

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for tredje kvartal 2004

Samandrag

I tredje kvartal 2004 var periodeavkastninga av Statens petroleumsfond medrekna Miljøfondet 1,42 prosent rekna i den valutakorga som svarer til samansetninga av Petroleumsfondet sin referanseportefølje. Samla for dei tre første kvartala i 2004 var avkastninga på 4,23 prosent.

Avkastninga av aksjeporteføljen var i tredje kvartal –0,99 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen. Det kjem av at aksjekursane i dei tre hovudmarknadene USA, Europa og særleg i Japan fall gjennom kvartalet. Renteporteføljen hadde positiv avkastning med 3,12 prosent målt i valutakorga, etter rentenedgang særleg i USA men også i euro-området og i Japan.

I tredje kvartal 2004 var avkastninga av Petroleumsfondet sin ordinære portefølje 0,02 prosentpoeng lågare enn avkastninga på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samla for dei tre første kvartala i 2004 var den faktiske avkastninga 0,30 prosentpoeng høgare enn referanseavkastninga.

Miljøfondet hadde i tredje kvartal ei avkastning på –1,59 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen og –3,59 prosent målt i norske kroner. Samla for dei tre første kvartala var avkastninga på 3,97 prosent målt i valutakorga og 4,48 prosent målt i norske kroner.

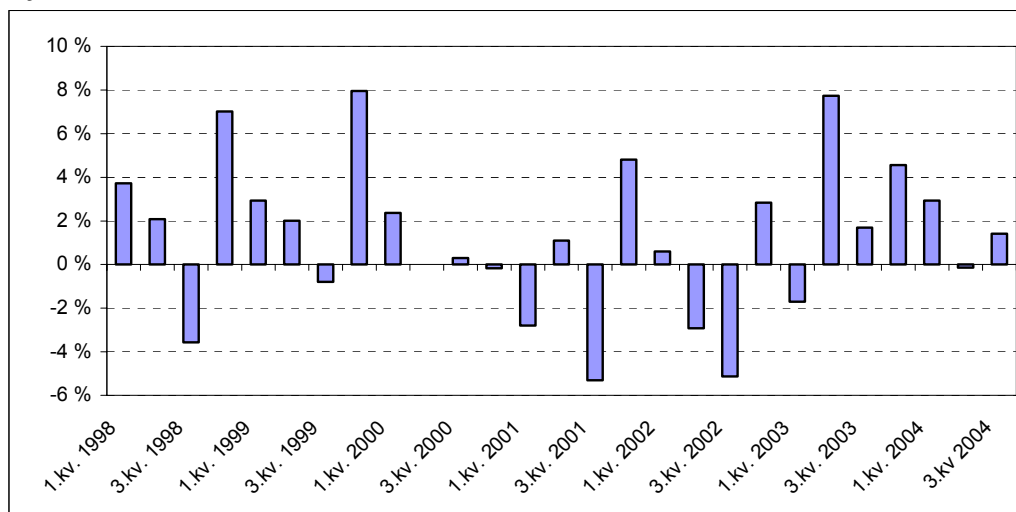
Marknadsverdien av fondet var på 988,1 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal. Det er ein auke på 45,8 milliardar frå starten av kvartalet og ein auke på 142,8 milliardar sidan årsskiftet.

Auken i marknadsverdi i tredje kvartal skuldast både positiv avkastning målt i internasjonal valuta og at det vart tilført nye midlar til fondet. Det vart tilført midlar for 52,1 milliardar kroner, medan avkastninga på dei investerte midlane målt i internasjonal valuta utgjorde om lag 13,5 milliardar kroner. Ein sterkare kronekurs i høve til den valutakorga som Petroleumsfondet er investert i, førte til at verdien på fondet vart redusert med 19,8 milliardar kroner i løpet av kvartalet. Endringar i verdien av krona har ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta til fondet.

1. Hovudtal

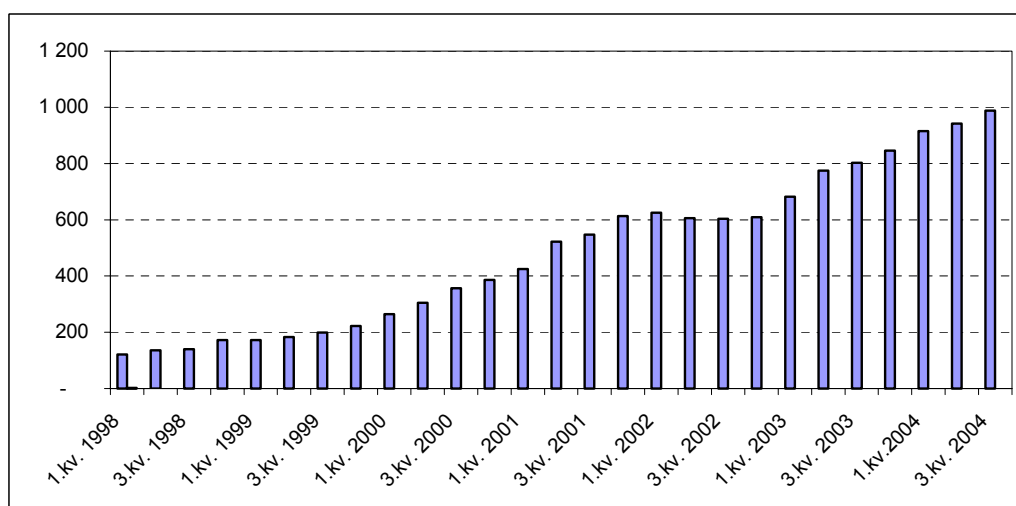
Avkastninga i tredje kvartal 2004 var på 1,42 prosent, målt i den valutakorga som er sett saman som fondet sin referanseportefølje. Figur 1 viser den kvartalsvise avkastninga av Petroleumsfondet sidan 1998.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet sidan 1998, målt i valutakorga til fondet



Figur 2 viser at Petroleumsfondet sidan 1. januar 1998 har auka frå 113 til 988 milliardar, rekna i norske kroner.

Figur 2: Marknadsverdien av Petroleumsfondet 1998-2004, målt i milliardar norske kroner



Petroleumsfondet si årlege netto realavkastning (etter frådrag for forvaltningskostnader og prisvekst) har sidan 1. januar 1997 vore på 3,62 prosent. Tabell 1 viser avkastninga fram til utgangen av tredje kvartal 2004, rekna som årleg rate frå 1. januar i kvart av åra 1997-2003. Prisveksten er eit vekta gjennomsnitt av prisveksten i dei landa som er med i referanseporteføljen.

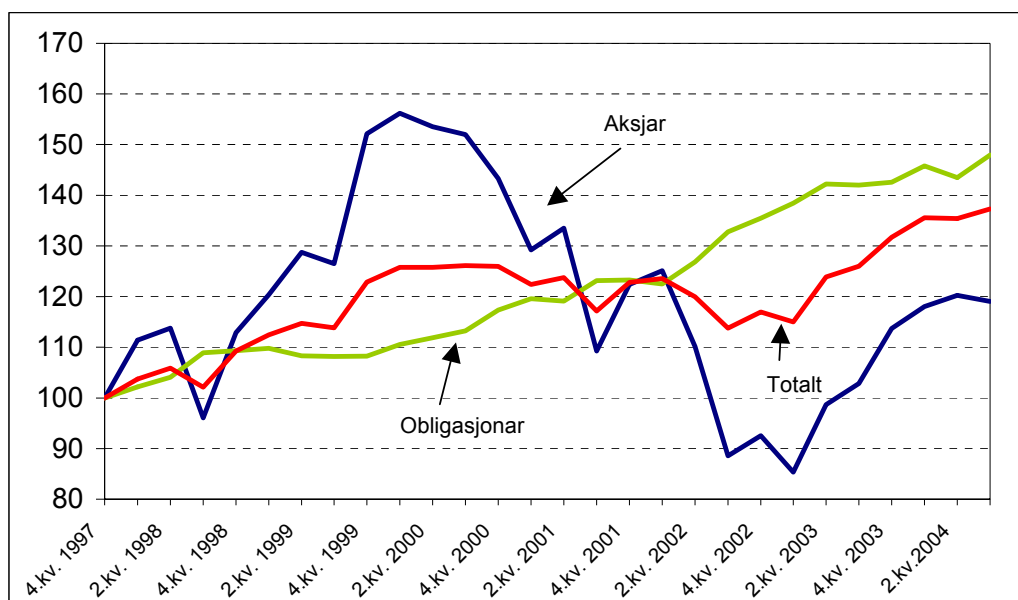
Høgre kolonne i tabellen viser at brutto meiravkastning i gjennomsnitt har vore 0,39 prosentpoeng kvart år rekna frå 1. januar 1997. Dette er det annualiserte avviket mellom den avkastninga Noregs Bank faktisk har oppnådd, og den annualiserte avkastninga på referanseporteføljen.

