

Finansdepartementet  
Boks 8008 Dep.  
0030 Oslo

Dato: 9. august 2012  
Deres ref.:  
Vår ref.:

## **Statens pensjonsfond utland – realrenteobligasjoner i den strategiske referanseindeksen**

Norges Bank gir i dette brevet råd om rollen realrenteobligasjoner bør ha i referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland (SPU). Brevet tar utgangspunkt i vurderingene vi gjorde i vårt brev av 6. juli 2010 om utviklingen av investeringsstrategien for SPU, og vårt brev av 18. mars 2011 om referanseindeksen for nominelle obligasjoner.

Realrenteobligasjoner inngår i dag i den strategiske referanseindeksens BNP-vektede delindeks for statsobligasjoner, basert på deres relative markedsvekt. Andelen realrenteobligasjoner i referanseindeksen er svært liten. Vi behandler i dette brevet to spørsmål. For det første om realrenteobligasjoner bør være del av den strategiske referanseindeksen for obligasjoner. Dernest om markedet for realrenteobligasjoner har tilstrekkelig bredde og dybde til å kunne danne grunnlag for en egen strategisk allokering.

Vårt råd er at realrenteobligasjoner nå tas ut av referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer. En slik endring vil rendyrke den strategiske rollen statsobligasjoner har i referanseindeksen og gjøre indeksen enklere, mer transparent og lettere etterprøvable. Denne endringen kan gjennomføres raskt siden innslaget av realrenteobligasjoner i referanseindeksen er så lite at endringen ikke vil påvirke risiko- og avkastningsegenskapene i særlig grad.

### Realrenteobligasjoner og nominelle obligasjoner

Når vi investerer i nominelle obligasjoner, er kupongene og hovedstolen vi mottar fastsatt i nominelle termer. En investering i en nominell obligasjon sikrer dermed en nominell rente over obligasjonens løpetid. Uventede økninger i inflasjonen reduserer realverdien av investeringen. Investorer vil derfor vanligvis kreve kompensasjon for å bære denne

inflasjonsrisikoen. Størrelsen på denne risikopremien varierer over tid, men kan være betydelig i perioder med høy usikkerhet om den fremtidige inflasjonsutviklingen.

Realrenteobligasjoner skiller seg fra nominelle obligasjoner fordi kupongene og hovedstolen justeres med utviklingen i en inflasjonsindeks. En investering i en realrenteobligasjon sikrer dermed en kjent realavkastning over obligasjonens løpetid. En realrenteobligasjon vil derfor være det sikreste investeringsalternativet for en langsiktig investor som søker å begrense usikkerheten rundt den fremtidige realverdien av kapitalen.

Dersom inflasjonen blir høyere enn hva som følger av markedsprisene på investeringstidspunktet, vil investeringer i realrenteobligasjoner bidra til å redusere verditapet i obligasjonsporteføljen. Investorer som ønsker denne forsikringen aksepterer at den forventede avkastningen på realrenteobligasjoner normalt vil være lavere enn på nominelle obligasjoner.

Realrenteobligasjoner og nominelle obligasjoner har ulike og i noen i situasjoner motstridende egenskaper i perioder med variasjoner i realrenter og inflasjonsrisiko. I en portefølje spiller de derfor ulik strategisk rolle. Indeksleverandørene opererer derfor med særskilte produkter for realrenteobligasjoner. De teoretiske og empiriske forskjellene mellom realrenteobligasjoner og nominelle obligasjoner er drøftet i et eget notat.<sup>1 2</sup>

Dersom obligasjoner med ulik strategisk rolle skilles fra hverandre i referanseindeksen vil den bli enklere, mer transparent og lettere å etterprøve som strategisk et utgangspunkt for fondets obligasjonsinvesteringer.

*Norges Bank mener realrenteobligasjoner bør tas ut av den strategiske referanseindeksen for obligasjoner.*

#### Nærmere om markedet for realrenteobligasjoner

Markedsverdien av realrenteobligasjoner er mindre enn 10 prosent av markedet for statsobligasjoner, og domineres av Storbritannia og USA. Realrenteobligasjoner utstedt av myndighetene i disse landene utgjør nær 60 prosent av verdensmarkedet.

