

EN VURDERING AV FRAMVOKSENDE MARKEDER SOM INVESTERINGSALTERNATIV FOR PETROLEUMSFONDET

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 16. mars 1999

1 Innledning

I brev til Finansdepartementet datert 22. august 1997 drøftet Norges Bank Petroleumsfondets investeringsstrategi der et sentralt punkt var fondets landfordeling. Norges Bank anbefalte at fondet i hovedsak ble investert i utviklede markeder, men at inntil 5 prosent av fondet kunne investeres i framvoksende markeder. Dette er utviklingsland og land som er i en overgangsfase fra planøkonomi til markedsøkonomi.

I brevet framhevet Norges Bank at framvoksende økonomier er kjennetegnet ved rask økonomisk vekst og stadig bedre utviklede finansmarkeder. Det ble påpekt at dette kunne gi forventninger om god avkastning på investeringer i slike markeder. Videre ble det understreket at dersom den økonomiske utviklingen i disse landene ikke er sterkt korrelert med utviklingen i andre land, kan investeringer i framvoksende markeder også bidra til å redusere variasjonen i fondets samlede avkastning.

Norges Banks anbefaling ble gitt på et generelt grunnlag ut fra formålet med fondet, som er å maksimere framtidig kjøpekraft gitt et akseptabelt nivå på risikoen. Banken uttrykte at det ikke var sikkert at en ville investere i framvoksende markeder i fondets startfase, og foreslo heller ingen avgrensning av aktuelle land.

I Nasjonalbudsjettet 1998 ble det uttalt at plasseringer i framvoksende markeder kunne være et interessant investeringsalternativ for Petroleumsfondet, men at oppbygging av kompetanse på investeringer i disse markedene måtte vurderes opp mot andre prioriterte oppgaver. Etter en samlet vurdering kom Regjeringen til at den på det tidspunktet ikke ville åpne for investeringer i framvoksende markeder.

I Revidert nasjonalbudsjett 1998 uttalte regjeringen at den ville se nærmere på om Petroleumsfondets landliste burde utvides og uttalte følgende:

«Etter Regjeringens vurdering vil det være naturlig å gjennomgå denne listen med tanke på å utvide antall land Petroleumsfondet kan

investere i. For det første kan det tenkes at flere land etter hvert vil oppfylle de kriteriene som er satt med hensyn til selskaps-, verdipapir- og børslovgivning. For det annet kan det vise seg hensiktsmessig å inkludere enkelte land som er på vei mot fullt utviklede og velregulerte markeder. Land det vil være aktuelt å vurdere i denne sammenheng er blant annet Sør-Afrika og enkelte land i Øst-Europa, Sør-Amerika og Asia. Regjeringen legger også vekt på at en ved å investere deler av fondet i disse landene kan bidra positivt til den økonomiske utviklingen og dermed til å styrke utviklingen mot større demokrati og bedre menneskerettigheter.»

Formålet med dette brevet er å drøfte hvilke krav som bør være oppfylt før nye land inkluderes i fondets investeringsunivers. Vurderingene tar utgangspunkt i formålet med fondet, som er å maksimere framtidig formue for et akseptabelt nivå på risikoen. Norges Bank har ikke vurdert om investeringer i framvoksende markeder vil bidra til å fremme økonomisk vekst, demokrati og menneskerettigheter i framvoksende økonomier. Det er ikke vurdert om andre utvidelser av investeringsuniverset enn nye land, som for eksempel investeringer i råvarekontrakter, ikke-børsnoterte aksjer eller fast eiendom, ville være mer hensiktsmessig ut fra fondets formål. Siden det vil være nødvendig å prioritere ressurser i den operative forvaltningen, burde det helst foreligge en slik samlet vurdering før en eventuelt begynner å investere i framvoksende økonomier.

Tre forhold er særlig viktige ved en vurdering av en utvidelse av landlisten:

- Markedene må være åpne for utlendinger og tilfredsstillende visse minstekrav til oppgjørssystemer, størrelse, likviditet og regulering.
- Det må forutsettes en viss grad av politisk og makroøkonomisk stabilitet i de landene en investerer i for å begrense landrisikoen.

- En må også vurdere virkningen av å inkludere nye land på Petroleumsfondets avkastning og risiko.

I det følgende trekkes opp generelle prinsipper for vurdering av nye land. Disse prinsippene konkretiseres i form av eksempler. Norges Bank tar imidlertid ikke sikte på å gi en konkret tilråding om landlisten bør utvides i dette brevet. Utviklingen i framvoksende økonomier den senere tiden og nyere litteratur har ført til økt fokus på risikoen ved investeringer i framvoksende markeder. Før en tilråding kan gis må det derfor arbeides mer med å vurdere hvilke land som oppfyller de ulike kravene.

Oppgjørssrisikoen i framvoksende markeder er større enn i utviklede markeder. Samtidig er det juridiske rammeverket i framvoksende markeder noe mindre betryggende. Framvoksende markeder er også generelt sett små og har dårligere likviditet enn utviklede markeder. Det er derfor viktig å vurdere nøye både oppgjørssrisikoen, likviditeten og lovverket i aktuelle land før en åpner opp for investeringer i disse landene.

Utviklede økonomier er i gjennomsnitt betydelig mer stabile både politisk og økonomisk enn framvoksende økonomier. Landrisikoen ved investeringer i framvoksende økonomier kan være stor, og det er følgelig nødvendig å gjennomføre grundige analyser av både den politiske og makro-økonomiske stabiliteten i disse landene.