Tabell 1: Årlege avkastningsratar for Petroleumsfondet i prosent fram til utgangen av tredje kvartal 2004, målt i valutakorga til fondet

	Brutto årleg avkastning	Årleg prisvekst	Årlege forv. kostnader	Årleg netto realavkastning	Årleg brutto meiravkastning
Frå 01.01.97	5,35	1,59	0,08	3,62	0,39
Frå 01.01.98	4,81	1,57	0,08	3,11	0,42
Frå 01.01.99	4,05	1,68	0,08	2,25	0,46
Frå 01.01.00	2,37	1,77	0,08	0,51	0,31
Frå 01.01.01	2,33	1,70	0,08	0,54	0,33
Frå 01.01.02	4,14	1,90	0,09	2,11	0,40
Frå 01.01.03	9,58	1,89	0,10	7,45	0,47

Figur 3 viser den akkumulerte avkastninga frå 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljane. På desse 27 kvartal har aksjeinvesteringane gitt ei akkumulert nominell avkastning på 19,1 prosent, medan investeringane i obligasjonar og andre renteberande instrument har gitt 47,9 prosent nominell avkastning.

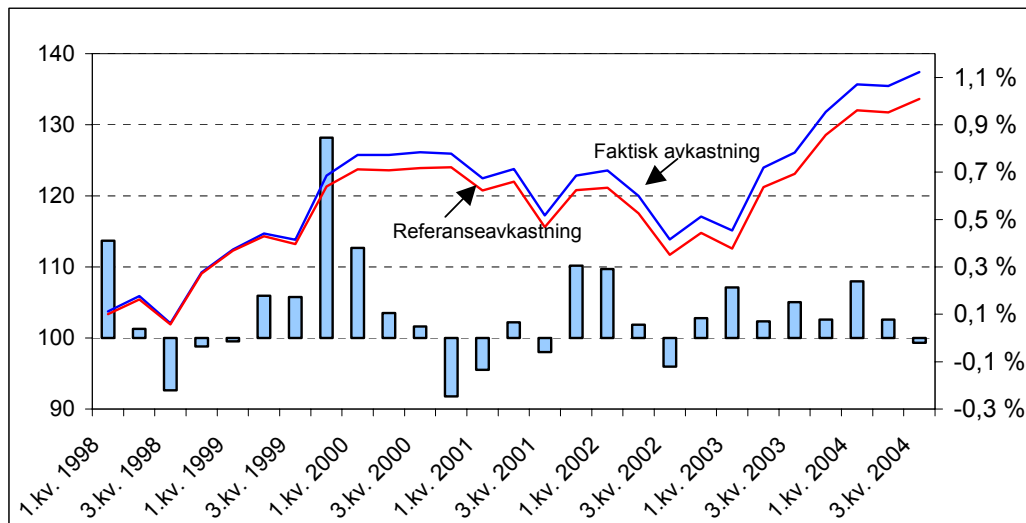
Figur 3: Indeks for den akkumulerte avkastninga av delporteføljane i Petroleumsfondet 1998-2004 (inkl. Miljøfondet)



Figur 4 viser akkumulert avkastning for heile Petroleumsfondet sidan 1. januar 1998. Fram til utgangen av tredje kvartal 2004 har avkastninga vore 37,4 prosent. I det same tidsrommet har avkastninga på referanseporteføljen vore 33,6 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastninga og avkastninga på referanseporteføljen utgjer den meiravkastninga som Noregs Bank har oppnådd. Sidan 1998 har den akkumulerte

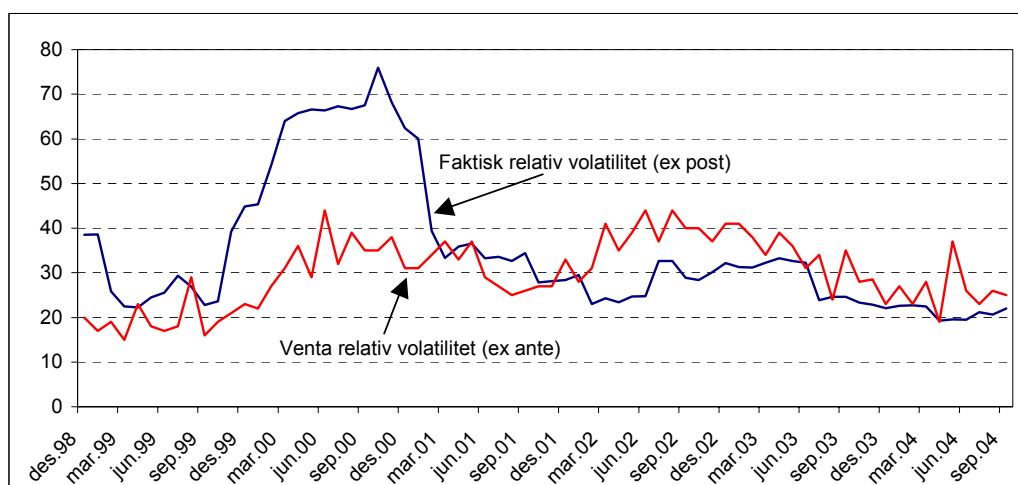
meiravkastninga målt i valutakorga vore på til saman 3,8 prosentpoeng, som svarer til 12,0 milliardar kroner.

Figur 4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning målt i valutakorga til fondet (venstre akse) og kvartalsvis brutto meiravkastning i prosentpoeng (høgre akse)



Figur 5 viser utviklinga i relativ marknadsrisiko frå og med desember 1998, målt på to ulike måtar. I retningslinene frå Finansdepartementet bruker ein eit måltal for venta relativ volatilitet (ofte kalla relativ eller aktiv risiko - sjå kapittel 6 nedanfor) som eit mål på marknadsrisiko. I ettertid kan vi bruke variasjonen i meiravkastninga, det vil seie avviket mellom avkastninga av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen, som eit mål for kor stor risiko Noregs Bank har teke i forvaltninga sett i forhold til referanseporteføljen. I figur 5 er denne faktiske relative volatiliteten rekna som årleg rate for 12 månaders rullerande vindauge.

Figur 5: Den relative marknadsrisikoen ved utgangen av kvar måned 1999 – 2004, målt ved venta relativ volatilitet og faktisk relativ volatilitet (tal i basispunkt)

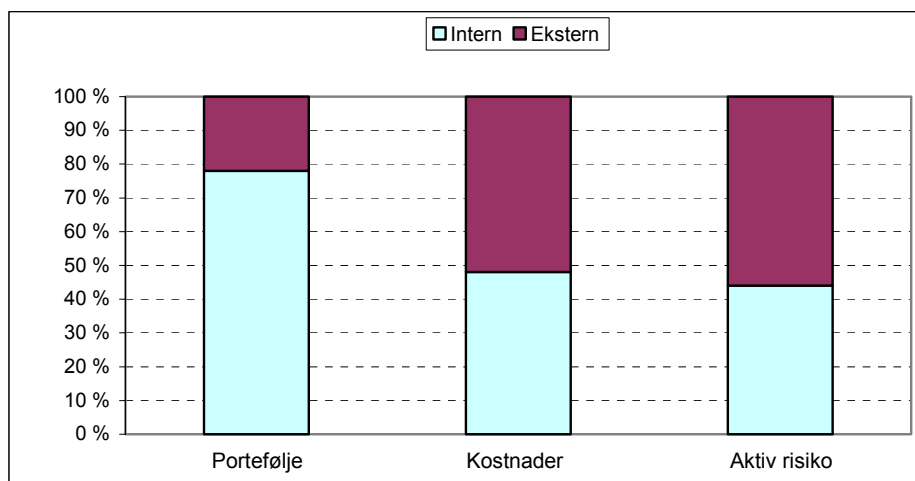


Både venta volatilitet og faktisk volatilitet kan svinge mykje sjølv om graden av aktiv forvaltning ikkje vert endra. Dette skuldast at måla vert påverka av ulike trekk i marknadsutviklinga, som til dømes endringar i korrelasjonar mellom aktivaklassar og verdipapir. Venta relativ volatilitet har vore godt under den grensa på 1,5 prosentpoeng som Finansdepartementet har sett for den relative marknadsrisikoen i Petroleumsfondet si portefølje.