Den geografiske fordelingen av delindeksen for statsobligasjoner i fondets nye referanseindeks tar utgangspunkt i verdiskapingen i ulike land. Myndighetene i flere land med stor økonomisk tyngde slik som Kina, India og Russland har ikke utstedt realrenteobligasjoner. Det samme er tilfellet for en lang rekke mindre land. Store utviklede markeder i referanseindeksen som Japan og Tyskland har kun små og mindre likvide markeder for realrenteobligasjoner (se vedlegg).

---

<sup>1</sup> Notater om investeringsstrategi publiseres som «Discussion Notes» på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

<sup>2</sup> «Risks and reward of Inflation-Linked Bonds»

I enkelte markeder kan skattemessige og regulatoriske forhold påvirke den strukturelle etterspørselen og dermed tilbudet etter realrenteobligasjoner. Fondets delindeks for statsobligasjoner gjenspeiler passivt disse lokale markedsforholdene. Det er ingen grunn til at denne passive tilpasningen av referanseindeksen til den lokale markedsstrukturen er riktig for fondet.

I en situasjon med tiltagende sannsynlighet for deflasjon vil realrenteobligasjonene kunne ha svært ulike egenskaper på tvers av land, siden de grunnleggende reglene er ulike. Realrenteobligasjonene er derfor ikke ensartet på tvers av ulike markeder og kan vanskelig sees som en global aktivaklasse. Strukturelle forhold i markedet for realrenteobligasjoner er diskutert i et eget notat.<sup>3</sup>

Kombinasjonen av lang investeringshorisont, ingen løpende likviditetsbehov og en tålmodig eier er forhold som generelt medfører at fondet kan være godt egnet til å påta seg ulike former for systematisk risiko. Inflasjonsrisikoen i nominelle obligasjoner kan være en type risiko fondet er særlig godt egnet til å bære.

Den høye graden av likviditet i markedet for nominelle statsobligasjoner ble tillagt vekt i utformingen av referanseindeksen for obligasjoner. Erfaringene fra finanskrisen i 2008 viste imidlertid at vi i perioder med finansiell ustabilitet ikke kan påregne samme grad av likviditet i markedet for realrenteobligasjoner. Omsetteligheten i slike situasjoner er lavere og vi bærer derfor en høyere likviditetsrisiko enn ved investeringer i nominelle statsobligasjoner. Det er imidlertid ikke gitt at vi systematisk kan forvente å høste en likviditetspremie ved en strategisk allokering til dette markedet.

En bred portefølje av realaktiva vil kunne gi fondet en bedre representasjon av den underliggende veksten i økonomiene fondet er investert i. Dette vil kunne bidra til bedre diversifikasjon og redusere risikoen rundt målet om høyest mulig internasjonal kjøpekraft. Sammensetningen av fondets investeringer bør samlet sett eksponere fondet mot realveksten i verdensøkonomien. Realrenteobligasjoner vil gi en sikring mot inflasjon, men ikke nødvendigvis gjenspeile denne veksten i økonomien.

Vår vurdering er at markedet for realrenteobligasjoner ikke er tilstrekkelig bredt, dypt og ensartet nok til å kunne diversifisere fondets risiko ved rask og uventet økning i inflasjonen. Realrenteobligasjoner bør derfor ikke tilordnes en særskilt strategisk allokering.

Realrenteobligasjoner kan ha en rolle i den operative forvaltningen når det er mulig å sikre en attraktiv realavkastning og inflasjonsforventningene vurderes å være moderate.

