

FINANSDEPARTEMENTET
Postboks 8008 DEP
0030 OSLO

Dato: 01.09.2026
Deres ref.:
Vår ref.: 26/01089-6

Statens pensjonsfond utland - analyser og vurderinger av investeringsstrategien for obligasjoner

Vi viser til Finansdepartementets brev 25. februar 2026. I dette brevet svarer vi på spørsmålene knyttet til investeringsstrategien for obligasjoner i Statens pensjonsfond utland (SPU). Spørsmålene om geopolitisk risiko og konsentrasjonsrisiko i aksjeindeksen besvares i et separat brev datert 1. september 2026. I begge brevene legger Norges Bank vekt på bred diversifisering som strategi i møte med en skiftende verden.

Departementet stiller to hovedspørsmål om investeringsstrategien for obligasjoner. For det første bes banken vurdere om obligasjonsinvesteringenes tre definerte roller, å dempe svingninger i totalporteføljen, bidra med likviditet og høsting av risikopremier, fortsatt fremstår hensiktsmessige, inkludert hvordan ulike hensyn bør vektlegges. For det andre bes banken vurdere sammensetningen av referanseindeksen for obligasjoner, herunder hvilke markeder og segmenter som bør inngå og tilhørende vektingsprinsipper.

Departementet peker på tre momenter som bør inngå i vurderingene: om BNP-vekting fortsatt gir tilfredsstillende risikospredning knyttet til staters gjeldsbetjeningsevne, om hensynet til enkelhet tilsier at store obligasjonsmarkeder bør holdes utenfor indeksen, og om durasjonen bør følge automatisk av løpetiden bestemt av utstederne.

Ekspertrådet oppnevnt av Finansdepartementet i 2025 har fått et tilsvarende, men noe bredere oppdrag. Ekspertrådet skal også vurdere fondets formål og eiers risikotoleranse og skal levere sin rapport innen 25. januar 2027. Norges Banks råd i dette brevet tar utgangspunkt i dagens rammebetingelser. Endrede forutsetninger for eiers risikotoleranse eller fondets formål kan påvirke hvordan obligasjonsindeksen bør settes sammen.

Sammendrag av rådet

Finansdepartementet har definert at fondets obligasjonsinvesteringer har tre roller: dempe svingninger i totalporteføljen, bidra med likviditet og høste risikopremier i obligasjonsmarkedet. Vi vurderer at de tre rollene fortsatt er hensiktsmessige, men at de kan vektlegges noe annerledes i sammensetningen av referanseindeksen enn i dag.

Analysene i dette brevet indikerer at en reduksjon i andelen statsobligasjoner ikke nødvendigvis svekker obligasjonsporteføljens evne til å dempe fondets svingninger i vesentlig grad. Fordelingen mellom statsobligasjoner og øvrige segmenter reflekterer avveiningen mellom de tre rollene og bør derfor ligge fast over tid. Vi anbefaler at statsdelen i obligasjonsindeksen reduseres fra 70 til 50 prosent. En statsandel på 50

prosent vil være tilstrekkelig til å dekke likviditetsbehovet, også i perioder med uro i finansmarkedene. Videre anbefaler vi at statsdelen vektet etter markedsverdi i stedet for BNP, ettersom høy statsgjeld nå er et generelt trekk ved utviklede økonomier snarere enn et særtrekk ved noen få land.

Den øvrige delen av obligasjonsindeksen bør gi eksponering mot flere kilder til risikopremier i obligasjonsmarkedet enn i dag. Fondets lange investeringshorisont gjør det godt egnet til å høste slike risikopremier over tid. Norges Banks råd er at pantesikrede obligasjoner (blant annet boliglånsobligasjoner, såkalte agency-MBS) og statsrelaterte obligasjoner bør inkluderes i obligasjonsindeksen. En bred markedsindeks gir eksponering mot flere risikopremier og gir en mer diversifisert referanseindeks enn i dag.

Norges Bank anbefaler at referanseindeksen for obligasjoner legges nærmere det brede markedet representert ved Bloomberg Global Aggregate. Den nye referanseindeksen bør settes sammen på grunnlag av de markedene som i dag inngår i de inkluderte segmentene og deretter holdes fast frem til neste store gjennomgang av obligasjonsindeksen. Vi anbefaler at durasjonen i referanseindeksen følger markedet, som i dag, og at fremvoksende markeder fortsatt holdes utenfor.

Rådet i dette brevet har en annen innretning enn Norges Banks tidligere råd om obligasjonsindeksen, der banken anbefalte en vesentlig forenkling av indeksen med færre valutaer og segmenter. Finansdepartementet la i Meld. St. 20 (2018–2019) til grunn at risikofaktorer fondet ønsker eksponering mot som hovedregel bør gjenspeiles i referanseindeksen. Bankens råd i dette brevet legger denne vurderingen til grunn.

Bakgrunn

Referanseindeksen og investeringsuniverset i dag

Forvaltningsmandatet angir fondets overordnede investeringsstrategi. Mandatet spesifiserer hva fondet kan investeres i og definerer en referanseindeks som forvaltningen måles mot. Investeringsuniverset for obligasjonsporteføljen omfatter omsettelige gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike gjeldsinstrumenter. Investeringsuniverset er bredere enn obligasjonsindeksen, som er skreddersydd basert på delindekser fra Bloomberg. Indeksen består av en statsdel (70 prosent) og en selskapsdel (30 prosent).