Informasjonsraten er eit vanleg mål for kor dyktig ein forvaltar er. Informasjonsraten er forholdstalet mellom meiravkastning pr. år og relativ marknadsrisiko (her målt som faktisk relativ volatilitet). Som gjennomsnitt frå første kvartal 1998 til og med tredje kvartal 2004 har informasjonsraten for fondet vore på 1,09 målt som årsrate. Innan internasjonal kapitalforvaltning som det er naturleg å samanlikna seg med, reknar ein ofte ein informasjonsrate på meir enn 0,2-0,3 som eit godt resultat.

Figur 6 viser nokre nøkkeltal knytte til fordelinga på ekstern og intern forvaltning. Den viser at ved utgangen av tredje kvartal vart 23 prosent av Petroleumsfondet forvalta av eksterne forvaltarar. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 52 prosent av dei samla forvaltningskostnadene. Den aktive risikoen i den eksterne forvaltninga utgjorde anslagsvis 56 prosent av den samla risikoen knytt til aktiv forvaltning.

Figur 6: Fordelinga av porteføljane, forvaltningskostnadene og den aktive risikoen * mellom intern og ekstern forvaltning



* Det finst ingen heilt rett måte å rekna fordelinga av aktiv risiko på. Fordelinga i figuren byggjer på ei summering av risikoen (Value at Risk) i kvart mandat, utan omsyn til korrelasjonen mellom mandata.

Marknadsrisikoen som eksterne forvaltarar tek, er for ein stor del knytt til aktiv forvaltning, medan risikoen i den interne forvaltninga i høgare grad er knytt til utvida indeksforvaltning. Aktiv forvaltning er klart dyrare enn indeksforvaltning, og det forklarar i nokon grad at kostnadane pr krone i den eksterne forvaltninga er langt høgare enn i den interne. Ei supplerande forklaring er at stordriftsfordelane i kapitalforvaltning gjer at intern forvaltning av store porteføljor kan vera kostnadseffektivt samanlikna med å kjøpa forvaltningstenester i marknaden.

Kapasiteten til aktiv intern forvaltning er noko avgrensa, og ein nyttar eksterne forvaltarar med spesialisert kompetanse for å oppnå breidd og omfang i risikotakinga.

2. Mandat

Noregs Bank forvaltar Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsett av Finansdepartementet 3. oktober 1997 og siste gong endra 18. desember 2003 med verknad frå 1. januar 2004. Då vart landlista til Petroleumsfondet utvida.

I samsvar med forskrifta har Finansdepartementet definert ein strategisk referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er sett saman av dei aksjane som er med i FTSE sine indeksar i 27 land og av dei obligasjonane som er med i Lehman Global Aggregate sine indeksar i valutaene til 21 land. Aksjar skal utgjere 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet utanom Miljøfondet, medan obligasjonar skal utgjere 60 prosent. Innanfor aksjedelen av referansen utgjør papir notert på børser i Europa og i andre regionar 50 prosent kvar. Innanfor rentedelen er fordelinga 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene i den verkelege referanseporteføljen er vanlegvis noko forskjellig frå dei strategiske vektene nemnde ovanfor. Dei verkelege vektene endrar seg som følge av endringar i marknadsprisane på dei papira som er med. Tilførsel av nye midlar til Petroleumsfondet skjer normalt ved utgangen av kvar månad. Desse tilførslane vert brukte til å bringe aktivaklasse- og regionvektene i referanseporteføljen så langt tilbake mot dei opphavlege vektene som råd, men ikkje slik at det blir nødvendig å selje noko frå den eksisterande porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midlar bli ein mindre forskjell mellom vektene i den strategiske referanseporteføljen og vektene i den faktiske referanseporteføljen. Det er den faktiske referanseporteføljen som er grunnlaget for risikostyringa og resultatmålinga i Petroleumsfondet. Berre om den verkelege referanseporteføljen over tid ligg for langt frå den strategiske referanseporteføljen, skal den faktiske referanseporteføljen justerast slik at han vert lik den strategiske.

Vektene i den verkelege og den strategiske referanseporteføljen er viste i tabell 2. Vektene i rentereferansen gjeld den valutaen som verdipapira er denominerte i. Det er difor ikkje vist vektor for kvart land i euro-området.

Finansdepartementet har sett ei grense for kor mykje Petroleumsfondet sin faktiske portefølje kan avvike frå referanseporteføljen. I den ordinære porteføljen skal den relative marknadsrisikoen målt ved venta relativ volatilitet i risikostyringssystemet Risk Manager, alltid vere lågare enn 1,5 prosentpoeng. For Miljøfondet er grensa 1 prosentpoeng. Omgrepet relativ volatilitet er nærare forklart i kapittel 6.

Det særskilte Miljøfondet er ein aksjeportefølje med same fordeling på regionar som den ordinære aksjeporteføljen, og fondet er investert i dei same landa, med unntak av framveksande marknader. Berre selskap som fyller krav til miljørapportering eller har system for miljøstyring, er med i referanseporteføljen for Miljøfondet. Miljøkrava er sette av Finansdepartementet. Med grunnlag i desse krava vert alle selskapa i

referanseporteføljen ein gong i kvartalet vurderte av eit konsulentfirma som er engasjert av Finansdepartementet.

Referanseporteføljen til Miljøfondet hadde ved etableringa i 2001 same regionfordeling som den ordinære referanseporteføljen. Over tid endrar regionvektene seg med endring i marknadsverdiane, og vektene vert ikkje sett attende til dei opphavlege.

Tabell 2: Referanseporteføljen pr. 30. september 2004 for Petroleumsfondet sin ordinære portefølje, utanom Miljøfondet (tal i prosent)

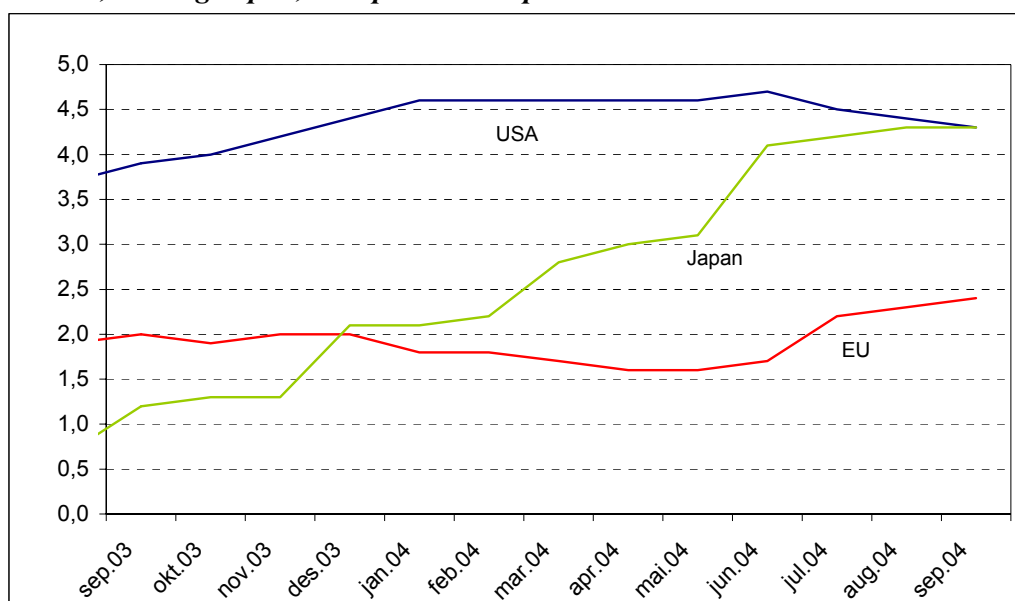
Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjar		Renteinstrument	
	Strategisk referanse-portefølje	Faktisk referanse-portefølje	Strategisk referanse-portefølje	Faktisk referanse-portefølje
Vekt aktivaklassar	40,0	39,7	60,0	60,3
Belgia		0,9		
Finland		0,9		
Frankrike		7,3		
Hellas		0,3		
Irland		0,6		
Italia		3,1		
Nederland		3,5		
Portugal		0,3		
Spania		2,8		
Tyskland		5,2		
Austerrike		0,2		
<i>Euro-området (EUR)</i>		<i>25,1</i>		<i>46,3</i>
Storbritannia (GBP)		18,4		6,8
Danmark (DKK)		0,6		0,9
Sveits (CHF)		5,0		0,5
Sverige (SEK)		1,9		0,8
Sum Europa	50,0	51,0	55,0	55,4
USA (USD)		34,5		33,2
Brasil		0,4		
Canada (CAD)		1,7		1,4
Mexico		0,3		
Sør-Afrika		0,5		
Sum Amerika / Midt-Austen / Afrika			35,0	34,6
Australia (AUD)		1,8		0,4
Hong Kong		0,9		
Japan (JPY)		7,0		9,0
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		0,8		
Taiwan		0,9		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,9
Sum Amerika / Midt-Austen / Afrika / Asia / Oseania	50,0	49,0		

3. Marknadsutviklinga

3.1 Hovuddrag

Figur 7 viser korleis analytikarane sine forventningar til økonomisk vekst i 2004 har endra seg dei siste tolv månadene. Forventningane til veksten i USA var stabile og høge i første halvår, medan det var ein viss nedgang i tredje kvartal. Ei årsak er at forbruksetterspurnaden har vore noko svakare i dei siste månadane enn tidlegare i år. Dette kan ha samband med stigande olje- og bensinprisar. Dei korte rentene har gått noko opp, og det har vore ein viss auke i lagerhald og nedgang i omfanget av nye ordrar, særleg i eksportsektoren. Likevel peikar leiande indikatorar framleis mot høg økonomisk vekst i USA.