Både den operasjonelle risikoen og landrisikoen ved investeringer i framvoksende markeder kan endre seg raskt. Det er derfor viktig at de minstekravene som stilles er oppfylt til enhver tid. Dette forutsetter at ressursbruken i oppfølgingsfasen er tilstrekkelig til å avdekke vesentlige endringer i risikoen.

Avkastningen på investeringer i framvoksende aksjemarkeder har i perioder vært høyere enn i utviklede markeder, men også betydelig mer variabel. Samtidig har samvariasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder vært lav, men den seneste tiden er det indikasjoner på at samvariasjonen har økt. Diversifikasjonsgevinstene er trolig noe mindre nå enn tidligere, og samtidig er det usikkert om avkastningen ved å investere i framvoksende markeder er tilfredsstillende i forhold til risikoen. Før en eventuelt utvider landlisten bør en derfor vurdere grundig om nye land bidrar til å redusere

risikoen eller øke avkastningen til Petroleumsfondet.

En utvidelse av landlisten kan i prinsippet gjelde både fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer. Mye av omtalen i teoretisk og empirisk litteratur er imidlertid konsentrert om aksjemarkedene i framvoksende økonomier, og det er enklere å skaffe gode referanseindekser for aksjeinvesteringer. Det innebærer at en generelt har noe bedre informasjon om framvoksende aksjemarkeder enn obligasjonsmarkeder. Bedre aksjemarkedsdata gjør det noe enklere å vurdere virkningen på Petroleumsfondets avkastning og risiko av å inkludere nye aksjemarkeder enn framvoksende obligasjonsmarkeder. Norges Bank har derfor i denne omgang valgt å fokusere på framvoksende aksjemarkeder.

Brevet er organisert slik at i avsnitt 2 refereres gjeldende landliste. I avsnitt 3 foretas en avgrensning av framvoksende markeder. Under avsnitt 4 drøftes minstekrav til oppgjørssystemer, lovgivning, størrelse og likviditet, mens det i avsnitt 5 redegjøres for landrisiko. I avsnitt 6 diskuteres nye land i lys av virkningen på Petroleumsfondets avkastning og risiko. Deretter følger en oppsummering.

2 Gjeldende landliste

I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble det pekt på at anslagene for fondets størrelse var vesentlig oppjustert og at det nå ble lagt til grunn en lengre tidshorison for investeringene. Det kunne derfor reises spørsmål ved om landfordelingen, som var basert på importvekter, ga den mest hensiktsmessige landfordelingen. Det ble argumentert med at importvekter kunne gi for store investeringer i små land som Danmark og Sverige, at importmønsteret kunne endres over tid, at den reelle importen fra et land kunne avvike fra den direkte importen, at sårbarheten for økonomiske tilbakeslag i Europa kunne bli høyere enn ønskelig og at lønnsomheten til store internasjonale selskaper først og fremst var knyttet til den globale økonomiske utviklingen. Videre at det på lang sikt kunne være grunn til å forvente at valutakursrisikoen ville være mindre fordi den reelle avkastningen ved å investere i ulike valutaslag vil nærme seg hverandre over tid.

En kan i prinsippet basere landfordelinger på tre ulike vektsett; BNP-vekter, importvekter og markeds kapitaliseringsvekter. BNP-vekter gir uttrykk for økonomienes relative betydning, mens importvekter direkte gir uttrykk for det gjeldende

importmønsteret. Markedskapitaliseringsvekter gjenspeiler verdipapirmarkedenes relative størrelser. I Nasjonalbudsjettet 1998 viser Finansdepartementet til de vurderinger omkring valg av landvekter som ble gjort i Revidert nasjonalbudsjett 1997 og til brev fra Norges Bank datert 22. august 1997 der banken anbefaler å legge mest vekt på BNP-vekter, men at også hensynet til Norges importmønster ble tillagt en viss vekt. Disse hensynene ble således lagt til grunn for fordelingen på regioner:

Amerika, 30 prosent

Europa, 50 prosent

Asia og Oceania, 20 prosent

Innenfor den enkelte region ble det besluttet å håndtere aksjer og obligasjoner ulikt. For å begrense transaksjonskostnadene og for å unngå store eierandeler i enkeltelskaper ble det vurdert som hensiktsmessig å nytte markedskapitaliseringsvekter for aksjer. Slike vekter ble imidlertid ikke vurdert som et godt alternativ for obligasjoner siden de kan innebære at investeringene automatisk økes i land med voksende gjeld. Det ble derfor besluttet å bruke BNP-vekter som utgangspunkt for fordelingen av obligasjonsinvesteringene innenfor den enkelte region.

Når det gjaldt valg av land, ble det lagt vekt på at Petroleumsfondet skulle investeres i land med velfungerende finansmarkeder og betryggende verdipapirlovgivning. I tillegg ble det lagt vekt på at finansmarkedene skulle ha tilfredsstillende størrelse og likviditet og at det ikke var restriksjoner på utlendingers adgang til markedene. For å sikre at valg av land ble foretatt ut fra objektive kriterier, tok en utgangspunkt i en av de store investeringsbankenes indekser for utviklede markeder. Disse indeksene er konstruert etter kriterier som er relevante for forvaltningen av Petroleumsfondet siden de skiller mellom land nettopp ut fra verdipapirmarkedenes størrelse og likviditet, lovgivning og tilgjengelighet for utenlandske investorer.

