
Det er vanskelig å si noe presist om veksten i inflasjonsindekserte obligasjoners andel av markedet for statsobligasjoner i årene fremover. Det vil avhenge av forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden. Obligasjoner med inflasjonsbeskyttelse er vel egnede verktøy for statlig finansiering og gir en risikospredning for utsteder ved at gjelden fordeles på flere

instrumenter. På etterspørselssiden er obligasjonene spesielt attraktive for investorer som skal dekke forpliktelser med en fast realverdi. Ut fra erfaringene de siste årene virker det sannsynlig at omfanget av denne typen instrumenter vil fortsette å øke.

2.2 Likviditet

Omsetningen i inflasjonsindekserte obligasjoner er lavere enn for tilsvarende nominelle statsobligasjoner. En grunn til det kan være at førstnevnte dekker langsiktige behov (for stabil realavkastning) snarere enn behov for løpende handel som ledd i mer kortsiktig risikostyring. Aktiviteten i inflasjonsindekserte obligasjoner domineres av sluttinvestorer, som holder papirene til forfall. I USA er omsetningen i forhold til utestående obligasjoner betydelig lavere enn for de mest omsatte nominelle statsobligasjonene (såkalte referanselån), og den er noe lavere enn for øvrige nominelle statsobligasjoner, ”agencies” (papirer utstedt av føderale kredittinstitusjoner) og boliglånsobligasjoner.¹ Figur 2 viser imidlertid at både omsetning og samlet markedsverdi for inflasjonsindekserte obligasjoner har vært økende over tid.

Figur 2: Utvikling i omsetning (april 2001- desember 2003) og markedsverdi (31.10.1997- 31.08.2004) i de viktigste markedene. Kilde for markedsverdi er Lehman Brothers, og kilde for omsetning er sentralbanker



3. Avkastning og risiko

Siden inflasjonsindekserte obligasjoner innebærer kjøp av forsikring mot uventet inflasjon, vil forventet avkastning være litt lavere enn for nominelle statsobligasjoner. Samtidig vil volatiliteten i realavkastningen også være lavere. Avkastningen er ikke høyt korrelert med avkastningen på andre instrumenter i Petroleumsfondets portefølje. En portefølje som minimerer risikoen (uavhengig av avkastningen) vil derfor i stor grad bestå av inflasjonsindekserte obligasjoner i de markedene der disse finnes.

Når inflasjonsindekserte obligasjoner tas med i Petroleumsfondets portefølje, vil både forventet avkastning og risiko bli redusert. Nye analyser Norges Bank har gjort viser at bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko under rimelige forutsetninger blir gunstigere. Dersom en ønsker å opprettholde risikonivået i porteføljen, kan en samtidig få høyere forventet avkastning enn i dag ved å øke andelen av instrumenter med høy forventet avkastning og høyere risiko. Dette er i samsvar med hva Norges Bank uttalte i nevnte brev av

¹ Se B. Sack og R. Elsasser: "Treasury Inflation-Linked Debt: A Review of the U.S. Experience", FRBNY Economic Policy Review, mai 2004.

21. mars 2002, som gir en mer utførlig presentasjon av slike instrumenters generelle egenskaper knyttet til avkastning og risiko.

4. Vurdering og anbefaling

Markedet for inflasjonsindekserte obligasjoner er fortsatt lite. Hvis en innlemmer inflasjonsindekserte obligasjoner i Petroleumsfondet etter deres markedsandeler, vil virkningen på totalporteføljens avkastning og risiko bli beskjedent. Virkningen vil være for liten til at det har mening å foreslå andre endringer som kan opprettholde risikonivået i porteføljen.

Den antatte veksten i utstedelsen av inflasjonssikrede statsobligasjoner tilsier at de bør tas med i referanseindeksen etter markeds kapitalisert verdi på linje med nominelle statsobligasjoner. Det betyr at en i det enkelte marked (der inflasjonsindekserte obligasjoner finnes i indeksen) likebehandler statsobligasjoner med og uten inflasjonsindeksing.

Referanseindeksen for Petroleumsfondets renteportefølje tar utgangspunkt i Lehman Global Aggregate (LGA). For inflasjonsindekserte statsobligasjoner produserer Lehman den separate indeksen Lehman Global Real (LGR). Tabell 2 viser hvilken vekt inflasjonsindekserte obligasjoner ville få i Petroleumsfondets rentereferanse dersom statsobligasjonsdelen i fondets referanseportefølje utvides med markeds kapitaliseringen til de markedene som finnes i LGR.