Figur 7: Venta prosentvis vekst i bruttonasjonalproduktet i 2004 i euroområdet, USA og Japan, målt på ulike tidspunkt i 2003-2004



Kjelde: Consensus Economics Inc.

Japan og fleire av økonomiane i Asia har hatt ein sterk økonomisk vekst det siste året. Veksten i Japan heng mellom anna saman med sterk etterspurnad internasjonalt etter japansk elektronikk og investeringsvarer. Ein ventar ein vekst i BNP på i underkant av 4,5 prosent både i USA og Japan i 2004.

Sjølv om det har vore aukande økonomisk vekst i EU dei siste månadene, ventar ein at veksten i BNP blir langt lågare enn i USA og Japan på i underkant av 2,5 prosent. Veksten vert dempa av låg innanlands etterspurnad, og av sterke europeiske valutaer rekna mot USD.

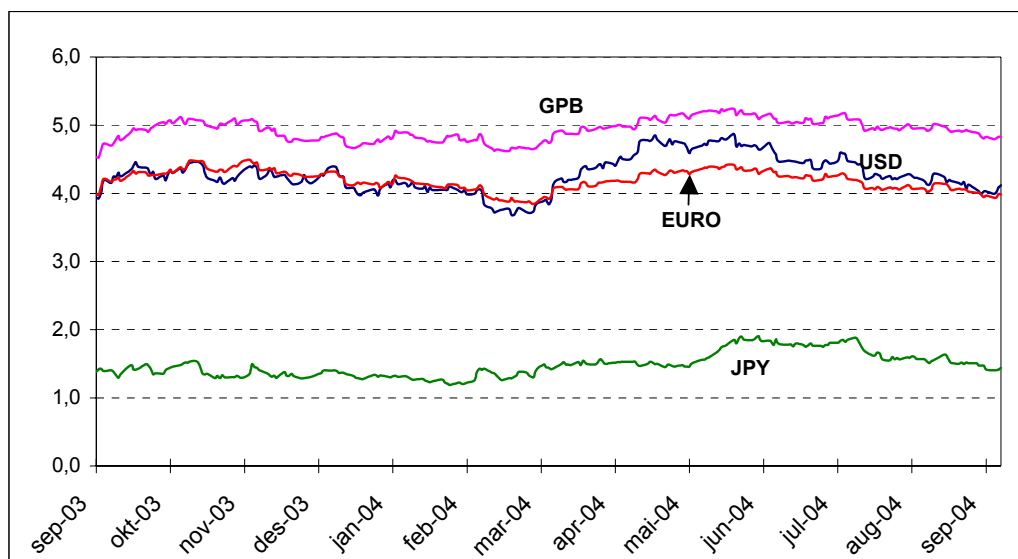
3.2 Rentemarknadene

Rentene på statsobligasjonar med ti års løpetid har i tredje kvartal falle i alle hovudmarknadene. Sterkast har fallet vore i USA, der rentene gjekk frå om lag 4,6 prosent ved inngangen av kvartalet til om lag 4,1 prosent i slutten av kvartalet. I Japan og i dei europeiske obligasjonsmarknadene har rentene falle med frå 0,25 til 0,35 prosentpoeng. Figur 8 viser at rentenivået i euro-området var på 4,0 %, i Japan på 1,4% og i Storbritannia på 4,8 % ved utgangen av kvartalet

Dei lange rentene har falle på trass av at olje- og andre råvareprisar har auka i tredje kvartal. Dette kan tyde på at marknaden ikkje ventar at stigande råvareprisar vil føre til høgare inflasjon på sikt, men at prisauken vil dempe den underliggjande inflasjonen ved at konsumentane får lågare kjøpekraft.

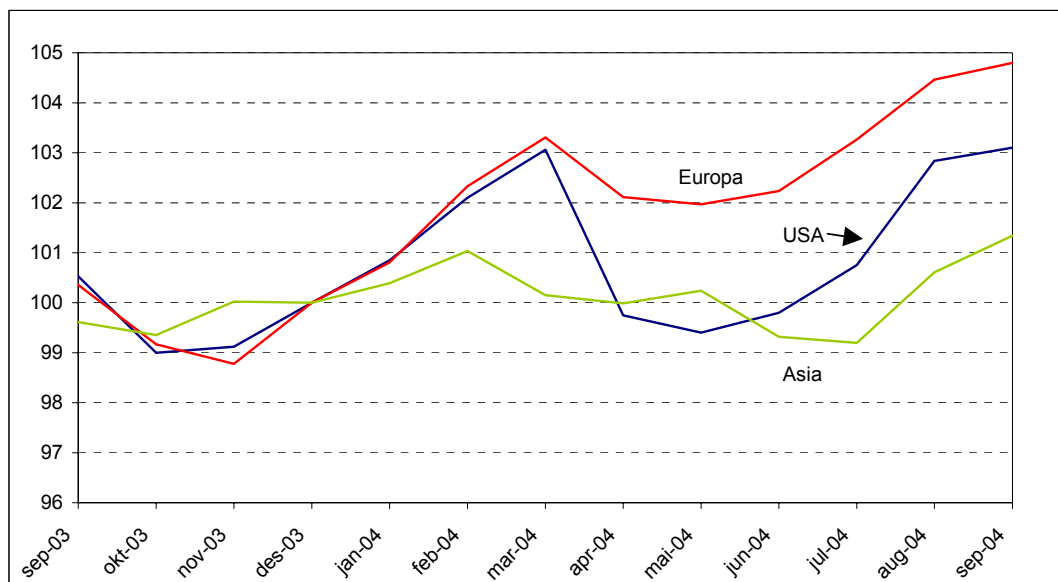
Auka metallprisar kan óg vere eit teikn på at det økonomiske aktivitetsnivået i Kina framleis er høgt. Vekst i Kina kan gi auka eksport av rimelege varer til USA og Europa, noko som kan medverke til å halde prisnivået nede i vesten.

Figur 8: Utviklinga i dei viktigaste obligasjonsmarknadene dei siste 12 månadene. Rentene på statsobligasjonar med om lag 10 år att til forfall. Prosent p.a.



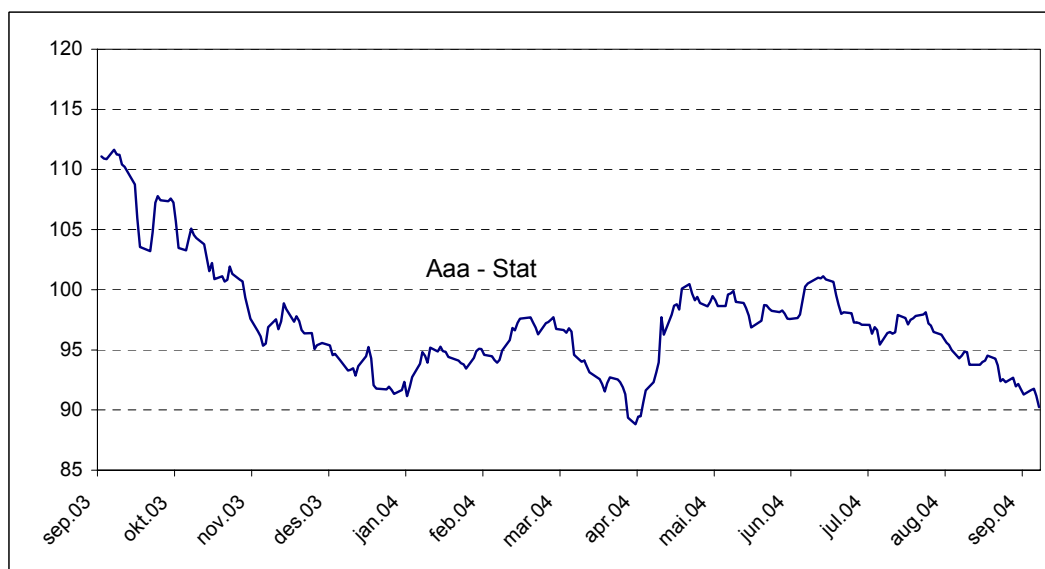
Figur 9 viser utviklinga i verdien på Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindeksar. I USA var avkastninga i tredje kvartal 2004 på 3,3 prosent, i Europa på 2,5 prosent, og i Asia på 2,0 prosent.