Gjeldende landliste er lik listen over utviklede land som inngår i aksjeindeksen til Morgan Stanley Capital International (MSCI). Følgende land inngår i dag i investeringsuniverset:

- Canada og USA
- Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia,

Irland, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike

- Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand og Singapore

3 Framvoksende markeder

Det eksisterer ikke et entydig sett av kriterier som definerer framvoksende markeder. International Finance Corporation (IFC), som er en organisatorisk enhet underlagt Verdensbanken, nytter et generelt økonomisk kriterium; gjennomsnittsinntekten i landet (målt ved bruttonasjonalprodukt per innbygger). Dersom landets gjennomsnittsinntekt ikke overstiger Verdensbankens grense for høyinntektsland, defineres landet som en framvoksende økonomi. Dette er en vanlig måte å definere framvoksende økonomier på.

IFC har introdusert en tredje kategori markeder, som er gitt betegnelsen «frontier markets». Disse «grensemarkedene» beskrives som små, illikvide og med dårlig informasjonsflyt selv etter målestokken som nyttes på framvoksende markeder.

IFC vurderer ikke disse aksjemarkedene som egnede plasseringsalternativ for utenlandske investorer. Aksjemarkedene i Bangladesh, Botswana, Estland og Litauen er eksempler på denne type markeder.

I IFC pågår et arbeid for å endre definisjonen av framvoksende markeder. Som grunnlag for dette arbeidet vises blant annet til at gjennomsnittsinntekten kan påvirkes i betydelig grad av valutakursvingninger og at gjennomsnittsinntekten kan vokse raskt i enkelte land uten tilsvarende utvikling i aksjemarkedet. Videre at flere kvalitative trekk ved framvoksende markeder, som kvaliteten på regulering, overvåking, gjennomsiktighet og regnskapsstandarder, er viktige egenskaper som bør tillegges vekt i en avgrensning mellom utviklede og framvoksende markeder.

De framvoksende aksjemarkedenes andel av samlet BNP i verden i 1996 var om lag 19 prosent, mens deres andel av verdens befolkning var 84 prosent. Markedsverdien av de framvoksende aksjemarkedene utgjorde 9 prosent av verdens samlede aksjemarkedsverdi i 1997. Målt som andel av norsk import har framvoksende økonomier en vekt på om lag 15 prosent.

I tabell 1 vises markedsverdien av framvoksende aksjemarkeder, som inngår i IFC Investable Index (IFC-I). IFC-I er en indeks som er konstruert på en slik måte at den reflekterer utlendingers faktiske investeringsmuligheter i framvoksende aksjemarkeder.

Disse landene utgjør således en hensiktsmessig avgrensning av aktuelle land.

4 Minstekrav til oppgjørssystemer, lovverk og markedenes størrelse og likviditet

Naturlige minstekrav er at verdipapirmarkedene er åpne for utlendinger, har tilfredsstillende størrelse og likviditet og er underlagt et godt fungerende reguleringsregime med et hensiktsmessig lovverk

Tabell 1. Markedskapitalisering, september 1998

		Mill. USD	Andel region	Andel totalt
Latin-Amerika				
	Argentina	42555	11,77 %	2,69 %
	Brasil	155582	43,02 %	9,83 %
	Chile	46735	12,92 %	2,95 %
	Colombia	11734	3,24 %	0,74 %
	Mexico	87334	24,15 %	5,52 %
	Peru	11621	3,21 %	0,73 %
	Venezuela	6056	1,67 %	0,38 %
Sum		361617	100,00 %	22,84 %
Asia				
	Kina	245411	31,66 %	15,50 %
	India	113132	14,59 %	7,15 %
	Indonesia	10895	1,41 %	0,69 %
	Korea	46773	6,03 %	2,95 %
	Malaysia	63571	8,20 %	4,02 %
	Pakistan	6255	0,81 %	0,40 %
	Filippinene	20584	2,66 %	1,30 %
	Taiwan	245867	31,72 %	15,53 %
	Thailand	22731	2,93 %	1,44 %
Sum		775219	100,00 %	48,97 %
Europa				
	Tsjekkia	11305	5,80 %	0,71 %
	Hellas	54830	28,15 %	3,46 %
	Ungarn	9924	5,10 %	0,63 %
	Polen	12540	6,44 %	0,79 %
	Portugal	51274	26,33 %	3,24 %
	Russland	20199	10,37 %	1,28 %
	Slovakia	1035	0,53 %	0,07 %
	Tyrkia	33649	17,28 %	2,13 %
Sum		194756	100,00 %	12,30 %
Midt-Østen og Afrika				
	Egypt	23906	9,51 %	1,51 %
	Israel	40976	16,29 %	2,59 %
	Jordan	5784	2,30 %	0,37 %
	Marokko	16739	6,66 %	1,06 %
	Sør-Afrika	162680	64,69 %	10,28 %
	Zimbabwe	1408	0,56 %	0,09 %
Sum		251493	100,00 %	15,89 %
Total		1583085		100,00 %
Memo:				
	Norge	53000		

og tilfredsstillende overvåking; herunder et godt fungerende oppgjørssystem.

Det er vanskelig å sette objektive krav på disse områdene, og forskjellene mellom noen lands markeder kan være relativt små. I våre vurderinger har vi valgt å nytte det norske aksjemarkedet som sammenligningsgrunnlag for enkelte av de forholdene som vurderes. Det norske markedet er i internasjonal sammenheng forholdsvis lite. En alternativ målestokk kan være de minste markedene innenfor gjeldende landliste.

i) Åpenhet, oppgjørssystemer og lovgivning:

Av de framvoksende markedene som inngår i IFC-I, var det kun i noen land det var satt grenser for utlendingers maksimale eierandel i enkeltelskaper ved utgangen av 1997. Begrensningene på utlendingers eierandeler i enkeltaksjer i relevante framvoksende markeder synes derfor ikke å representere noen effektiv hindring for en internasjonal investor som Petroleumsfondet.