Statsdelen inkluderer nominelle og inflasjonssikrede statsobligasjoner utstedt av utviklede markeder, samt obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner.¹ Statsdelen er vektet etter bruttonasjonalprodukt (BNP), ikke markedsverdi. Det innebærer at land med store økonomier relativt til størrelsen på statsgjelden får høyere vekt enn det markedsvekter tilsier, og omvendt. Selskapsdelen inkluderer selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (covered bonds). Selskapsdelen er begrenset til syv valutaer² som er vektet etter markedsverdi. Durasjonen i obligasjonsindeksen bestemmes av markedets løpetidsstruktur.

¹ Internasjonale organisasjoner omfatter blant annet obligasjoner utstedt av Den europeiske investeringsbanken, Verdensbanken og regionale utviklingsbanker.

² Amerikanske dollar, euro, britiske pund, kanadiske dollar, sveitsiske franc, danske kroner og svenske kroner.

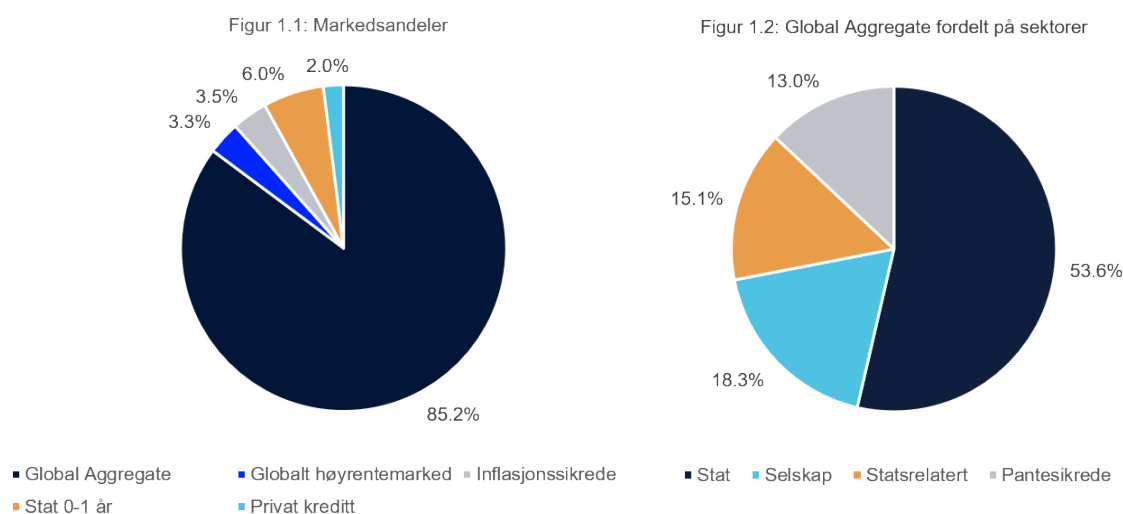
Fremvoksende markeder, høyrenteobligasjoner, boliglånsobligasjoner (agency-MBS)³, næringseiendomsobligasjoner (CMBS), obligasjoner med sikkerhet i andre eiendeler (ABS) og statsrelaterte obligasjoner med unntak av obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, inngår ikke i obligasjonsindeksen. Fondet kan likevel investere i disse segmentene innenfor de rammene som gjelder i mandatet for forvaltningen.

Obligasjonsmarkedet

Bloomberg Global Aggregate brukes ofte for å definere det investerbare globale obligasjonsmarkedet for institusjonelle investorer. Indeksen inkluderer statsobligasjoner, selskapsobligasjoner, pantesikrede obligasjoner og statsrelaterte obligasjoner fra 27 valutaer.

Bloomberg Global Aggregate representerer den klart vesentligste delen av det investerbare obligasjonsmarkedet, se figur 1, til tross for enkelte avgrensninger. Inflasjonssikrede statsobligasjoner, høyrenteobligasjoner og privat kreditt er alle utenfor. Obligasjoner med under ett års gjenværende løpetid inngår ikke i standardindeksen. Begrunnelsen er at obligasjoner nært forfall har tilnærmet null renterisiko og oppfører seg mer som pengemarkedsinstrumenter enn som obligasjoner.

Figur 1: Markedsandeler i det globale obligasjonsmarkedet



Kilder: Bloomberg og Burgiss MSCI per 31. desember 2025.

Figur 1.1 viser markedsandelene til Bloomberg Global Aggregate, Bloomberg Global Treasury 0-1 Year, Bloomberg Global High Yield, Bloomberg Global Inflation-Linked og privat kreditt. Data for forvaltningskapital i privat kreditt er fra Burgiss MSCI. Verdien representerer det samlede beløpet av forpliktet kapital i fondene, inkludert ikke-investert kapital (såkalt 'dry powder'). Figur 1.2 viser markedsandelene til sektorene innenfor Bloomberg Global Aggregate.

Sammenlignbare fond

Obligasjonsindeksene til andre store fond varierer betydelig, og flere har ikke offentliggjort sin praksis. En gjennomgang basert på offentlig tilgjengelig informasjon er gitt i vedlegg D. Denne gjennomgangen viser blant annet at fondene som bygger på brede markedsindekser typisk inkluderer boliglånsobligasjoner.