Figur 9: Verdiutviklinga målt i lokal valuta på Lehman Global Aggregate statsobligasjonsindeksar i hovudmarknadene siste 12 månader (31.12.2003 =100)



Figur 10 viser at forskjellen i renta mellom kreditt- og statspapir i USA vart mindre i tredje kvartal. Denne utviklinga heng saman med god lønsemd og låg gjeldsgrad i bedriftssektoren.

Figur 10: Forskjellen i renta på kreditt¹- og statspapir i USA (målt i basispunkt)

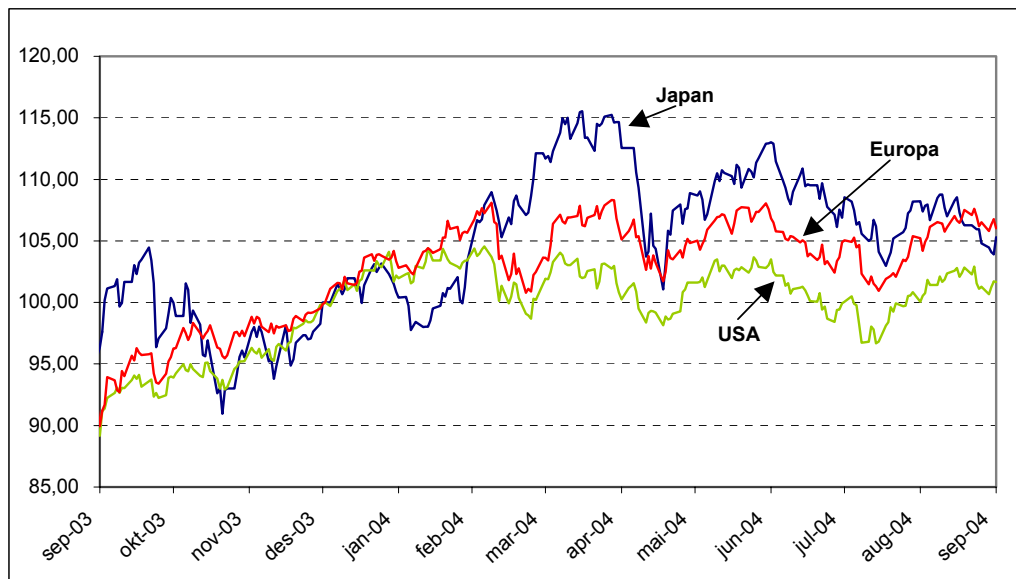


¹ Selskappspapir med kredittrating AAA frå Standard&Poor's

3.3 Aksjemarknadene

Figur 11 viser at kursane fall i dei viktigaste aksjemarknadene fram til midten av august, for deretter å stige fram mot slutten av kvartalet. For kvartalet sett under eitt, fall kursane i alle hovudmarknadene. I Japan var nedgangen på 6,8 prosent, i USA på 1,8 prosent og i Europa på 0,7 prosent.

Figur 11: Verdiutviklinga i FTSE aksjeindeksar i hovudmarknadene frå september 2003 til september 2004 (31.12.03 = 100)



Nedgangen i aksjekursane i første del av tredje kvartal hadde samanheng med at publiserte økonomiske tal for den amerikanske økonomien viste svakare vekst. Det var og teikn til at veksten i Kina var i ferd med å verte dempa. Utover i kvartalet kom det data som gjekk imot dette synet, og kursane steig på nytt. Den fornya styrken i kinesisk etterspurnad har ført til at særleg råvareprisane har stige den siste tida. Der er derfor sektorar innan olje og gass og gruvedrift som har hatt sterkast kursoppgang gjennom kvartalet.

Sektorar innan IT har hatt den svakaste utviklinga i kvartalet. Særleg gjeld dette sektorar som halvledarar og telekommunikasjonsutstyr. Også sektorar for produksjon av konsumentvarer har hatt svak utvikling. Konsumvaresektoren har vore pressa av høgare energi- og råvareprisar, men og av sterkare konkurranse. Den svake utviklinga i IT-sektoren kan vere ein reaksjon på oppgangen ein har hatt sidan vinteren 2003. Situasjonen er no prega av aukande lagerhald og press på prisane fordi produksjonen overstig etterspurnaden.

Tabell 3 viser kursutviklinga i hovudsektorane og i dei ti største undersektorane på FTSE sin verdsindeks i tredje kvartal 2004.

Tabell 3: Avkastninga på hovudsektorane og dei ti største undersektorane på FTSE verdsindeks i tredje kvartal 2004, målt i prosent mot amerikanske dollar, norske kroner og mot valutakorga til Petroleumsfondet

	USD	NOK	Valutakorga
Råvarer	11,22	8,01	10,27
- av dette olje og gass	10,03	6,86	9,08
Prosessindustri	4,17	1,17	3,28
Generell industri	-1,11	-3,96	-1,96
Konjunkturfølsame varer	-3,18	-5,97	-4,01
Ikkje-konjunkturfølsame varer	-4,41	-7,16	-5,23
- av dette farmasi og bioteknologi	-2,56	-5,38	-3,40
Konjunkturfølsame tenester	-1,63	-4,47	-2,48
- av dette detaljhandel	0,10	-2,79	-0,77
- av dette media og foto	-4,56	-7,31	-5,38
Ikkje-konjunkturfølsame tenester	1,68	-1,25	0,80
- av dette telekommunikasjon	2,80	-0,17	1,91
Energi og vassforsyning	5,92	2,86	5,01
Finansielle tenester	1,30	-1,62	0,43
- av dette bankar	2,76	-0,20	1,88
- av dette forsikringsselskap	-3,61	-6,39	-4,44
- av dette finansinstitusjonar	-1,37	-4,21	-2,22
Informasjonsteknologi	-9,76	-12,37	-10,54
- av dette IT maskinvare	-12,78	-15,30	-13,53
- av dette programvare og tenester	-4,56	-7,31	-5,38

4. Gjennomføring av forvaltninga

Marknadsverdien av Petroleumsfondet sin internasjonale portefølje var 988,1 milliardar kroner ved utgangen av kvartalet. Frå inngangen til kvartalet auka marknadsverdien til fondet med 45,8 milliardar kroner. Finansdepartementet førte i tredje kvartal over nye midlar til fondet med 52,1 milliardar kroner. Med verknad frå 1. juli 2004 kjem desse overføringane frå Noregs Bank sine valutareservar som kontantar, mot verdipapir tidlegare (jf omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2004). Avkastninga på dei investerte midlane målt i internasjonal valuta var 13,5 milliardar, medan ein sterkare kronekurs i høve til den valutakorga som Petroleumsfondet er investert i, førte til at verdien på fondet vart redusert med 19,8 milliardar kroner i kvartalet. Endringar i verdien av krona har ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta til fondet.

Tabell 4: Marknadsverdien av Petroleumsfondet sine delporteføljor (millionar norske kroner)

	Den ordinære aksjeporteføljen	Renteporteføljen	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
30. sept. 2003	329 446	472 465	1 389	803 299
31. des. 2003	359 648	484 141	1 517	845 306
31. mars 2004	383 474	530 251	1 622	915 347
30. juni 2004	390 214	550 499	1 644	942 357
30. sept. 2004	391 353	595 203	1 585	988 141

4.1. Forvaltninga av renteporteføljen

Marknadsverdien av renteporteføljen auka med 44,7 milliardar i tredje kvartal til 595,2 milliardar kroner. Det vart ført over midlar for til saman 39,2 milliardar kroner i kvartalet. Den positive avkastninga i rentemarknadene auka verdien med 17,4 milliardar kroner, medan ein sterkare kronekurs i høve til investeringsvalutaene førte til at verdien på renteporteføljen vart redusert med 11,9 milliardar kroner.