*Norges Bank mener at fondet ikke bør ha en særskilt strategisk allokering til realrenteobligasjoner.*

---

<sup>3</sup> «The market structure of Inflation-Linked Bonds »

### Norges Banks forslag

Vårt råd om realrenteobligasjoner i den strategiske referanseindeksen for SPU kan oppsummeres som følger:

- Realrenteobligasjoner bør tas ut av den strategiske referanseindeksen for obligasjoner
- Det bør ikke etableres en særskilt strategisk allokering til realrenteobligasjoner

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg:

- Markedsoversikt, nominelle statsobligasjoner og inflasjonsjusterte obligasjoner

Vedlegg: Markedsoversikt, nominelle statsobligasjoner og inflasjonsindekserte obligasjoner (Mai 2012)

		Samlet størrelse (mill USD)		Inflasjons- indekserte obligasjoner som % av samlet statsgjeld*	Gjennomsnittsstørrelse pr enkeltlån (mill USD)		Vekter		BNP
		Nominelle Stats- obligasjoner	Inflasjons- indekserte obligasjoner		Nominelle Stats- obligasjoner	Inflasjons- indekserte obligasjoner	Nominelle Stats- obligasjoner	Inflasjons- indekserte obligasjoner	
CAD	Canada	409,532	63,782	13.5	11,701	10,630	1.7	2.6	3.0
USD	USA	5,825,481	871,205	13.0	27,095	26,400	24.5	35.8	25.7
CHF	Sveits	94,198			5,233		0.4		1.1
DKK	Danmark	123,211			13,690		0.5		0.6
EUR	Euroområdet	5,603,393	412,461	6.9	20,376	15,864	23.6	16.9	18.8
	<i>Østerrike</i>	247,095			13,727		1.0		0.7
	<i>Belgia</i>	351,313			15,274		1.5		0.9
	<i>Tyskland</i>	1,270,146	58,340	4.4	25,921	14,585	5.3	2.4	6.1
	<i>Spania</i>	567,978			19,585		2.4		0.0
	<i>Finland</i>	88,289			8,026		0.4		0.5
	<i>Frankrike</i>	1,307,545	227,766	14.8	31,891	17,520	5.5	9.3	4.7
	<i>Irland</i>	92,717			10,302		0.4		0.4
	<i>Italia</i>	1,257,825	126,354	9.1	24,196	14,039	5.3	5.2	3.7
	<i>Luxembourg</i>	7,063			2,354		0.0		0.1
	<i>Nederland</i>	371,521			18,576		1.6		1.4
	<i>Slovenia</i>	14,729			1,524		0.1		0.1
	<i>Slovakia</i>	27,172			2,264		0.1		0.2
GBP	Storbritannia	1,638,835	559,153	25.4	46,824	29,429	6.9	22.9	4.1
SEK	Sverige	84,256	35,050	29.4	8,426	5,842	0.4	1.4	0.9
AUD	Australia	211,782	25,223	10.6	13,236	5,045	0.9	1.0	2.5
JPY	Japan	7,269,052	51,424	0.7	26,922	3,214	30.6	2.1	10.0
NZD	New Zealand	41,948			8,390		0.2		0.3
SGD	Singapore	60,055			3,533		0.3		0.4
BRL	Brasil	195,365	276,677	58.6	13,024	23,056	0.8	11.4	4.2
CNY	Kina	631,652			5,135		2.7		12.4
IDR	Indonesia	60,839			2,340		0.3		1.4
INR	India	433,428			6,772		1.8		2.9
KRW	Sør-Korea	343,979	5,405	1.5	9,297	1,802	1.4	0.2	1.9
MXN	Mexico	119,392	50,953	29.9	5,685	5,661	0.5	2.1	2.0
MYR	Malaysia	82,971			2,861		0.3		0.5
PLN	Polen	98,511	6,837	6.5	7,037	3,418	0.4	0.3	0.9
RUB	Russland	63,473			2,885		0.3		3.1
THB	Thailand	64,374	2,330	3.5	1,951	2,330	0.3	0.1	0.6
TRY	Tyrkia	71,220	46,883	39.7	5,087	4,688	0.3	1.9	1.3
TWD	Taiwan	153,788			2,107		0.6		0.8
ZAR	Sør-Afrika	86,499	29,540	25.5	7,864	5,908	0.4	1.2	0.7
		23,767,236	2,436,923	9.3	17,136	13,123	100.0	100.0	100.0