³ Med boliglånsobligasjoner mener vi agency-MBS i henhold til Bloombergs klassifisering i resten av dette brevet.

Valget av obligasjonsindeks avhenger av rollen obligasjoner har i porteføljen. Pensjonsfond med definerte ytelser bruker for eksempel obligasjoner til å tilpasse investeringene til fremtidige pensjonsutbetalinger, slik at obligasjonsindeksen i stor grad styres av forpliktelsesens struktur. SPU skiller seg fra disse ved at fondet ikke har eksplisitte forpliktelser som skal dekkes. For SPU skal obligasjoner oppfylle de tre rollene Finansdepartementet har definert, og referanseindeksen bør speile disse.

Om obligasjonsinvesteringenes tre roller

Finansdepartementet har definert at fondets obligasjonsinvesteringer har tre roller: dempe svingninger i totalporteføljen, bidra med likviditet og øke avkastningen gjennom høsting av risikopremier i obligasjonsmarkedet. Vår vurdering er at de tre rollene fortsatt er hensiktsmessige, men at de kan vektes noe annerledes i sammensetningen av referanseindeksen enn i dag.

Dempe svingninger

Den første og viktigste rollen til obligasjoner i fondet er å dempe svingninger i fondets samlede avkastning. Obligasjoners evne til å dempe svingninger i en totalportefølje har to kilder. For det første har obligasjoner lavere volatilitet enn aksjer, slik at ethvert innslag av obligasjoner reduserer de samlede svingningene uavhengig av hvilke obligasjoner man holder. For det andre stiger gjerne obligasjonskursene når aksjekursene faller, slik at obligasjonene demper det totale fallet i fondsverdien. Alle obligasjoner med høy kredittkvalitet bidrar til å dempe svingningene, men i noe ulik grad.

I normale perioder er volatiliteten til obligasjoner den viktigste kilden til å redusere svingninger i fondets samlede avkastning, noe som gjør at valget mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner betyr lite for svingningene i en portefølje med 70 prosent aksjer og 30 prosent obligasjoner. Våre analyser viser at en 70/30-portefølje hadde årlige svingninger på mellom 10,7 og 11,5 prosent i perioden 1995–2025, avhengig av om obligasjonsdelen bestod av statsobligasjoner, selskapsobligasjoner eller boliglånsobligasjoner.⁴ En ren aksjeportefølje hadde i samme periode årlige svingninger på 15,3 prosent. Det store bidraget til volatilitetsdemping i normale perioder kommer fra å ha obligasjoner overhodet, ikke fra valget mellom segmenter i obligasjonsmarkedet.

I kriser endrer dette seg noe. Statsobligasjoner har over perioden vi ser på hatt en negativ samvariasjon med aksjer på 0,34 i kriseperioder og dermed forsterket dempingseffekt når behovet er størst. Selskapsobligasjoner beveger seg i samme retning som aksjer i kriser, med en positiv samvariasjon på 0,42.⁵ For boliglånsobligasjoner er samvariasjonen med aksjer svakt positiv i normale perioder, men har historisk snudd til negativ i kriser slik at de

⁴ Se vedlegg A.

⁵ Samvariasjonen er her målt som korrelasjonen mellom månedlig avkastning på henholdsvis obligasjoner og aksjer i kriseperioder. I vedlegg A uttrykkes den samme sammenhengen gjennom aksjebeta, som i tillegg til korrelasjonen tar hensyn til forholdet mellom volatiliteten i de to aktivaklassene. De to målene beskriver samme underliggende egenskap, men aksjebeta angir hvor mye obligasjonsavkastningen i gjennomsnitt endrer seg når aksjemarkedet beveger seg én prosent, og er derfor bedre egnet til å tallfeste bidraget til porteføljens samlede svingninger.

har gitt ekstra volatilitetsdempning som ligner mer på statsobligasjoner enn selskapsobligasjoner i kriseperioder.

Hvorvidt obligasjoner vil bidra til å dempe verdifallet i fondet i en mulig fremtidig krise, vil avhenge av krisens art. Man kan for eksempel ikke forvente at statsobligasjoner vil ha samme risikodempende egenskaper som ellers i en statsgjeldskrise.

Likviditet

Den andre rollen til obligasjoner i fondet er å bidra med likviditet, og da hovedsakelig i forbindelse med rebalansering.⁶ Når aksjeandelen faller mer enn to prosentpoeng under den strategiske andelen på 70 prosent, krever rebalanseringsregelen at fondet selger obligasjoner og kjøper aksjer. Jo mer likvide og stabile obligasjonene er, jo lettere gjennomføres dette uten å påvirke markedsprisene. Nominelle statsobligasjoner utstedt av store utviklede markeder er en naturlig likviditetskilde for fondet, da handelsvolumene i disse markedene er stabile, ofte også i perioder med uro i finansmarkedene. Fondets størrelse gjør likviditet særlig viktig.