Ved utgangen av kvartalet vart om lag 90 prosent av renteporteføljen forvalta internt i Noregs Bank. Ein nyttar både utvida indeksforvaltning, der hovudformålet er å oppnå marknadseksponering i samsvar med referanseporteføljen, og aktive strategiar med sikte på å oppnå meiravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Indeksring av renteporteføljen vert gjort i tre delporteføljar. Desse er statsgaranterte obligasjonar, selskapsobligasjonar og pantelånssikra obligasjonar. Det meste av porteføljen, dei to første delporteføljane og pantesikta lån i Europa vert indekserte internt. Pantesikra lån i Amerika vert indekserte av eksterne forvaltarar.

Om lag 10 prosent av renteporteføljen vert forvalta eksternt. I tillegg til mandata for pantesikra lån i Amerika, er det aktive mandat med ulike aktive strategiar for meiravkastning som vert forvalta eksternt.

Det vart overført midlar til fire nye aktive oppdrag for eksterne forvaltarar i tredje kvartal: TCW Asset Management Company og Putnam Advisory Company LLC fekk midlar til pantesikra lån i Amerika, medan Nomura Asset Management og Daiwa SB Investments fekk midlar til regionale mandat for Japan.

4.2. Forvaltninga av aksjeporteføljen

Marknadsverdien av den ordinære aksjeporteføljen var ved utgangen av kvartalet på 391,4 milliardar, noko som var ein auke på 1,1 milliard i kvartalet. Den ordinære aksjeporteføljen vart tilført 12,9 milliardar kroner i kvartalet. Negativ avkastning på aksjeinvesteringane reduserte verdien på porteføljen med 3,8 milliardar, medan ei sterkare krone reduserte verdien med 7,9 milliardar kroner.

Ved utgangen av kvartalet var om lag 59 prosent av aksjeporteføljen forvalta internt i Noregs Bank. Om lag 23 prosent vert forvalta aktivt innan sektorane finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring, medan resten av den interne forvaltninga er utvida indeksforvaltning.

Om lag 41 prosent av aksjeporteføljen vert forvalta eksternt. Det er regionale mandat og sektormandat med ulike aktive strategiar for meiravkastning som vert forvalta eksternt.

Det vart overført midlar til sju nye aktive oppdrag for eksterne forvaltarar i tredje kvartal: Primecap Management Company, T Rowe Price Associates Inc, Fidelity Pensions Management og Legg Mason Capital Management Inc (to mandat) fekk midlar til regionale mandat, medan OrbiMed Capital LLC og Gartmore Investment Limited fekk midlar til sektormandat.

5. Avkastninga av fondet

Medrekna Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i tredje kvartal ei periodeavkastning på 1,42 prosent, målt i forhold til valutakorga til referanseporteføljen. Målt i norske kroner var totalavkastninga i tredje kvartal -0,65 prosent. Forskjellen skuldast at krona har styrkt seg gjennom kvartalet, slik at valutakorga til fondet vart 2,0 prosent mindre verd i forhold til krona. Dette har likevel ikkje noko å seie for fondet si internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5 viser at Petroleumsfondet sin ordinære portefølje (utanom Miljøfondet) hadde ei periodeavkastning på 1,42 prosent i tredje kvartal. Avkastninga var negativ i juli, men positiv både i august og september. Tabellen viser at den ordinære porteføljen hadde ei mindreavkastning på 0,02 prosentpoeng i høve til referanseporteføljen slik indeksleverandøren lagar han. Frå 1. januar 2004 er referanseavkastninga justert for Noregs Bank si stilling når det gjeld skatt på aksjeutbyte.

Tabell 5: Avkastninga i Petroleumsfondet sin ordinære portefølje (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i tredje kvartal 2004

	Avkastninga målt i valutakorga til referanseporteføljen		Avkastninga målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanse-portefølje	Faktisk portefølje	Referanse-portefølje	Differanse
Første kvartal	2,93	2,69	5,70	5,46	0,24
Andre kvartal	-0,15	-0,23	-0,26	-0,34	0,08
Juli	-0,67	-0,59	-0,27	-0,20	-0,07
August	1,04	1,09	0,13	0,18	-0,05
September	1,05	0,95	-0,51	-0,61	0,10
Tredje kvartal	1,42	1,44	-0,65	-0,63	-0,02
Til no i år	4,23	3,93	4,73	4,44	0,30

Til og med tredje kvartal i år har den ordinære porteføljen hatt ei meiravkastning på 0,30 prosentpoeng, noko som utgjer omlag 2,6 milliardar kroner. Ti no i år har den eksterne aksjeforvaltninga og den interne renteforvaltninga gitt størst bidrag til meiravkastninga, men også den interne aksjeforvaltninga og den eksterne renteforvaltninga har hatt meiravkastning.

Tabell 6 viser avkastninga av aksje- og renteporteføljane i den ordinære porteføljen kvar for seg. Målt i forhold til valutakorga til fondet hadde aksjeporteføljen negativ avkastning med -0,99 prosent i kvartalet, medan avkastninga for renteporteføljen var positiv med 3,12 prosent. Tabellen viser òg avkastningstal for totalporteføljen (medrekna Miljøfondet) målt i amerikanske dollar, euro og mot ei importvekta valutakorg.

Tabell 6: Avkastninga i Petroleumsfondet sine delporteføljer og totale portefølje i tredje kvartal 2004 målt mot ulike referansevalutaer (i prosent)

	Aksjar	Renter	Miljøfondet	Total
Fondet si valutakorg	-0,99	3,12	-1,59	1,42
Importvekta valutakorg	-1,52	2,56	-2,12	0,87
Amerikanske dollar	-0,12	4,01	-0,73	2,30
Euro	-2,15	1,90	-2,75	0,22
Norske kroner	-3,01	1,01	-3,59	-0,65

Metodegrunnlaget for avkastningsutrekningane²

Avkastningsutrekningane blir gjort i samsvar med internasjonale standardar. Avkastninga blir rekna etter marknadsverdi prinsippet, det vil seie at porteføljane blir verdsette til dei aktuelle marknadsprisane ved starten og slutten av utrekningsperioden. I avkastningsutrekningane er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbyte, kjeldeskatt, og endringar i volum og verdipapirprisar tekne med og periodiserte. Handedato blir nytta ved periodisering av inngåtte, ikkje oppgjorde transaksjonar. Avkastninga blir samanlikna med avkastninga på den fastsette referanseporteføljen. Differanseavkastninga mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen blir målt som ein aritmetisk differanse.

Innbetalningar til Petroleumsfondet og overføringar mellom aksje- og renteporteføljane i fondet vert vanlegvis gjort berre på siste dag i kvar månad. Avkastninga for kvar månad kan bereknas ved å sjå på endringane i marknadsverdi. For lengre periodar, som kvartals-, års- og til no i år-avkastning, nyttar ein geometrisk avkastning. Det vil seie at avkastningsindeksane for kvar delperiode blir multipliserte. Denne avkastninga blir eit tidsvekta produkt av avkastninga dei enkelte månadene

Avkastninga blir rekna både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastninga i norske kroner reknar ein ut ved å summere marknadsverdien i norske kroner for alle enkeltvalutaer. WM/Reuters valutakursar³ blir nytta ved omrekning frå lokal valuta til norske kroner.

Kroneavkastninga til referanseporteføljen blir rekna som den geometriske differansen mellom avkastninga i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljen si valutafordeling. Den fortel kor mykje krona har appresiert/depresiert målt mot referanseporteføljen si valutafordeling.

Avkastningsutrekningane blir gjorde i eigne modellar som blir avstemde mot rekneskapssystemet. Ein kan få avvik i utrekna avkastning mellom avkastningsmodellane og rekneskapen på grunn av at enkelte instrument blir verdsette etter ulike prinsipp. Avvika kjem frå forskjellar i korleis ein reknar opptente renter og ikkje tilbakebetalt kjeldeskatt. I rekneskapen blir det også gjort avsetningar for å dekkje godtgjeringa frå Finansdepartementet til Noregs Bank.

Avkastningstala er ikkje justerte for kostnader knytt til å fasa inn nye midlar i marknaden. Frå og med tredje kvartal vert nye midlar ført over i form av kontantar.

² Ei meir detaljert framstilling av avkastningsutrekningane finn ein i "Forvalting av Statens petroleumsfond Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

³ WM/Reuter Closing Spot Rates, blir fastsett klokka 16:00 London tid.