Det er naturlig å stille flere krav til oppgjørssystemene i land som Petroleumsfondet investerer i. I resten av dette avsnittet gis en kort gjennomgang av sentrale elementer i oppgjørssystemer, og det understrekes at oppgjørssystemene i framvoksende verdipapirmarkeder er mer risikable enn i utviklede markeder.

Det er viktig at prosessen med å koble handler inkluderer samtlige aktører i transaksjonen, dvs. den lokale depotmottaker, den globale depotmottaker, investorer og lokale mellommenn. Organiseringen på dette området er ikke like god i framvoksende som i utviklede markeder.

I enkelte framvoksende markeder nyttes fysiske oppgjørssystemer. I slike systemer er sannsynligheten for svindel, tyveri, svinn av verdipapirer og forsinkelser som følge av begrenset oppgjørskapasitet, større enn i elektroniske systemer.

Mange framvoksende markeder mangler sentrale rettighetsregistre som f.eks. Verdipapirsentralen i Norge. Flere og desentraliserte rettighetsregistre bidrar til å øke risikoen i oppgjørssystemet.

Det er en klar fordel om eiendomsretten til verdipapirer skifter samtidig som pengeoppgjøret finner sted, at dette ikke kan reverseres og at prosessen er slutført i løpet av maksimalt tre dager. Utviklede markeder har normalt bedre prosedyrer på dette området enn framvoksende markeder.

Med jevne mellomrom oppstår det feil i handler eller oppgjør, og det er derfor nødvendig med prosedyrer som sikrer feiloppretting og som håndheves konsistent av en uavhengig enhet som en børs eller et tilsynsorgan. Også på dette området er risikoen normalt mindre i utviklede enn i framvoksende markeder.

Standardiserte og automatiserte informasjons- og meldingssystemer reduserer muligheten for feil og korter også ned på den tiden det tar å oppdage / lokalisere feil. SWIFT er et internasjonalt meldings- og informasjonssystem som nyttes mye, og det vil være en fordel om aktørene i verdipapirmarkedet nytter enten SWIFT eller et lignende system. Slike informasjons- og meldingssystemer er ikke like utbredt i framvoksende som utviklede markeder.

Det er viktig at bestemmelser som er fastsatt for å sikre åpenhet om transaksjoner i markedet håndheves. Videre at et kompetent tilsynsorgan med vide fullmakter er etablert og at reguleringer tolkes og håndheves på en konsistent måte. Sentrale områder må være underlagt betryggende lovgivning. Særlig eiendomsrett, kontraktsrett, verdipapirlovgivning, konkursrett, skattelovgivning og domstols- og voldgiftssystemer er viktige komponenter i en vurdering av det legale rammeverket. Det er grunn til å tro at framvoksende markeder ligger etter utviklede markeder på disse områdene.

Det er utviklet indekser for noen viktige framvoksende markeder som måler risikoen i oppgjørssystemet. Denne type indekser muliggjør sammenligninger av effektiviteten i oppgjørssystemene i ulike land basert på de samlede kostnadene som markedsaktørene pådrar seg som følge av handler som må reverseres. En annen type indeks måler sikkerheten knyttet til utbytte- og kupongbetalinger, tilbakebetaling av kildeskatter og beskyttelse av rettigheter knyttet til selskaphendelser. Disse to indeksene kombineres til en tredje indeks (operasjonell risikoindeks) der det samtidig tas hensyn til andre operasjonelle faktorer som hvor godt internasjonale organisasjoners anbefalinger om organisering av oppgjørssystemer er fulgt, kompleksiteten og effektiviteten i reguleringsregimet og lovverket, motpartsrisiko og «force majeure» risiko. I tabell 2 nedenfor framheves de landene som oppnår tilfredsstillende verdier (høyere enn 65) på denne indeksen.

ii) Størrelse og likviditet:

I dette punktet drøftes noen kriterier som er relevante i vurderingen av markedenes størrelse og likviditet. Mot slutten av punktet drøftes hvilke kriterier som det etter vår mening er viktigst å oppfylle.

Det er viktig at markedene er av en viss størrelse både absolutt og i forhold til Petroleumsfondets investeringer. Det synes derfor fornuftig å rangere markedene etter samlet markedsverdi med tanke på å utelukke de minste markedene i hver region. Det er betydelige forskjeller i størrelse mellom markedene. Det er 7 markeder som er større enn det norske aksjemarkedet (se tabell 2).

Fordi markedsverdiene i USD svinger sterkt som følge av endringer i dollarkursen og fordi markedsverdiene i lokal valuta også kan være relativt volatile, bør en vurdere om kravet bør knyttes til et gjennomsnitt av markedsverdiene ved utløpet av hver måned over for eksempel det siste året eller de 2-3 siste årene.

Et annet naturlig krav er at likviditeten i markedet er god og ikke vesentlig dårligere enn i industrialiserte nasjoner. Mål på likviditet er årlig handelsvolum, forholdet mellom omsetning og markedsverdi (omløpshastighet) og forskjellen mellom kjøps- og salgskurs. Data for handelsvo-

Tabell 2

	Kriterium 1	Kriterium 2	Kriterium 3	Kriterium 4	Kriterium 5
Latin-Amerika					
Argentina	x				x
Brasil	x	x	x	x	x
Chile	n.a.				x
Colombia	n.a.				x
Mexico	x	x			x
Peru	x				x
Venezuela					
Asia					
Kina		x	x	x	x
India		x	x	x	x
Indonesia					x
Korea	x		x	x	x
Malaysia	x				x
Pakistan	n.a.		x		x
Filippinene					x
Sri Lanka	n.a.				
Taiwan	n.a.	x	x	x	x
Thailand	x				x
Europa					
Tsjekia					
Hellas		x	x	x	x
Ungarn			x		
Polen					x
Portugal			x	x	x
Russland	n.a.				x
Slovakia	n.a.		x		
Tyrkia	x		x	x	x
Midt-Østen/Afrika					
Egypt	n.a.				x
Israel	n.a.				x
Jordan	n.a.				
Marokko	n.a.				
Sør-Afrika		x		x	x
Zimbabwe	n.a.				