Simuleringer av rebalanseringsregelen i perioden 1973–2025 indikerer at fondet i gjennomsnitt trenger å selge obligasjoner tilsvarende om lag 5,5 prosent av fondets verdi over en rebalanseringsepisode. I de fem prosent mest krevende periodene viser simuleringer at fondet må selge obligasjoner til opp mot 11 prosent av fondets verdi. I de mest krevende periodene tilsvarer dette i underkant av 40 prosent av obligasjonsporteføljen gitt en aksjeandel på 70 prosent. Statsobligasjoner utstedt av utviklede markeder utgjør i dag rundt 70 prosent av obligasjonsindeksen, eller 21 prosent av fondets referanseindeks. Simuleringene i vedlegg B viser at det er en god margin til det estimerte likviditetsbehovet, også i perioder med uro i finansmarkedene.

Risikopremier i obligasjonsmarkedet

Den tredje rollen til obligasjoner i fondet er høsting av risikopremier i obligasjonsmarkedet. Investorer eier andre typer obligasjoner enn statsobligasjoner for å høste risikopremier. De viktigste segmentene er selskapsobligasjoner, statsrelaterte obligasjoner og pantesikrede obligasjoner⁷, hvorav boliglånsobligasjoner er den største delen. Hvert av disse segmentene tilbyr distinkte risikopremier med ulike egenskaper.

Investorer i selskapsobligasjoner forventer en kredittpremie som kompensasjon for risikoen for mislighold, og for at disse obligasjonene er mindre likvide enn statsobligasjoner. På samme måte forventes en såkalt forhåndsbetalingspremie for boliglånsobligasjoner. Premien oppstår fordi låntakere har rett til å refinansiere lånene sine til lavere rente, noe som betyr at investorene bærer en opsjon som er i låntakerens favør. For statsrelaterte obligasjoner, det vil si obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, føderale institusjoner og kommuner, forventes en likviditetspremie og en liten kredittpremie utover ren statsrisiko. Disse utstederne har implisitt eller eksplisitt statsstøtte og høy kredittkvalitet, men er noe mindre likvide enn statsobligasjoner fra de største markedene.

⁶ Vi fokuserer her og i vedlegg B på rebalansering snarere enn utflyt fra fondet. Dette skyldes at utflyt går ut av hele fondet, ikke bare av obligasjonsporteføljen.

⁷ Med pantesikrede obligasjoner mener vi segmentet securitized i henhold til Bloombergs klassifisering.

I vedlegg C viser vi hvordan alle disse tre segmentene har gitt høyere gjennomsnittlig årlig avkastning enn statsobligasjoner for perioden 1995–2025, samt høyere risikojustert avkastning.

Fondets lange investeringshorisont gjør det godt egnet til å høste slike risikopremier, som vil variere over tid. Som beskrevet innledningsvis legger vi til grunn at de risikopremier fondet ønsker eksponering mot som hovedregel bør gjenspeiles i referanseindeksen. Hensynet til risikopremier må avveies mot de to første rollene. Selskapsobligasjoner har historisk beveget seg i samme retning som aksjer i kriseperioder, noe som svekker evnen til å dempe svingninger nettopp når behovet er størst. Boliglånsobligasjoner har derimot vist volatilitetsdempende egenskaper i kriseperioder, men på et lavere nivå enn statsobligasjoner.

Samlet vurdering

Gjennomgangen av de tre rollene tilsier at de kan vektes noe annerledes i sammensetningen av referanseindeksen enn i dag. Det viktigste for å dempe svingninger i en totalportefølje er å ha et visst innslag obligasjonsinvesteringer, ikke hvilke segmenter som inngår i indeksen. I tillegg viser våre analyser at fondets likviditetsbehov kan tilsi en lavere statsandel enn i dag. Fondets særtrekk gjør det også godt egnet til å høste risikopremier over tid. Dette kan tilsi at obligasjonsindeksen bør utvides til andre segmenter. Boliglånsobligasjoner er særlig interessante her, fordi de over tid har gitt en risikopremie samtidig som de har dempet svingninger i kriseperioder.

Vurdering av sammensetningen av referanseindeksen

Lavere andel statsobligasjoner

Norges Bank anbefaler at statsdelen i obligasjonsindeksen reduseres fra 70 til 50 prosent. Analysen over viser at en reduksjon i statsobligasjonsandelen ikke nødvendigvis svekker evnen til å dempe svingninger i vesentlig grad. Simuleringer indikerer videre at en statsdel på 40 prosent vil være tilstrekkelig for å dekke likviditetsbehovet også i perioder med uro i finansmarkedene.

En statsobligasjonsandel som er høyere enn likviditetsbehovet, representerer imidlertid en implisitt kostnad i form av noe lavere forventet avkastning. Samtidig er det viktig at statsobligasjoner utgjør en betydelig andel av obligasjonsporteføljen og bidrar til å dempe svingningsrisiko også i de mest krevende markedsperiodene. Norges Banks vurdering er at en statsandel på 50 prosent gir en komfortabel margin til den estimerte øvre grensen for likviditetsbehov og reduserer risikoen for vesentlig markedspåvirkning ved en likviditetshendelse. Fremtidige stressperioder kan avvike fra historiske mønstre, for eksempel dersom aksjer er mer volatile, fondsverdien er vesentlig høyere, eller rebalanseringsregelen utløser salg over kortere tidsrom enn tidligere. En statsandel på 50 prosent er også mer i tråd med markedet, representert ved Bloomberg Global Aggregate.⁸

⁸ Statsobligasjoner utgjør per 30. juni 2026 litt over halvparten av Bloomberg Global Aggregate, også dersom fremvoksende markeder er tatt ut.