Når midlane vert investerte i verdipapir (aksjar og obligasjonar), vil ein pådra seg både direkte og indirekte kostnader. Det finst ingen standard marknadspraksis for å rekne ut slike kostnader. Basert på nokre føresetnader og ein forenkla modell som mellom anna ikkje inkluderer marknadspåverknad ved kjøp av verdipapir, har Noregs Bank estimert kostnaden knytt til innfasinga til om lag 96 millionar kroner i tredje kvartal 2004. Dette utgjorde 0,18 prosent av overføringsbeløpet på 52,1 milliardar kroner og 0,01 prosent av marknadsverdien til Petroleumsfondet.

Tabell 7 viser at Miljøfondet i tredje kvartal hadde ei avkastning på –1,59 prosent målt i valutakorga, og –3,59 prosent målt i norske kroner. Den faktiske avkastninga var om lag lik referanseavkastninga. Referanseavkastninga var i tredje kvartal 0,20 prosentpoeng lågare enn avkastninga på ei tilsvarande referanseportefølje der ingen bedrifter var tekne ut etter miljøkriterium. Sidan årsskiftet har referanseavkastninga for Miljøfondet vore 0,53 prosentpoeng lågare enn avkastninga på ein tilsvarande referanseportefølje der ingen bedrifter var tekne ut etter miljøkriterium.

Tabell 7: Avkastninga i Miljøfondet i tredje kvartal 2004 (i prosent)

	Målt i valutakorga til fondet		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanse-portefølje	Faktisk portefølje	Referanse-portefølje	Differanse
Første kvartal	4,14	4,13	6,94	6,93	0,01
Andre kvartal	1,45	1,47	1,34	1,36	-0,02
Juli	-2,77	-2,75	-2,38	-2,36	-0,01
August	0,09	0,09	-0,81	-0,81	-0,00
September	1,13	1,11	-0,44	-0,45	0,02
Tredje kvartal	-1,59	-1,59	-3,59	-3,60	0,00
Til no i år	3,97	3,99	4,48	4,49	-0,01
Memo: Ordinær referanse i 3.kv. med landvekter som i Miljøfondet				-3,39	-0,20

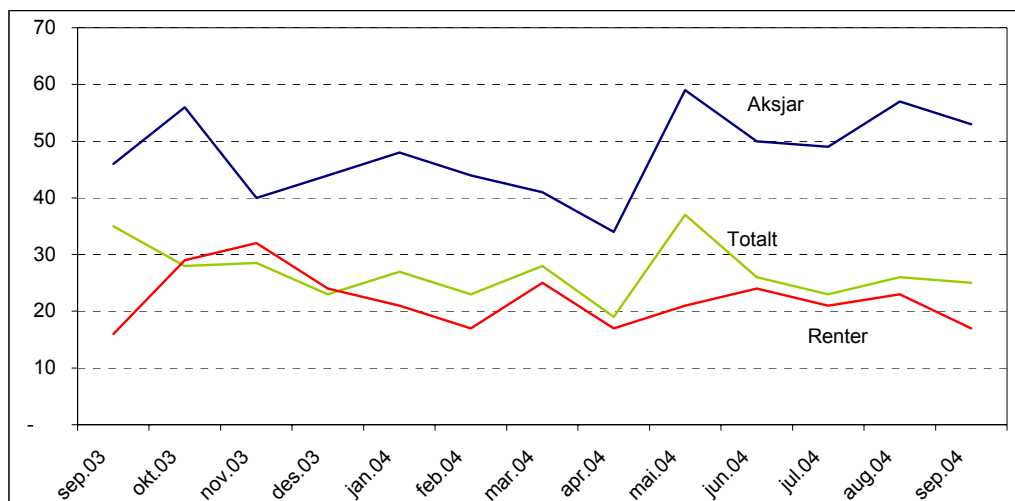
6. Risiko

Finansdepartementet har sett ei grense for marknadsrisikoen i den faktiske porteføljen i høve til referanseporteføljen. Denne relative marknadsrisikoen skal alltid vere lågare enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkt) venta relativ volatilitet. Figur 12 viser at den relative marknadsrisikoen i tredje kvartal 2004 har lege godt innanfor den øvre grensa. Ved utgangen av kvartalet var venta relativ volatilitet for totalporteføljen på 26 basispunkt.

Den relative risikoen er høgare i aksjeforvaltninga enn i renteforvaltninga. Det har samanheng med at aksjemarknadene svingar meir enn rentemarknadene, slik at like store posisjonar gir meir risiko i aksjeforvaltninga. Det har også samanheng med at omfanget av aktiv forvaltning har vore noko større på aksjesida.

Den relative marknadsrisikoen i Miljøfondet ved utgangen av september var på 10 basispunkt, målt som venta relativ volatilitet i høve til referansen for denne porteføljen. Den øvre grensa som Finansdepartementet har fastsett, er på 100 basispunkt.

Figur 12: Venta relativ volatilitet ved kvar månadslutt siste 12 månader. Basispunkt (hundredelar av eit prosentpoeng)



Venta relativ volatilitet

Finansdepartementet si grense for marknadsrisiko i forvaltninga av Petroleumsfondet bruker risikomålet *venta relativ volatilitet*. Målet er definert som venta verdi av standardavviket til differansen mellom den årlege avkastninga på dei faktiske investeringane og avkastninga på referanseporteføljen. Når avvika frå referanseporteføljen er avgrensa ved å setje ei øvre grense for venta relativ volatilitet, vil den faktiske avkastninga som oftast variere innanfor eit band rundt avkastninga på referanseporteføljen. Dess lågare ein set grensa for marknadsrisiko, dess snevrare blir bandet. Venta relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkt tyder at faktisk avkastning på ein portefølje som ligg fast over tid, i to av tre år vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng frå referanseavkastninga.

Tabell 8 viser samansetninga av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingane til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjonar og statsgaranterte obligasjonar utan kredittvurdering gitt heimlandet si kredittvurdering. Etter Finansdepartementet sine retningsliner for kredittrisiko kan Petroleumsfondet normalt ikkje investere i verdipapir med lågare kredittvurdering enn Baa frå Moody's, BBB frå S&P eller BBB frå Fitch. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen vere investert i papir som har Ba/BB/BB som høgste vurdering frå eitt av vurderingsselskapa Moody's, S&P, eller Fitch. Alle renteberande verdipapir er vurderte av minst eitt av selskapa. Renteporteføljen består utanom langsiktige rentepapir også av kortsiktige renteberande instrument. Alle korte papir i porteføljen har kredittvurdering P-1 frå Moody's og A-1 frå Standard&Poor's.

Tabell 8: Porteføljen av renteberande verdipapir pr. 30.september i 2004 etter kredittvurdering (prosent av marknadsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	54,49	AAA	50,79
Aa	16,91	AA	22,77
A	19,19	A	13,54
Baa	7,77	BBB	8,92
Ba	0,20	BB	0,25
Lågare	0,00	Lågare	0,00
Inga rating	1,44	Inga rating	3,73

Tabell 9 gir ei oversikt over andre grenser for risikoeksponering som er fastsette i Finansdepartementet si forskrift og retningslinjer for den ordinære porteføljen, og den tilpassinga som faktisk har vore gjort i kvartalet. Forvaltninga har gjennom heile kvartalet vore utført innanfor grensene.

Tabell 9: Grensene for risikoeksponering i forskrifta og retningslinjene

\$	Risiko	Grenser	Faktisk				
			30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04	30.09.04
§ 4	Marknadsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3
§ 5	Aktivafordeling	Renteinstrument 50-70%	58,9	57,4	58,0	58,5	60,3
		Aksjar 30-50%	41,1	42,6	42,0	41,5	39,7
§ 6	Marknadsfordeling aksjar	Europa 40-60%	47,7	49,2	47,8	47,3	50,0
	Nye marknader	Amerika, Midt-Austen/Afrika, Asia og Oseania 40-60%	52,3	50,8	52,2	52,7	50,0
		< 5% av aksjeporteføljen	2,6	2,7	3,1	2,6	2,7
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	55,6	56,4	54,9	54,8	55,3
		Amerika og Midt-Austen/Afrika 25-45%	34,6	34,0	35,0	35,4	35,0
		Asia/Oseania 0-20%	9,8	9,6	10,1	9,7	9,7
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,3	5,4	5,3	5,5	5,6
§ 11	Eigardel	Maks 3% av eit selskap	2,7	2,6	2,7	2,7	2,7

7. Kostnader i forvaltninga

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Noregs Bank fastset prinsippa for den godtgjeringa Noregs Bank skal ha for å forvalta Petroleumsfondet sine porteføljar. For 2004 skal godtgjeringa vere lik dei faktiske forvaltningskostnadene, innanfor ei øvre grense på 10 basispunkt av gjennomsnittleg forvaltningskapital. Honorar til eksterne forvaltarar som følgjer av oppnådd meiravkastning blir likevel dekt utover denne øvre grensa. Avtalar om avkastningsavhengige honorar er gjorde

med dei fleste eksterne aktive forvaltarane etter prinsipp som er godkjende av Finansdepartementet.