Kriterium 1: Score på «Operational Risk Benchmark» over 65, data ikke tilgjengelig for alle land

Kriterium 2: Samlet markedsverdi større enn 53 mrd USD

Kriterium 3: Omløpshastighet per år større enn 5,3 prosent

Kriterium 4: Daglig omsetning større enn 133 million USD

Kriterium 5: Antall investerbare selskaper større enn 15

lum og omløpshastighet er tilgjengelige, men det er vanskelig å ha en godt begrunnet oppfatning om hvor grensene bør settes.

Omløpshastigheten på Oslo Børs var om lag 5,3 prosent i september. Det betyr at samlet omsetning i løpet av måneden utgjorde 5,3 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi i måneden. I tabell 2 framheves markeder med en omløpshastighet på minst 5,3 prosent.

Det daglige omsetningsvolumet på Oslo Børs i september 1998 var om lag 133 million USD. Tabell 2 viser hvilke land som i september 1998 tilfredsstilte et krav til minste omsetning per dag på 133 million USD.

Antall selskaper som er åpne for utlendinger og samtidig har en viss størrelse og likviditet, er meget lavt i enkelte land. En tommelfingerregel er at antall selskaper i en portefølje bør være minst 15 for å sikre at selskaps-spesifikk risiko kan diversifiseres bort. Dette er risiko som er knyttet til det enkelte selskap og som ikke er relatert til generelle markedsbevegelser. Tabell 2 viser hvilke markeder som består av minst 15 selskaper som utlendinger kan investere i.

Det er mulig å differensiere mellom land ut fra de kriteriene (eller en kombinasjon av kriterier) som er skissert i dette avsnittet. Det er vanskeligere å komme frem til naturlige kritiske verdier og til en vurdering av en rimelig sammenvekting av de ulike forholdstallene. Tabell 2 viser hvilke framvoksende markeder som for de ulike kriteriene ligger på minst samme nivå som det norske markedet. Indeksen for operasjonell risiko var ikke tilgjengelig for det norske markedet, så her er grensen satt ut fra en absolutt vurdering. De landene som tilfredsstiller «minimumskravene» er framhevet med et kryss i tabellen.

Etter vår vurdering er en forutsetning for i det hele tatt å vurdere investeringer i framvoksende markeder at den operasjonelle risikoen ikke er for høy (kriterium 1 i tabell 2). Deretter synes det naturlig å forutsette at markedet, som målt ved samlet markedsverdi, er av en viss minste størrelse (kriterium 2). Videre bør det være en forutsetning at likviditeten i markedet er god både målt som daglig omsetning (kriterium 3) og som omløpshastighet (kriterium 4). I hvert marked bør det også være et tilstrekkelig antall selskaper som representerer reelle investeringsalternativer for utlendinger (kriterium 5).

5 Landrisiko

Landrisiko er en funksjon av politisk og makroøkonomisk stabilitet. Politisk risiko materialiseres når myndighetene i et land eksproprierer eiendom, innfører valutarestriksjoner eller handelsrestriksjoner, endrer skattelovgivningen og innfører andre regler som begrenser utbytte og rentebetalinger og som reduserer verdien av aksjer og obligasjoner. Makroøkonomisk stabilitet er blant annet knyttet til finans- og pengepolitikken innretning samt hvor utsatt landet er for økonomiske sjokk.

Landrisikoen ved investeringer i framvoksende markeder er vesentlig større enn ved investeringer i utviklede markeder. Derfor må en gjøre særskilte vurderinger av landrisikoen. Denne risikoen materialiseres ofte i form av såkalt «event risk», som ikke alltid reflekteres i historiske avkastningsrater.

Det er ressurskrevende å utføre grundige landanalyser for korte investeringshorisonter og enda vanskeligere for lengre tidsperspektiv. Land som vurderes som for risikable på kort sikt, kan være akseptable på lengre sikt og motsatt. Investeringshorisonten til Petroleumsfondet er langsiktig, og den langsiktige strategien bør ligge mest mulig fast. Det er følgelig ikke enkelt å skille mellom land på et gitt tidspunkt ut fra vurderinger av politiske og økonomiske stabilitetskriterier. Gode landanalyser forutsetter betydelig ressursinnsats. En nærliggende løsning kan være å basere vurderingene på arbeid som er gjort av andre institusjoner og nedfelt i for eksempel landrisikoindekser. Flere institusjoner utarbeider risikoindekser med rangering av land basert på en sammenvekting av politiske og økonomiske indikatorer. Det nyttes indikatorer som måler politisk spenning, regimets stabilitet, inntektsfordeling, inflasjon, driftsbalansunderskudd og gjeld til utlendinger.