Vi anbefaler at det videreføres en fast andel statsobligasjoner i referanseindeksen med månedlig rebalansering som i dag. Fordelingen mellom stat og øvrige segmenter reflekterer en avveining mellom de tre rollene. Denne avveiningen bør ligge fast over tid uavhengig av markedsutviklingen.

Inflasjonssikrede obligasjoner

Statsandelen i dagens obligasjonsindeks har siden 2005 inkludert inflasjonssikrede statsobligasjoner utstedt av utviklede markeder. I 2012 foreslo Norges Bank å ta dem ut.⁹ Finansdepartementet valgte å beholde dem, med den begrunnelse at hensynet til risikospredning veide tyngre enn behovet for å forenkle indeksen, og at fondet som langsiktig investor kunne høste en likviditetspremie i dette markedet.

Norges Bank anbefaler at inflasjonssikrede statsobligasjoner videreføres i referanseindeksen. Til forskjell fra nominelle obligasjoner gir de eksponering mot realrenter og beskyttelse mot uventet inflasjon. I perioder med uventet høy inflasjon vil nominelle obligasjoner tape realverdi, mens inflasjonssikrede obligasjoner kan bidra til å opprettholde kjøpekraft. Siden Bloomberg Global Aggregate ikke inkluderer dette segmentet, anbefales inflasjonssikrede statsobligasjoner videreført som et tillegg.

Fremvoksende markeder

Fremvoksende markeder ble besluttet fjernet fra statsdelen i obligasjonsindeksen i 2019.¹⁰ Departementet viste til at opp- og nedgraderinger av utstederlandenes kredittverdighet i større grad syntes å være en utfordring for fremvoksende markeder enn for utviklede markeder. Norges Bank deler fortsatt denne vurderingen og anbefaler at fremvoksende markeder fortsatt holdes utenfor referanseindeksen.

Vektingsprinsipp for statsdelen: markedsvekter

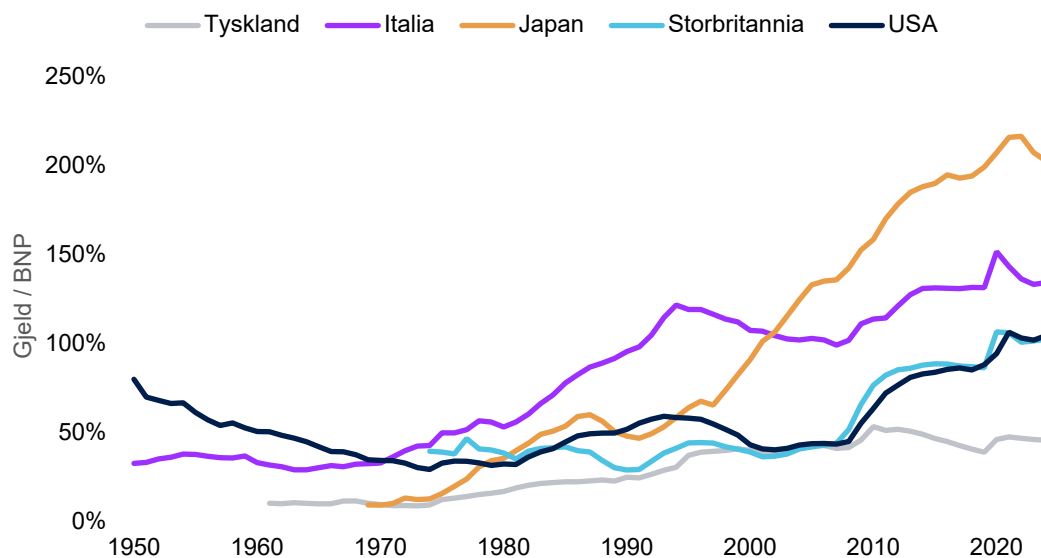
Departementet ber om en vurdering av om BNP-vekting fortsatt gir tilfredsstillende risikospredning knyttet til staters gjeldsbetjeningsevne, og om hensynet til statsfinansiell styrke bør ivaretas gjennom aktiv forvaltning eller i referanseindeksen.

Begrunnelsen for å innføre BNP-vekter i 2012 var knyttet til at BNP-vekter kunne gi bedre risikospredning enn markedsvekter. Norges Banks vurdering er at BNP-vekter ikke lenger gir en risikospredning knyttet til staters gjeldsbetjeningsevne som nødvendigvis er bedre enn markedsvekter. Siden BNP-vekter ble innført, har høy statsgjeld gått fra å være et særtrekk ved enkeltland, særlig Japan og enkelte land i eurosone, til å bli et mer generelt kjennetegn ved utviklede økonomier, se figur 2. I vedlegg F viser vi at BNP-vekter har gitt høyere avkastning enn markedsvekter i perioden 2001 til 2025. Den historiske meravkastningen er i all hovedsak drevet av undervektningen av Japan og svekkelsen av yenen over de siste årene. At undervektningen av Japan i ettertid har gitt meravkastning, er dermed et resultat av ett lands særtrekk over en bestemt periode, og ikke et argument for at BNP er et godt mål på statsfinansiell risiko.

⁹ Brev til Finansdepartementet 9. august 2012.

¹⁰ For mer informasjon, se Meld. St. 20 (2018-2019).

Figur 2: Statsgjeld som andel av BNP



Kilder: IMF Global Debt Database.