Tabell 10 gir ei oversikt over kostnader ved forvaltninga av Petroleumsfondet i dei tre første kvartala i 2004. Kostnadene består dels av honorar til eksterne forvaltarar og depot- og oppgjersinstitusjonar og dels av Noregs Bank sine interne driftskostnader. Noregs Bank Kapitalforvaltning forvaltar utanom Petroleumsfondet og Statens petroleumsforsikringsfond også den største delen av Noregs Bank sine valutareservar. Dei totale interne kostnadene er delt på dei tre fonda ved hjelp av ein fordelingsnøkkel. Dei interne kostnadene tek òg med alle støttefunksjonar utførte i Noregs Bank utanom Kapitalforvaltninga.

Tabell 10: Forvaltningskostnader dei tre første kvartala i 2004 (i 1000 kroner og basispunkt omrekna til årssrate av gjennomsnittleg portefølje)

	2004		2003	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltninga	130 896		102 224	
Kostnader til aksjededot og oppgjær	58 587		47 601	
Samla kostnader i aksjeforvaltninga	189 483	0,08	149 825	0,09
Interne kostnader i renteforvaltninga	121 193		109 413	
Kostnader til rentededot	28 082		32 375	
Samla kostnader i renteforvaltninga	149 275	0,03	141 788	0,05
Minimumshonorar til eksterne forvaltarar	180 235		164 710	
Avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar	148 373		60 268	
Samla kostnader i den eksterne forvaltninga	328 608	0,16	224 978	0,14
Sum alle forvaltningskostnader	667 366	0,10	516 591	0,10
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorar	518 993	0,08	456 323	0,09

Sett bort frå avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar var forvaltningskostnadene på 519 millionar kroner i dei første ni månadene av 2004. Omrekna til årleg rate utgjer kostnadene 0,08 prosent (8 basispunkt) av gjennomsnittleg marknadsverdi av fondet.

Utanom honorar til eksterne forvaltarar utgjorde kostnadene knytte til aksjeforvaltninga 0,08 prosent av gjennomsnittleg aksjeportefølje i dei tre første kvartala. Tilsvarande tal for renteforvaltninga var 0,03 prosent. Avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar var 148 millionar kroner. Desse honorara vert fastsette ut frå den samla meiravkastninga til dei eksterne forvaltarane over dei siste 12 månadane. For heile porteføljen var forvaltningskostnadene på 667 millionar kroner i dei første ni månadene av 2004. Om lag 52 prosent av dei samla kostnadene kan knytast til den eksterne forvaltninga, medan om lag 22 prosent av Petroleumsfondet vert forvalta eksternt. Omrekna til årleg rate utgjer dei samla kostnadene 0,10 prosent (10 basispunkt) av gjennomsnittleg marknadsverdi av fondet.

8. Rekneskapsrapportering

Tabell 11 viser fordelinga på ulike instrument slik dette er vist i Noregs Bank sin rekneskap ved utløpet av dei fem siste kvartala. Postar utanfor balansen er viste i ein eigen tabell. Tabell 12 viser bokført avkastning, som i tredje kvartal var negativ med 6 315 millionar kroner før forvaltningsgodtgjeringa til Noregs Bank blir trekt frå.

Tabell 11: Petroleumsfondet sin internasjonale portefølje pr 30. september 2004 fordelt på instrument (1000 kroner)

	31.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Kortsiktige fordringar/gjeld inkl. innskott i utanlandske bankar	8 373 828	20 159 575	13 450 907	-3 178 275	-30 235 874
Pengemarknadsplasseringar i utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	247 242 425	287 041 828	279 864 129	461 264 065	453 393 742
Innlån frå utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	-261 330 966	-298 603 119	-311 010 300	-410 186 755	-429 229 543
Utanlandske renteberande verdipapir	484 665 659	482 341 421	554 996 405	510 284 611	613 805 297
Utanlandske aksjar	325 244 242	354 346 887	378 561 266	385 239 797	384 666 795
Reguleringar av terminkontraktar og derivat	-821 946	72 774	-555 003	-959 721	-4 171 094
Total portefølje før forvaltningsgodtgjersle	803 373 243	845 359 367	915 307 404	942 463 721	988 229 323
Skuldig forvaltningsgodtgjersle*	-528 286	-772 595	-962 868	-448 123	-667 366
Total verdi av porteføljen i rekneskapen	802 844 957	844 586 772	914 344 535	942 015 598	987 561 957

*Opptent forvaltningsgodtgjersle ved utgangen av 1. kvartal 2004 omfattar godtgjering for 2003 og korreksjon frå tidlegare periode med 772 595

Postar utanfor balansen (1 000 kroner)	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Valutaterminar selt	-19 508 884	-25 395 459	-26 235 470	-33 074 909	-30 594 274
Futures selt	-43 398 154	-35 942 356	-135 240 732	-125 873 033	-50 442 511
Aksjebyteavtaler selt	0	-13 340	-543 176	-2 646 383	-3 897 226
Rentebyteavtaler selt	-129 336 721	-175 568 502	-194 724 825	-363 569 782	-401 111 395
Plikter selt	-192 243 758	-236 919 657	-356 744 203	-525 164 107	-486 045 406
Valutaterminar kjøpt	19 508 884	25 395 459	26 235 470	33 074 909	30 594 274
Futures kjøpt	50 900 741	47 628 021	117 672 014	113 943 091	81 482 879
Aksjebyteavtaler kjøpt	0	13 526	535 574	2 078 643	5 667 609
Rentebyteavtaler kjøpt	128 409 960	175 545 354	194 169 293	362 614 141	396 889 890
Plikter kjøpt	198 819 585	248 582 360	338 612 351	511 710 784	514 634 651
Opsjonar på futures selt	-8 485	-4 323 667	-16 564 927	-35 643 955	-16 000 652
Opsjonar på retebyteavtaler selt	0	0	0	0	-2 348
Rettar selt	-8 485	-4 323 667	-16 564 927	-35 643 955	-16 003 001
Opsjonar på futures kjøpt	8 894	4 331 315	24 464 671	36 878 601	20 087 665
Rettar kjøpt	8 894	4 331 315	24 464 671	36 878 601	20 087 665

Rekneskapstala byggjer på handlerette posisjonar (utanom kontantar). Tala er marknadsverdiar utrekna med kvalitetssikra prisar. Plasseringane i utanlandsk valuta er omrekna til norske kroner etter marknadskursar pr 30. september noterte av WM Reuters i London. Rekneskapsverdien av Petroleumsfondet sin portefølje avvik frå marknadsverdien i tabell 4 ovanfor, fordi forvaltningsgodtgjersla ikkje er trekt frå der, og fordi nokre instrument er verdsette på ein annan måte, jf boksen om metodegrunnlag for avkastningsutrekningane i avsnitt 5. Av same grunn er det små avvik i avkastningstala.

Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondet sin internasjonale portefølje pr 30. september 2004 (1000 kroner)

Bokført avkastning	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Renteelement	14 891 853	19 560 414	6 094 222	13 382 773	19 954 327
Utbyte	5 917 817	6 996 199	2 011 768	5 152 824	6 876 999
Valutakursregulering	55 310 312	45 985 725	21 582 056	21 357 284	1 964 762
Ikkje realisert verdipapirtap/vinst	30 903 736	55 786 976	11 235 128	-3 567 631	1 280 993
Realisert verdipapirtap/vinst	-2 963 386	633 103	7 442 408	10 549 393	13 812 821
Kurtasje	-18 009	-16 458	5 810	7 093	- 22 869
Terminhandel valuta	-1 004	-976	1 332	29 666	-67 407
Vinst/tap futures	1 460 431	2 039 765	29 670	-37 857	-155 296
Vinst/tap opsjonar	136 155	135 947	-6 609	11 674	19 949
Vinst/tap aksjebyteavtalar	0	257	-16 808	37 004	165 544
Vinst/tap rentebyteavtalar	370 281	1 292 862	-511 121	-705 034	-3 927 908
Bokført avkastning på plasseringar	106 008 187	132 413 815	47 867 858	46 217 190	39 901 915
Skuldig forvaltningsgodtgjersle	-528 286	-772 595	-190 273	-448 123	-667 366
Netto avkastning	105 479 901	131 641 219	47 677 585	45 769 067	39 234 549

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 12 omrekna til norske kroner etter kursen på handletidspunktet og periodiserte etter rekneskapsprinsippet.