Det er forholdsvis enkelt å påpeke svakheter ved de fleste vurderingssystemer for landrisiko, og det er særlig vanskelig å sette en grense for akseptabel risiko. Det er også et problem at indeksverdiene kan endres i løpet av et relativt kort tidsrom. I tabell 3 vises JPMorgans landrisikoindeks og Moodys og Standard & Poors kredittvurdering av de samme landene. JPMorgans landrisikoindeks fokuserer på økonomiske kriterier som blant annet BNP-vekst, gjennomsnittsinntekt, inflasjon, budsjettbalansen, betalingsbalansen og kredittvekst. Standard and Poor og Moodys legger både politiske (kvalitative) og økonomiske (kvantitative)

forhold til grunn for vurderinger av risikoen knyttet til statsobligasjonsinvesteringer i de ulike landene. Norges Bank bruker disse to kredittvurderingsinstituttene i avgrensningen av hvilke obligasjoner fondet kan investere i.

Velger en å nytte landrisikoindekser som et hjelpemiddel i valget av nye land, må det foretas et valg mellom indeksprodusenter og deretter må det settes et maksimumskrav for akseptabel landrisiko.

I litteraturen gis det ingen klare anbefalinger verken vedrørende det første eller det andre spørsmålet. Det er imidlertid grunn til å tro at et forholdsvis objektivt rammeverk er bedre enn et alternativ uten et rammeverk. Norges Bank anbefaler derfor at det foretas en grundigere vurdering av bruk av landrisikoindekser som et hjelpemiddel til å velge ut aktuelle land.

Tabell 3. Landrisikoindikatorer/indekser. Januar 1999

	JPMorgan jan.99	JPMorgan okt.98	Moody's	S&P
Latin-Amerika				
Argentina	41	40	Ba3	BB
Brasil	63	72	B2	BB-
Chile	29	27	Baa1	A-
Colombia	40	46	Baa3	BBB-
Mexico	39	46	Ba2	BB
Peru	35	40	Ba3	BB
Venezuela	47	56	B2	B+
Asia				
Kina	41	44	A3	BBB+
India	38	39	Ba2	BB
Indonesia	53	87	B3	CCC+
Korea	28	54	Ba1	BB+
Malaysia	32	54	Baa3	BBB-
Pakistan	n.a.	n.a.		
Filippinene	36	53	Ba1	BB+
Sri Lanka	n.a.	n.a.		
Taiwan	32	34	Aa3	AA+
Thailand	33	54	Ba1	BBB-
Europa				
Tsjekkia	29	36	Baa1	A-
Hellas	33	35	Baa1	BBB
Ungarn	30	30	Baa2	BBB-
Polen	31	27	Baa3	BBB-
Portugal	n.a.	n.a.		
Russland	63	85	B3	CCC-
Slovakia	n.a.	n.a.		
Tyrkia	47	44	B1	B
Midt-Østen/Afrika				
Egypt	n.a.	n.a.		
Israel	n.a.	n.a.		
Jordan	n.a.	n.a.		
Marokko	39	46	Ba1	BB
Sør-Afrika	43	44	Baa3	BB+
Zimbabwe	n.a.	n.a.		

Dårligste score på JPMorgans indeks er 140. Beste score er 0. Lav verdi impliserer dermed lav risiko.

I Moodys system innebærer Aaa lavest risiko og C høyest risiko. Baa1 innebærer f.eks. mindre risiko enn Ba1 samtidig som Ba1 er mindre risikabel enn B1.

I S&Ps system innebærer AAA lavest risiko og CC høyest risiko. Her innebærer BBB mindre risiko enn BB+, samtidig som BB+ er mindre risikabel enn f.eks. CCC+.

Kilde: JPMorgan, Moodys og S&P

6 Et bedre bytteforhold mellom risiko og forventet avkastning

I porteføljeteorien forutsettes det at investor tar valg basert på forventet avkastning og risiko, som målt ved standardavviket til avkastningen. Høy forventet avkastning er positivt, mens høyt standardavvik (risiko) er negativt. Dette er lagt til grunn i Norges Banks tidligere arbeid med valg av referanseportefølje.

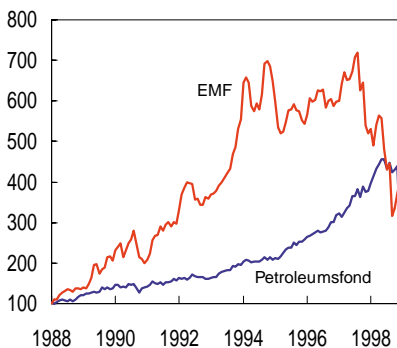
I dette avsnittet vurderes investeringer i framvoksende aksjemarkeder ut fra tradisjonell porteføljeteori. Det er publisert en betydelig mengde artikler som dokumenterer historiske avkastningsrater i framvoksende markeder og samvariasjonen mellom avkastningsrater i aksjemarkedene i industriland og framvoksende økonomier.

Sentrale resultat fra litteraturen og egne analyser refereres. Først kommenteres historisk avkastning i framvoksende markeder og deretter vurderes risikoen ved denne type investeringer. Til slutt drøftes forhold som er spesielle for Petroleumsfondet.

i) Avkastning

Det har historisk vært mulig å oppnå høy avkastning ved å investere i framvoksende aksjemarkeder. Den senere tiden har imidlertid avkastningen vært betydelig høyere i utviklede enn i framvoksende markeder. Figur 1 viser utviklingen i MSCIs indeks for framvoksende markeder (EMF) fra 1988 og fram til utgangen av 1998. Figuren viser også hvordan verdien på en aksjeforfølje med samme landfordeling som Petroleumsfondets aksjeforfølje ville utviklet seg over det samme tidsrommet. Denne indeksen er basert på MSCIs indekser for utviklede markeder.