Statsgjeld som prosent av BNP. Årlige data fra 1950 til 2024.

Prinsippet om markedsvekting innebærer at låntakere som utsteder store volumer obligasjoner, får økt vekt i referanseindeksen. Prinsippet er selvjusterende ved at markedet løpende priser statsfinansiell risiko og andre makroøkonomiske faktorer som vekst og inflasjon. Land med svake statsfinanser må betale høyere rente for å låne, noe som over tid begrenser vekten i indeksen.

Samtidig er det forhold ved statsobligasjonsmarkedet som reiser spørsmål om prisingen av statsobligasjoner. Investorsammensetning og reguleringen av institusjonelle investorer, sentralbankenes store verdipapirkjøp og statsobligasjoners rolle som trygg havn er forhold som kan påvirke prisingen på måter som avviker fra hva fundamentale forhold skulle tilsi. Over lange tidshorisonter er vår vurdering at statsobligasjonsrenter i all hovedsak reflekterer makroøkonomiske trender, og NBIMs analyser viser at det meste av variasjon i lange statsobligasjonsrenter kan forklares av endringer i langsiktige inflasjonsutsikter og likevektsrealrenten.¹¹ En eventuell feilprising på kortere horisonter, for eksempel knyttet til kjøpere som ikke er prissensitive, kan utnyttes i den aktive forvaltningen.¹²

Norges Banks vurdering er at markedsvekter er et naturlig utgangspunkt for statsobligasjonsindeksen. Dette er også i tråd med anbefalingen fra ekspertgruppen som vurderte det samme spørsmålet i 2018-2019.¹³ De mest brukte obligasjonsindeksene er basert på markedsvekter. Vår vurdering er at høy statsgjeld i flere utviklede markeder svekker argumentet om at BNP-vekter bidrar til risikoreduksjon ved å korrigere for

¹¹ NBIM Discussion Note #1-2023.

¹² I vedlegg F gjennomgår vi litteraturen om forhold som kan medføre feilprising i statsobligasjonsmarkedet.

¹³ van Binsbergen, Jules H. og Ralph S.J. Koijen, «Benchmarking Global Fixed Income Portfolios», rapport til Finansdepartementet, november 2018.

enkeltlands høye markedsvekt. BNP-vekting er i tillegg den viktigste kilden til kompleksitet og operasjonell risiko i sammensetningen av referanseindeksen.

Uavhengig av om statsobligasjoner vektes etter BNP eller markedsverdi, vil det kunne oppstå en situasjon der Norges Bank eier statsgjeld til et land med gjeldsproblemer. Som kreditor kan Norges Bank måtte ta stilling til gjeldslette, restrukturering eller sanksjoner. Slike situasjoner må i så fall håndteres i den operative forvaltningen.

En bredere referanseindeks som høster flere risikopremier

Fondets særtrekk gjør det godt egnet til å høste risikopremier i obligasjonsmarkedet som varierer over tid. Vi anbefaler at den øvrige halvdelen av obligasjonsindeksen gir eksponering mot flere kilder til risikopremier enn i dag. I tillegg til selskapsobligasjoner som inngår i indeksen i dag, er det bankens vurdering at pantesikrede obligasjoner og statsrelaterte obligasjoner bør inkluderes i obligasjonsindeksen. Begge disse segmentene inngår i den brede obligasjonsindeksen Bloomberg Global Aggregate. Dette vil innebære at referanseindeksen går fra å være dominert av statsobligasjonenes løpetidspremie til å gi en mer balansert og diversifisert eksponering mot flere avkastningskilder.

Pantesikrede obligasjoner

Pantesikrede obligasjoner er et stort segment i Bloomberg Global Aggregate. Segmentet består hovedsakelig av boliglånsobligasjoner (agency-MBS). Segmentet ble tatt ut av obligasjonsindeksen i 2012. Under finanskrisen hadde Norges Bank eksponering mot private boliglånsobligasjoner gjennom eksterne mandater. Disse ble illikvide og vanskelige å forvalte i denne perioden.

Agency-MBS er i dag et standardisert og likvid segment med utestående beløp på om lag 7 500 milliarder dollar ved utgangen av 2025. Dette utgjør om lag halvparten av utestående selskapsobligasjoner i utviklede markeder. Gjennomsnittlig daglig omsetning i agency-MBS er på rundt 350 milliarder dollar, vesentlig høyere enn for amerikanske selskapsobligasjoner. Obligasjonene er garantert av Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae, og kredittkvaliteten er tilnærmet lik amerikanske statsobligasjoner. Segmentet har historisk gitt en risikopremie knyttet til forhåndsbetalingsrisiko. Denne premien skiller seg fra kredittpremien i selskapsobligasjoner og representerer en kilde til ytterligere diversifisering. Som omtalt tidligere har dette segmentet hatt negativ samvariasjon med aksjer i perioder med uro i finansmarkedene. En nærmere analyse er gitt i vedlegg C.

Pantesikrede obligasjoner i Bloomberg Global Aggregate inkluderer også næringseiendomsobligasjoner (CMBS) og obligasjoner med sikkerhet i andre eiendeler (ABS). Disse segmentene er vesentlig mindre enn agency-MBS og utgjør til sammen under én prosent av Bloomberg Global Aggregate. Begrunnelsen for å inkludere dem er ikke en selvstendig analyse av disse segmentenes egenskaper, men at de inngår naturlig i en bred markedsindeks.