Tabell 2: *Andeler og investeringsbeløp for inflasjonsindekserte obligasjoner inkludert i rentereferansen, basert på markedsverdier per 31.08.2004*

Land i LGR	Markedsverdi nominelle statsobl i LGA (mrd USD)	Markedsverdi LGR (mrd USD)	Vekt for infl.indeks. obl. i fondets rentereferanse	Samlet investering hvis fondet er på 1000 mrd kr (mrd NOK)	Fondets andel av hvert marked i LGR
Canada	193,8	21,6	0,09%	0,5	0,34%
Frankrike	766,0	86,2	0,61%	3,7	0,61%
Italia	878,8	28,0	0,20%	1,2	0,61%
Hellas	165,6	4,6	0,03%	0,2	0,61%
UK	461,6	162,3	1,15%	6,9	0,61%
Sverige	77,5	27,0	0,19%	1,1	0,61%
USA	1975,8	251,5	1,51%	9,1	0,52%
Sum	4519,2	581,2	3,78%	22,7	0,56%

Inflasjonsindekserte statsobligasjoner ville med dette forslaget utgjøre 3,8 % av obligasjonsporteføljens referanseindeks, som tilsvarer 2,3 % av Petroleumsfondet samlet. Med dagens størrelse på fondet innebærer dette investeringer i inflasjonsindekserte obligasjoner for i overkant av 20 milliarder kroner, fordelt på markeder som vist i tabellen.

Tabell 3 viser at

andelen statspapirer i renteporteføljen vil øke med 1,9 %-poeng (netto) på bekostning av ikke-stat.

Tabell 3: Rentereferansens fordeling på sektorer, med og uten inflasjonsindekserte obligasjoner, basert på markedsverdier per 31.08.2004

	Med inflasjonsindekserte obl.	Uten inflasjonsindekserte oblig.	Endring
Inflasjonsindekserte statsobligasjoner	3,78%		3,78%
Nominelle statsobligasjoner ("treasury")	53,88%	55,78%	-1,90%
Agencies	7,45%	7,79%	-0,33%
Pantelån ("securitized")	9,57%	9,98%	-0,42%
Kreditt ("Credit")	25,32%	26,46%	-1,14%
Sum alle sektorer	100,00%	100,00%	

Det kan stilles spørsmål om Petroleumsfondet bør avvike fra markedsvektene vist over, ut fra hensyn til likviditet eller andre forhold. I Storbritannia er markedet litt spesielt ved at en stor del av de inflasjonsindekserte papirene er bundet opp hos investorer med særlige sikringsbehov, men ifølge en analyse fra Barclays Capital² har likviditeten vært i rask vekst. Som det fremgår vil fondets beholdninger utgjøre bare om lag 0,5 % av samlet kapitalisering i hvert marked. Norges Bank anser at alle markedene i LGR er tilstrekkelig likvide til at markedsvekter kan benyttes. Norges Bank har allerede erfaring med å handle slike instrumenter.

Det faktum at inflasjonsindekserte obligasjoner ikke finnes i alle de statsobligasjonsmarkeder som er representert i fondets referanseindeks, er etter Norges Banks vurdering ikke et argument for å unnlate å innlemme slike instrumenter. En utvidelse av referanseindeksen som nevnt over vil uansett bidra til å spre fondets risiko innenfor de valutaer der slike indekser finnes, og til å diversifisere fondets samlede risiko målt i internasjonal kjøpekraft.

Ved innfasingen vil det påløpe transaksjonskostnader. Disse kostnadene ventes å være høyere enn de ville ha vært for nominelle statsobligasjoner, men lavere enn for kredittobligasjoner (som tabell 3 viser har en vesentlig høyere andel i rentereferansen enn det som her foreslås for inflasjonsindekserte papirer). Norges Bank anbefaler at Finansdepartementet fastsetter en kostnadsreferanse for innfasingen.

5. Konklusjon

Norges Bank anbefaler at inflasjonsindekserte statsobligasjoner tas inn i Petroleumsfondets rentereferanse etter samme prinsipp som for nominelle statsobligasjoner. Det foreslås følgende endringer (understreket) i retningslinjene for Petroleumsfondets renteindeks, gitt i Finansdepartementets brev av 20.08.2003:

”Den strategiske rentereferanseporteføljen skal ha følgende sammensetning:

- 55 % Lehman Global Aggregate (LGA) og Lehman Global Real (LGR) i Europa unntatt NOK (norske kroner) og tillagt innenlandske statsobligasjoner som inngår i Lehmans Swiss Aggregate
- 35 % LGA og LGR i USA og Canada, med andelen til sektorer for pantesikrede lån (MBS / ABS) i USA vektet ned til 25 % i forhold til en rent markedsvektet indeks. Innenlandske statsobligasjoner (nominelle og inflasjonssikrede) og kredittobligasjoner (“LGA Credit”) i USA oppjusteres tilsvarende i forhold til sin

² Kilde: “Global Inflation-Linked Products: A User’s Guide”, Barclays Capital Research, Januar 2004.

markedsverdi

- 10 % innenlandske statsobligasjoner fra utviklede markeder i LGA og LGR i Asia / Oseania (Japan, Australia, New Zealand, Singapore og Hong Kong). Japans andel beregnes med utgangspunkt i en faktor på 25 % av markedskapitaliseringsverdien til japanske obligasjoner.”

Norges Bank legger til grunn at dersom nye valutaer, som ellers inngår i referanseporteføljen, tas inn i LGR, inkluderes disse instrumentene automatisk i referanseporteføljen.

Med hilsen

Svein Gjedrem

Sigbjørn Atle Berg