Figur 1 Indeksutvikling. 1988=100



Den historisk høye avkastningen i framvoksende markeder kan ha reflektert både strukturelle endringer som har økt etterspørselen etter aksjer, og høy økonomisk vekst. Flere framvoksende økonomier har åpnet opp verdipapirmarkedene slik at det er blitt lettere å kjøpe og selge aksjer og samtidig er regnskapsregler og regelverket for nyemisjoner forbedret. Deler av offentlig sektor er privatisert, sentrale økonomiske reformer er gjennomført og programmer er iverksatt for å stabilisere valutakurser og priser. I tillegg kommer at framvoksende markeder har vært underrepresentert i porteføljene til investorer i industrilandene.

Den framtidige avkastningen på investeringer i framvoksende aksjemarkeder vil blant annet avhenge av den framtidig økonomiske veksten i de framvoksende økonomiene. Denne veksten vil avhenge av veksten i arbeidsstyrken og strukturelle endringer i næringslivet og offentlig sektor som bedrer effektiviteten i økonomien.

I framvoksende økonomier vil arbeidsstyrken øke betydelig, mens den vil stagnere i utviklede økonomier. Det kan medføre at produksjonskapasiteten i framvoksende økonomier øker sterkere enn i utviklede økonomier. Dette blir av enkelte brukt som argument for at aksjemarkedene i framvoksende økonomier i framtiden vil ha en gunstigere utvikling enn aksjemarkedene i utviklede økonomier.

ii) Risiko

Dersom samvariasjonen mellom avkastningen på verdipapirer i ulike land er lav, vil en investor kunne bedre forholdet mellom porteføljens avkastning og risiko. Lav samvariasjon mellom avkastningsrater i ulike land kan skyldes at landene har økonomiske sykler som er ut av fase. Framvoksende økonomier har ofte et konjunkturforløp som avviker fra utviklede økonomier. For en internasjonal investor kan derfor investeringer i framvoksende markeder bidra til å redusere porteføljens samlede risiko.

Flere forhold kan forklare manglende synkronisering av økonomiske sykler: nasjonale faktorer, ulik næringsstruktur, ulik penge- og finanspolitikk, forskjellige institusjonelle og juridiske regimer og asymmetriske sjokk. Slike ulikheter kan medføre landspesifikk variasjon i avkastningsrater. A priori kan en vente at samvariasjon i avkastningsrater er stor ved geografisk nærhet, tilhørighet til institu-

sjonelle valutakursordninger, utstrakt samhandel, betydelige kulturelle fellestrekk og likheter i økonomisk basis. I de følgende punktene framheves noen sentrale observasjoner når det gjelder risikoen knyttet til investeringer i framvoksende markeder.

Risikoen ved investeringer i framvoksende markeder er isolert sett betydelig høyere enn ved investeringer i utviklede markeder. Av figur 1 framgår det tydelig at volatiliteten i framvoksende markeder har vært betydelig større enn i utviklede markeder. Det har imidlertid lenge vært en oppfatning at samvariasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder har vært så lav at det for internasjonale investorer har vært mulig å redusere risikoen ved å investere i framvoksende markeder.

Den senere tiden er det imidlertid indikasjoner på at samvariasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder har økt noe. Det innebærer i så fall at diversifikasjonsgevinstene er mindre nå enn tidligere. Det er videre indikasjoner på at samvariasjonen øker i perioder med økende risiko. En implikasjon av det er at diversifikasjonsgevinstene er minst når det er størst behov for dem.

Beregninger Norges Bank har gjort på månedsdata for perioden 1993-98 viser at det kan være vanskelig å redusere risikoen til en portefølje bestående av aksjer utstedt i utviklede markeder ved å investere i framvoksende aksjemarkeder. Dette gjelder også for en aksjeportefølje som har samme landvekter som Petroleumsfondet.

Det er påvist at samvariasjonen mellom ukentlige avkastningsrater er mindre enn mellom månedlige avkastningsrater, som igjen er mindre enn når samvariasjonen beregnes på årlige data. For Petroleumsfondet er det langsiktige strukturer som er relevante. Det kan være at diversifikasjonsgevinstene er mindre for investorer med lang investeringshorisont enn for investorer med kort horisont. Det er imidlertid vanskelig å trekke klare konklusjoner på dette punktet siden vi ikke har nok data til å beregne korrelasjoner for lange investeringshorisonter.

Samvariasjonen mellom avkastningen i framvoksende markeder innenfor samme region er generelt sett forholdsvis lav. Det kan være at det derfor er hensiktsmessig å plassere midler i mer enn et land innenfor hver region. I hvert fall er det slik at standardavviket til avkastningen på markedsvek-

tede regionporteføljer er vesentlig lavere enn standardavvikene til avkastningene på de enkelte lands aksjemarkeder.

Samvariasjonen mellom avkastningen på markedsvektede regionindekser er også relativt lav. En implikasjon av det kan være at det er fornuftig å investere i flere regioner for å redusere region-spesifikk risiko.

Diskusjonen ovenfor viser at det bør arbeides videre med å kartlegge om investeringer i framvoksende markeder vil kunne bidra til å redusere risikoen i en portefølje som i utgangspunktet bare er investert i utviklede markeder. I dette arbeidet bør det legges spesiell vekt på å studere mulige gevinster for investorer som har en lang investeringshorisont.

iii) Forhold som er spesielle for fondet

I tillegg til tradisjonelle porteføljemodellanalyser, kan det være naturlig å se nærmere på to forhold som er spesielle for Petroleumsfondet. Det første er at formålet er å maksimere fondets internasjonale kjøpekraft. Det andre er at forvaltningen av fondet i prinsippet bør sees i sammenheng med andre deler av Norges nasjonalformue.