Statsrelaterte obligasjoner

Statsrelaterte obligasjoner, det vil si obligasjoner utstedt av føderale institusjoner, kommuner, internasjonale organisasjoner og stater i fremmed valuta, inngår i Bloomberg

Global Aggregate, men er i stor grad holdt utenfor dagens referanseindeks. Disse utstederne har høy kredittkvalitet, og flere opererer med implisitt eller eksplisitt statsstøtte. Historiske avkastningstall i vedlegg C viser at statsrelaterte obligasjoner har gitt høyere risikojustert avkastning enn nominelle statsobligasjoner, og representerer dermed en kilde til ytterligere risikopremier som referanseindeksen i dag ikke fanger opp. Vi anbefaler at disse segmentene også inkluderes i referanseindeksen.¹⁴ Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, som allerede inngår i dagens indeks, anbefales flyttet fra statsdelen til den ikke-statlige delen i tråd med klassifiseringen i Bloomberg Global Aggregate. Disse obligasjonene utgjør 3,7 prosent av dagens referanseindeks.

Durasjon

Departementet ber om en vurdering av om durasjonen i referanseindeksen bør fastsettes eksplisitt eller følge automatisk av løpetiden bestemt av utstederne, som i dag. Durasjon er et mål på rentefølsomhet og varierer over tid både som følge av rentenivået og av hvilken løpetidsprofil utstederne velger. Gjennomsnittlig durasjon i indeksen er i dag om lag seks til syv år.

Norges Bank anbefaler at durasjonen fortsetter å følge markedets løpetidsstruktur. Obligasjoner går inn i indeksen når de utstedes og ut når løpetiden faller under ett år. Selv om det for en langsiktig investor kunne gitt mening å ha en indeks som holder obligasjoner helt til forfall, foreslår vi ikke nå å inkludere obligasjoner med løpetid under ett år. Det skyldes at det per i dag ikke finnes et indeksprodukt som dekker alle segmentene vi foreslår å inkludere i obligasjonsindeksen. Lengre durasjon gir høyere terminpremie og sterkere volatilitetsdemping i kriser¹⁵, noe som er gunstig sett fra obligasjonenes primære rolle i porteføljen. Kortere durasjon gir lavere renterisiko og høyere likviditet. Mange pensjonsfond vil velge durasjonen til obligasjonsporteføljen basert på durasjonen til forpliktelsene de har. Fondet har ingen eksplisitte forpliktelser, og det virker derfor naturlig å ta utgangspunkt i markedets prising av renterisiko. Endrede forutsetninger for eiers risikotoleranse eller fondets formål kan påvirke hvordan obligasjonsindeksen bør settes sammen og spesielt hvilken durasjonsprofil den bør ha.

En referanseindeks med utgangspunkt i Bloomberg Global Aggregate

Analysene av obligasjonenes roller tilsier at de bør vektlegges noe annerledes i dag i sammensetningen av obligasjonsindeksen.

Norges Bank anbefaler at referanseindeksen for obligasjoner legges nærmere en bred markedsindeks (Bloomberg Global Aggregate). Våre analyser viser at alle obligasjoner med høy kredittkvalitet demper svingninger i totalporteføljen, og at likviditetsbehovet er godt dekket med en statsdel på 50 prosent. Å bevege seg nærmere en bred markedsindeks vil gi økt eksponering til risikopremier i obligasjonsmarkedet og en mer diversifisert sammensetning enn i dag. Samlet innebærer dette at obligasjonsporteføljen kan gi noe

¹⁴ I dagens referanseindeks inngår obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner i statsdelen. I Bloomberg Global Aggregate er disse klassifisert som statsrelaterte obligasjoner. I anbefalingen for ny referanseindeks vil supranasjonale utstedere derfor ikke inngå i statsdelen, men i den øvrige halvdel av 50/50-fordelingen.

¹⁵ Forutsatt negativ samvariasjon mellom aksjer og obligasjoner.

høyere forventet risikojustert avkastning uten at det vesentlig svekker obligasjonsinvesteringenes evne til å dempe svingninger eller dekke likviditetsbehovet.

Vi anbefaler at alle segmenter i Bloomberg Global Aggregate inkluderes, med unntak av obligasjoner utstedt av fremvoksende markeder.¹⁶ Inflasjonssikrede statsobligasjoner bør inkluderes i statsdelen i tråd med gjeldende praksis. Den strategiske fordelingen foreslås satt til 50 prosent statsobligasjoner og 50 prosent øvrige obligasjoner. Innenfor begge delene bør markedsvekter benyttes.

Samtidig med en overgang til markedsvekter i begge delene av obligasjonsindeksen, anbefaler vi at valutasammensetningen på selskapssiden utvides fra en liste på syv valutaer til å inkludere alle valutaer i Bloomberg Global Aggregate for utviklede markeder¹⁷ og at frysingen av nye markeder i statsdelen oppheves midlertidig ved overgangen. Dette innebærer at den nye indeksen vil bestå av de markedene som i dag inngår i Bloomberg Global Aggregate og deretter holdes markedssammensetningen fast frem til neste store gjennomgang av obligasjonsindeksen. Durasjonen bør følge markedets løpetidsstruktur, som i dag.

Departementet ber om en vurdering av om hensynet til enkelhet i seg selv tilsier at store obligasjonsmarkeder bør holdes utenfor indeksen, og nevner amerikanske boliglånsobligasjoner som et eksempel. Dagens indeks innebærer en stor grad av skreddersøm, med for eksempel bruk av BNP-vekter og færre segmenter enn den brede markedsindeksen. Færre segmenter gjør forvaltningen enklere, samtidig som skreddersøm bidrar til å øke operasjonell risiko. Skreddersøm gjør også indeksen vanskeligere å etterprøve. Å legge seg tettere opp mot en standardindeks vil gjøre fondets referanseindeks mer transparent og etterprøvbar. Den krever imidlertid noen flere ressurser å forvalte siden den inkluderer flere typer segmenter. Norges Banks vurdering er at denne merbelastningen er håndterbar, og at gevinsten ved redusert skreddersøm veier tyngre.

Endring av risiko i anbefalt referanseindeks

I vedlegg G viser vi sammensetningen av dagens referanseindeks, Bloomberg Global Aggregate for utviklede markeder og forslaget til ny referanseindeks fordelt på segmenter, valutaer og land. De viktigste endringene fra dagens indeks er en vesentlig lavere andel statsobligasjoner og inkludering av boliglånsobligasjoner, som utgjør om lag 13 prosent av den anbefalte indeksen mot null i dag. Statsrelaterte obligasjoner øker fra om lag 4 til om lag 11 prosent. Valutafordelingen er tilnærmet uendret, med unntak av japanske yen som øker fra rundt 5 til 8 prosent. Amerikanske dollar er den desidert største valutaen, med en vekt på litt over 50 prosent. Den største forskjellen i dollarmarkedet er at andelen amerikanske statsobligasjoner går ned, noe som motsvares av en om lag tilsvarende økning i øvrige amerikanske obligasjoner. I vedlegget sammenligner vi avkastnings- og risikoegenskapene til nåværende og anbefalt referanseindeks. Den største forskjellen er at

¹⁶ Herunder nominelle statsobligasjoner, statsrelaterte obligasjoner, pantelikrede obligasjoner, og selskapsobligasjoner.

¹⁷ Totalt vil japanske yen, australske dollar, newzealandske dollar, og singaporske dollar legges til i selskapssektoren.

den anbefalte indeksen gir bedre risikospredning mot flere avkastningskilder fremfor å være dominert av statsobligasjoner.

En bredere referanseindeks vil innebære at fondet påtar seg annen risiko enn den vi har i dag. Boliglånsobligasjoner har forhåndsbetalingsrisiko, og selv om denne historisk har vært kompensert med en premie, kan avkastningen svinge eller utebli. Boliglånsobligasjoner er tett knyttet til den amerikanske stat gjennom implisitt eller eksplisitt statsgaranti, men de er også pantesikret. En lavere statsandel reduserer porteføljens likviditet. Virkningene av forslaget på forventet avkastning og risiko for fondet er små, med en marginalt høyere forventet avkastning og marginalt lavere svingningsrisiko. Samlet vurderer Norges Bank at fordelene ved en bredere og mer markedsnær indeks veier tyngre enn endringene i risiko.

Avslutning

Finansdepartementet ber om en vurdering av hvordan den anbefalte referanseindeksen bør reflekteres i forvaltningsmandatet. Norges Bank vil komme tilbake med et konkret forslag til hvordan obligasjonsindeksen bør spesifiseres i mandatet etter at departementet har tatt stilling til rådet. Vi vurderer at øvrige rammer og krav for obligasjonsporteføljen, herunder ramme for innslaget av høyrenteobligasjoner og fremvoksende markeder i den aktive forvaltningen, bør videreføres som i dag.

En bredere indeks stiller samtidig noe større krav til den løpende forvaltningen. Norges Bank har allerede erfaring med flere av segmentene vi foreslår å inkludere. Samtidig krever en eventuell inkludering av boliglånsobligasjoner at vi utvikler ekspertise på dette området med noen få dedikerte ressurser. En bredere obligasjonsindeks vil ha svært begrenset betydning for transaksjonskostnadene ved å forvalte denne.¹⁸ Tilpasningen til en eventuell ny referanseindeks bør gjøres gradvis av hensyn til markedspåvirkning og transaksjonskostnader.¹⁹ Norges Bank legger til grunn at vi vil kunne komme med forslag til en implementeringsplan etter at departementet har tatt stilling til rådet.

Med hilsen

Ida Wolden Bache

Nicolai Tangen

Elektronisk signert / Signed electronically:

Nicolai Tangen

Ida Wolden Bache

¹⁸ Den anbefalte indeksen gir en beregnet merkostnad på 6,6 millioner kroner per år, men merkostnadene er lavere enn usikkerheten i modellanslagene. Samlet sett er de løpende kostnadene ved de to indeksene så like at forskjellen ikke bør tillegges vekt.

¹⁹ Engangskostnaden ved overgangen er beregnet til om lag 750 millioner kroner som en øvre grense. Denne kan reduseres vesentlig gjennom gradvis implementering som utnytter naturlig reinvestering av obligasjoner som forfaller, motstilling mot eksisterende aktive posisjoner og andre kapitalstrømmer i fondet.

Vedlegg:
Vedlegg

Kopi til:
Norges Banks representantskap