Formålet med Petroleumsfondet er å maksimere framtidig internasjonal kjøpekraft gitt et akseptabelt nivå på risikoen. Store valutakursbevegelser kan redusere fondets kjøpekraft og representerer derfor en type risiko som det kan være gunstig å begrense. Men selv om valutakursene til framvoksende markeder har vist store fluktasjoner, er det ikke åpenbart at investeringer i disse landene vil øke fondets risiko. Det skyldes at valutakursrisikoen må sees i sammenheng med formålet for forvaltningen av fondet, som er å maksimere fondets internasjonale kjøpekraft. En måte å begrense risikoen på kan følgelig være å investere midler i land som vi vil importere varer og tjenester fra når fondet skal brukes. Vi vet ikke i dag hvilke land dette vil være, men det er rimelig å tro at en viss andel av Norges import i framtiden vil komme fra framvoksende økonomier (i dag er denne andelen 15 prosent). Isolert sett betyr det at valutakursrisikoen kan reduseres ved å investere deler av fondet i disse landene. Norges Bank har tidligere argumentert for at valutakursrisikoen er mindre viktig når en har en lang investeringshorisont, men det betyr ikke at den helt kan ignoreres. Følgelig kan det argumenteres for at det å investere deler av

fondet i framvoksende markeder kan bidra til å redusere fondets valutakursrisiko.

Petroleumsfondet utgjør en del av nasjonalformuen. Ideelt sett burde en vurdere Petroleumsfondets investeringer ut fra et totalformuesperspektiv, noe som kunne gi noe andre resultater enn de som genereres av tradisjonelle porteføljemodeller. Det kan argumenteres for at porteføljen bør spres på regioner som ikke utsettes for samme type sjokk samtidig, og at en i enda sterkere grad enn det tradisjonelle porteføljemodeller tilsier, bør søke å redusere samvariasjonen mellom utviklingen i norsk økonomi og avkastningen til fondet. Det siste innebærer at en bør investere i land som er relativt ulik Norge. Framvoksende økonomier vil ha en annen økonomisk og demografisk struktur og være lokalisert i andre regioner av verden enn våre typiske samarbeidspartnere. Framvoksende økonomier er ulik Norge på sentrale punkter, og investeringer i aksjemarkedene i disse landene kan bidra til å redusere samvariasjonen mellom utviklingen i norsk økonomi og avkastningen til fondet.

7 Oppsummering

I dette brevet har Norges Bank vurdert hvilke kriterier som bør legges til grunn for investeringer i framvoksende aksjemarkeder.

En vurdering av aktuelle land bør ta utgangspunkt i IFCs definisjon og avgrensning av framvoksende markeder. Disse markedene må deretter vurderes ut fra de krav som bør stilles til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet. Noen relevante kriterier er skissert foran i brevet, og markeder som tilfredsstiller visse minimumskrav er framhevet. Det generelle inntrykket er at risikoen er større enn ved investeringer i utviklede markeder.

Etter å ha innskrenket mulighetsområdet basert på en vurdering av de ulike markedenes åpenhet, oppgjørssystemer, lovgivning og likviditet, anbefaler Norges Bank å vurdere gjenværende land ut fra krav til politisk og økonomisk stabilitet. Slike vurderinger kan baseres på landrisikoindeks, som beskrevet tidligere i brevet.

For å sikre konsistens med gjeldende portefølje, bør gjenværende kandidater deretter vurderes ut fra landenes bidrag til Petroleumsfondets avkastning og risiko.

Risikoen ved investeringer i framvoksende markeder er større enn ved investeringer i utviklede

land. Etter Norges Banks mening bør det arbeides videre med å kartlegge hvor stor risikoen er og hvordan den best kan håndteres. Dette vil kreve betydelig arbeid siden det er flere typer risiki som må undersøkes grundigere; oppgjørssystemer, landrisiko, markedsrisiko og valutakursrisiko. En vurdering av om en skal åpne for investeringer i framvoksende markeder bør baseres på resultatene fra et slikt arbeid. Det innebærer at det må foretas en særskilt vurdering av aktuelle land som tar utgangspunkt i landets oppgjørssystemer, lovgivning og politisk og økonomisk stabilitet. Videre at aktuelle markeder må vurderes ut fra størrelse, likviditet og virkning på Petroleumsfondets avkastning og risiko.

I forbindelse med en eventuell utvidelse av landlisten må det også vurderes om de samme landene skal inngå i referanseporteføljen. Valg av land og aktivaallokering er strategiske beslutninger som tas ut fra formålet med forvaltningen av Petroleumsfondet. Etablering av referanseporteføljer skal blant annet bidra til at forvaltningen legges tett opp mot det strategiske formålet med porteføljen. Det er således nærliggende at en eventuell utvidelse av landlisten også bør følges av en endring i referanseporteføljen. Dersom referanseporteføljen endres, vil forvalter ha sterke insentiver til å inkludere de nye landene i den faktiske porteføljen.

Før Norges Bank kan plassere midler i nye land må systemer tilpasses og kompetanse må bygges opp. Investeringer i framvoksende markeder stiller større krav til kontinuerlig vurdering av om aktuelle land på et hvert tidspunkt oppfyller de ulike kriteriene. Det vil derfor kunne ta noe tid før Norges Bank operasjonelt kan gjennomføre investeringer i framvoksende markeder. Dersom det fattes en beslutning om å utvide landlisten, vil det kunne medføre at Norges Bank må prioritere noe lavere enkelte andre områder i den operative forvaltningen. Dette kan tilsi at en i prinsippet burde se en eventuell utvidelse av landlisten i sammenheng med andre viktige oppgaver i forvaltningen av fondet.

Med hilsen
Svein Gjedrem

Harald Bøhn